



# Informe de Inflación

Primer Trimestre de 2008



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Informe de Inflación

## Primer Trimestre de 2008



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Inflación**  
**Primer Trimestre 2008**

ISSN 1668-0561  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Enero 2008

Publicación editada por la Subgerencia General de Economía y Finanzas

**Banco Central de la República Argentina**  
Reconquista 266  
(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires  
República Argentina  
Tel. | (54 11) 4000-1207  
Sitio Web | [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

Contenidos, coordinación y diagramación | Gerencia de Análisis Macroeconómico  
Sección de Política Monetaria | Gerencia de Análisis de Coyuntura Monetaria  
Diseño editorial | Área de Imagen y Diseño, Gerencia Principal de Comunicaciones y Relaciones Institucionales

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente.  
Para comentarios o consultas a la edición electrónica: [analisismacro@bcra.gov.ar](mailto:analisismacro@bcra.gov.ar)

# Prefacio

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

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

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

*La fecha de cierre estadístico de este informe fue el 7 de enero, día de difusión del Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) de diciembre de 2007. La próxima publicación del **Informe de Inflación**, correspondiente al segundo trimestre de 2008, será el 23 de abril a través de internet.*

Buenos Aires, 23 de enero de 2008

# Contenido

**Pág. 5 | I. Visión Institucional**

**Pág. 9 | II. Contexto Internacional**

*Pág. 20 | Apartado 1 / Inflación agrícola y política monetaria*

**Pág. 23 | III. Actividad Económica**

*Pág. 29 | Apartado 2 / Características del proceso inversor en la Argentina*

**Pág. 37 | IV. Empleos y Salarios**

*Pág. 42 | Apartado 3 / Los próximos desafíos del mercado laboral*

**Pág. 44 | V. Sector Externo**

**Pág. 53 | VI. Finanzas Públicas**

**Pág. 61 | VII. Política Monetaria y Mercado de Activos**

*Pág. 68 | Apartado 4 / Desarrollo del mercado de financiamiento para la adquisición de vivienda*

**Pág. 73 | VIII. Inflación**

**Pág. 83 | IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)**

*Pág. 87 | Resultados del REM. Diciembre de 2007*

**Pág. 88 | Glosario de Abreviaturas y Siglas**

# I. Visión Institucional

La profundización del deterioro de los mercados de crédito, evidenciada a partir de la agudización de los problemas en el segmento de préstamos hipotecarios de baja calificación de EE.UU., continúa desmejorando las condiciones financieras internacionales. Luego de la considerable salida de capitales de los mercados emergentes durante el tercer trimestre de 2007, durante el último trimestre del año y a comienzos del presente, se observó un nuevo incremento de la volatilidad, que afectó a los activos de éstas economías, aunque continuaran mostrando una fortaleza relativa.

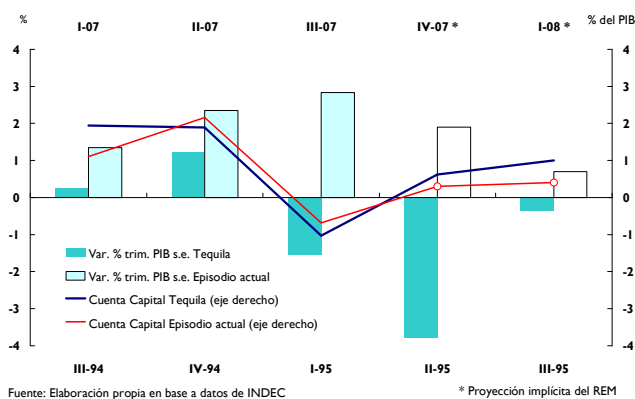
Las turbulencias en los mercados internacionales, constituyen la crisis financiera más importante de los últimos diez años así como, para nuestro país, el primer *stress test* desde la crisis de 2001-2002, siendo la reversión de los movimientos de capitales comparable a la ocurrida durante el “efecto Tequila”. Hasta el momento se logró amortiguar los efectos de las disrupciones externas sobre el desempeño macroeconómico, lo que corrobora lo acertado de las políticas prudenciales y anticíclicas del BCRA, tanto en el plano monetario como financiero. Además, el efecto limitado que dichas circunstancias han tenido sobre la economía doméstica permiten enfrentar con mayor tranquilidad los efectos que la crisis internacional tendrá durante el 2008.

En el último trimestre de 2007, como resultado de las acciones implementadas por el BCRA desde que se desató la crisis a fines de julio, el mercado monetario local presentó una dinámica de normalidad, similar a la de inicios de año. El mercado cambiario fue estabilizado y las tasas de interés de corto plazo cayeron a niveles inferiores a los máximos alcanzados durante el período de mayor volatilidad. Los depósitos a plazo en pesos del sector privado se recuperaron tras un breve período de caída, mientras que el crédito mantuvo una tendencia estable. Además, los bancos finalizaron 2007 con adecuados indicadores de solvencia y liquidez. Así, el BCRA demuestra que es el garante de dos bienes públicos muy apreciados por la sociedad argentina: la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera. Frente a los desafíos del mercado internacional, esta institución está alerta para adoptar todas las medidas necesarias a fin de garantizar este marco de estabilidad.

El agregado monetario 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) alcanzó un nivel promedio de \$145.765 millones en diciembre, completándose 18 trimestres de cumplimiento de las metas monetarias. De esta forma, por sexto trimestre consecutivo el crecimiento anual de los medios de pago se habría ubicado por debajo del correspondiente al producto nominal, lo que refleja el firme compromiso del BCRA en mantener bajo control el crecimiento de los agregados monetarios. Este objetivo se cumplió manteniendo un holgado resultado cuasifiscal.

Por su parte, el ritmo de crecimiento económico continuó siendo elevado durante 2007, evidenciando que la economía argentina se encuentra mejor preparada que en la historia reciente para afrontar *shocks* externos adversos. Luego de expan-

**Gráfico I.1**  
Movimientos de Capitales y Nivel de Actividad



dirse a una tasa promedio de 8,4% interanual (i.a.) durante los primeros tres trimestres del año, el desempeño de los indicadores adelantados del cuarto trimestre permite anticipar para este último período una expansión del Producto similar a la de los trimestres previos. Así, en 2007 la economía habría crecido levemente por encima de 8,5% i.a., dejando un arrastre estadístico para 2008 de alrededor de 3,7 puntos porcentuales (p.p.). Para el presente año se proyecta una expansión del PIB de 7,2% i.a., constituyéndose en el sexto año consecutivo de crecimiento económico.

El avance del PIB seguiría siendo impulsado por la absorción interna, en respuesta al incremento de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) y del Consumo Privado y Público, aunque este último con un menor aporte que en 2007 dada la política de superávit fiscal prevista para 2008. El contexto expansivo se vería parcialmente compensado por una nueva reducción de la balanza comercial a precios constantes, por lo que las Exportaciones Netas volverían a aportar negativamente al crecimiento de la actividad agregada, aunque en menor proporción que en 2007.

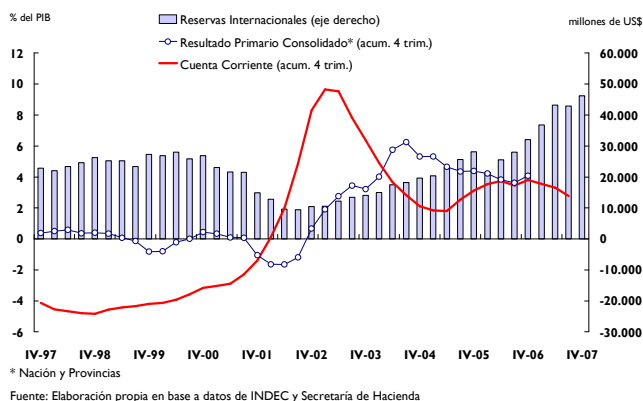
En particular, el crecimiento de la IBIF estaría liderado por el gasto en Equipo durable de producción, generando una nueva mejora en la calidad de inversión (ver Apartado 2). Por su parte, la Construcción continuaría realizando un aporte positivo aunque a un menor ritmo que en años anteriores, dada la caída en la rentabilidad esperada de estas inversiones, la madurez del mercado inmobiliario de los segmentos de mayores ingresos, y la falta de profundidad del crédito hipotecario para los estratos medios de la población (ver Apartado 4).

La evolución de la IBIF se observaría en un contexto de mayor uso de la capacidad instalada y de ajuste de precios relativos entre los factores trabajo y capital, que estaría favoreciendo una creciente incorporación de máquinas y equipos al proceso productivo. De esta forma, dado que la IBIF volvería a crecer por encima del nivel general de la actividad económica, la tasa de inversión resultaría cercana al 23% del PIB a precios constantes, alcanzando el mayor nivel de las últimas décadas.

La expansión económica estaría acompañada por mejoras en las variables ocupacionales e incrementos de los salarios nominales. La Tasa de Desocupación continuaría con la trayectoria decreciente exhibida hasta el momento, pudiendo ubicarse a fines del corriente año levemente por debajo de 7% de la Población Económicamente Activa (PEA), luego de haber superado 24% cinco años atrás. Estas tendencias tienen lugar en un contexto de mejoras en términos de la calidad del trabajo, asociadas tanto a una mayor formalización como a una caída del subempleo, cuya profundización (junto con un progreso en los indicadores educativos) se plantea como uno de los principales desafíos en materia laboral para los próximos años (ver Apartado 3). Paralelamente, los salarios mostrarían una tendencia ascendente en un contexto de expansión de la demanda laboral, la cual excede a la oferta en algunos tramos del mercado. La trayectoria del empleo y los salarios impulsaría una reducción de la pobreza y la indigencia, variables que en la primera mitad de 2007 alcanzaron niveles inferiores a los vigentes previo a la crisis.

En el frente externo, se proyecta que la Cuenta Corriente mantenga por séptimo año consecutivo un valor positivo, hecho inédito en la historia económica reciente, sostenida principal-

**Gráfico I.2**  
**Resultado Fiscal, Cuenta Corriente y Reservas Internacionales**



\* Nación y Provincias

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

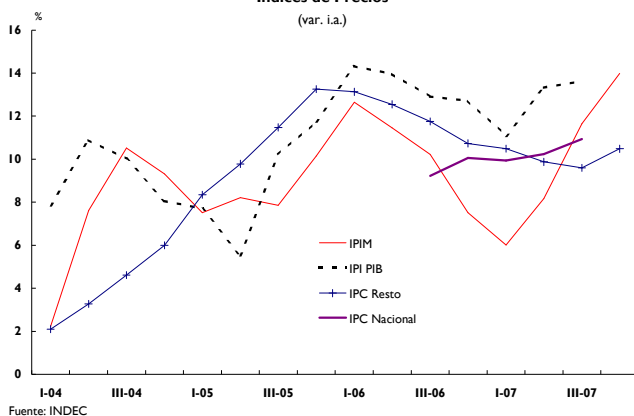
mente por la balanza comercial, al igual que lo acontecido en años previos. En efecto, durante 2007 el saldo de bienes y servicios habría finalizado con un excedente superior a US\$11.000 millones (4,4% del PIB), mostrando una leve disminución con respecto al año anterior pero manteniéndose todavía elevado en términos históricos. En 2008 se espera un resultado comercial positivo en torno a US\$10.000 millones (3,5% del PIB). Las exportaciones alcanzarían un nuevo récord histórico, superando US\$60.000 millones, a partir del avance conjunto de las cantidades y precios, mientras que las importaciones exhibirían un aumento cercano a 20% i.a.. De este modo, el superávit externo y la política prudencial de acumulación de reservas del BCRA, contribuirían a consolidar la estabilidad del sistema monetario y financiero.

Adicionalmente, las cuentas públicas continuaron exhibiendo resultados fiscales positivos en 2007 al alcanzar superávits primario y financiero en torno a 3,2% y 1% del PIB, respectivamente. Estos guarismos estuvieron apuntalados por el sostenido aumento de la recaudación tributaria y por los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional cercanos a 1% del PIB. Por su parte, el gasto primario continuó creciendo a tasas elevadas, aunque en el último trimestre del año habría exhibido cierta desaceleración. El Presupuesto Nacional 2008 contempla superávits primario y financiero similares a los registrados en 2007, implicando un esfuerzo fiscal dado que no se prevén ingresos extraordinarios de la Reforma Previsional. A su vez, las perspectivas de financiamiento del Tesoro Nacional no presentarían mayores dificultades, previéndose que el Sector Público continúe generando un efecto monetario contractivo, incluso mayor al observado durante 2007.

A pesar de la crisis financiera, las materias primas continuaron registrando alzas en sus precios, incluso superiores a las esperadas, alcanzando en algunos casos récords históricos. Sin embargo, la importante mejora de los precios de la energía y de los alimentos está originando presiones inflacionarias en varias economías, con mayor impacto en los países emergentes. La denominada *agflation*, es decir, la inflación provocada por el encarecimiento de los precios del sector agrícola, implica un nuevo desafío de política monetaria tanto para países desarrollados como emergentes. En particular, en economías como Argentina cuyas exportaciones se componen principalmente de bienes salario o de bienes que compiten por el uso de los mismos recursos productivos, el encarecimiento relativo del precio internacional de los alimentos reduce el ingreso real de los sectores de más bajos recursos (ver Apartado 1).

En este contexto, la evolución de los precios internos a lo largo de 2007 mostró trayectorias disímiles de acuerdo con los diferentes indicadores de inflación disponibles. En efecto, los precios minoristas, medidos a través del Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA), continuaron con la trayectoria descendente observada a lo largo de 2006, alcanzando un incremento de 8,5% i.a.. No obstante, el subíndice Resto del IPC GBA (aproximación del INDEC a la inflación subyacente) registró una desaceleración en el primer semestre para luego revertir la tendencia hacia finales del año, alcanzando un alza de 10,7% i.a. en el cuarto trimestre, 0,5 p.p. superior respecto de igual período de 2006. El índice minorista a nivel Nacional (IPC Nacional) exhibió un ritmo de crecimiento interanual ligeramente mayor, finalizando el año en 10,2%, aunque a la inversa del IPC GBA, se desaceleró hacia finales de

**Gráfico I.3**  
**Índices de Precios**  
(var. i.a.)



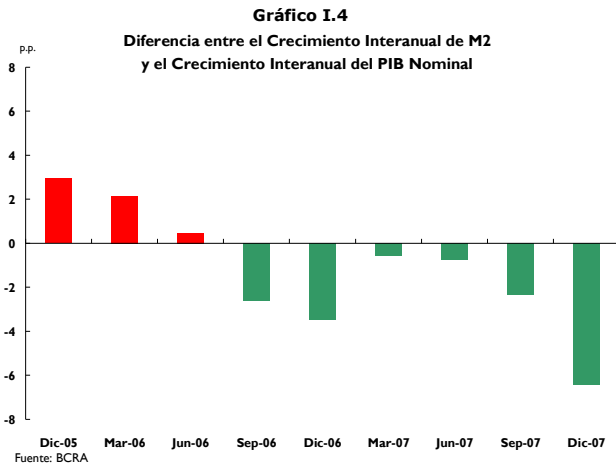


2007. La diferencia entre estos dos índices se explicaría por el rubro Alimentos y, en menor medida, por ciertos servicios. Por su parte, los precios mayoristas también presentaron una trayectoria ascendente, obedeciendo a encarecimientos en los productos primarios y a subas en las manufacturas, destacándose la evolución de los precios de los productos alimenticios. Indicadores de precios más amplios como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB mostraron cierta desaceleración a comienzos del año, tendencia que se vio revertida en los siguientes trimestres.

Así, durante 2008 Argentina volvería a evidenciar un importante crecimiento económico con superávits externo y fiscal. No obstante, enfrentará un contexto internacional más hostil, dada la persistencia de las turbulencias en los mercados financieros y el aumento de los riesgos de debilitamiento económico de EE.UU., con su potencial impacto en la economía mundial. Sin embargo, los favorables precios de las materias primas exportadas por nuestro país se mantendrían, en un escenario de sostenido crecimiento de las economías emergentes que com pensarían parcialmente la desaceleración prevista en los países desarrollados.

El contexto internacional presenta grandes desafíos para la política monetaria y financiera al tener que amortiguar los efectos de la crisis financiera externa, presenciar un menor crecimiento mundial, a partir de la desaceleración de las economías avanzadas, y monitorear los precios en el marco de las mencionadas presiones inflacionarias que podrían persistir ante el aún sostenido crecimiento de las economías emergentes que garantizaría precios elevados de las materias primas.

En este marco, es necesario garantizar el equilibrio entre oferta y demanda de dinero, en particular para una economía que avanza paulatinamente hacia su sendero de largo plazo de crecimiento con equilibrio macroeconómico. En este sentido, el BCRA continuará poniendo el foco en la evolución controlada de los agregados monetarios, enfatizando el seguimiento de los medios de pago. Por lo tanto, el Programa Monetario 2008, tal como lo vino haciendo en los últimos dos años, fija metas trimestrales cuantitativas sobre el nivel del M2 total. Además, se prevé la inclusión de dos nuevos elementos. Por un lado, una meta anual del promedio del M2 privado (circulante en poder del público y depósitos en pesos a la vista del Sector Privado no Financiero), y por otro lado, la divulgación de proyecciones monetarias para los 12 meses siguientes al cierre de cada trimestre. En el primer caso, el BCRA enfatiza la importancia en el manejo equilibrado del agregado que históricamente ha mostrado la mayor asociación con la inflación en el mediano plazo, descontando el impacto de los rezagos en el accionar de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Habiéndose avanzado en el proceso de eficientización en el manejo de los saldos monetarios públicos, el M2 privado retoma paulatinamente su protagonismo. En el segundo caso, se provee un horizonte de certidumbre para los agentes económicos que contribuirá a moldear las expectativas del mercado. De este modo, se espera continuar con el paciente proceso de reconstrucción del ancla nominal de la economía argentina.



## II. Contexto Internacional

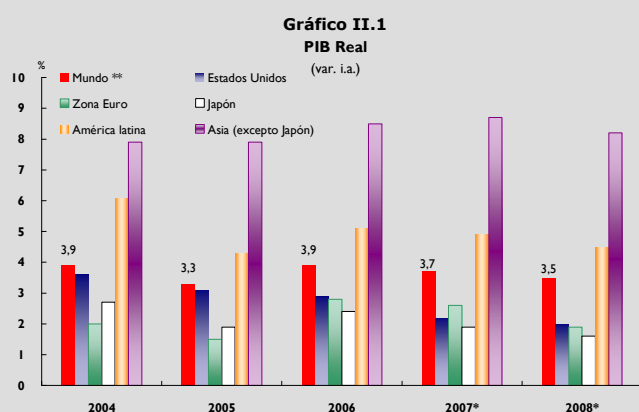
### II.1 Síntesis

Durante 2008 la economía mundial se desaceleraría al estimarse un crecimiento del orden de 2,5%, luego de expandirse en torno a 3,7% en 2007. Si bien el menor ritmo de expansión sería generalizado, el debilitamiento de la economía de EE.UU. y la permanencia de las turbulencias en los mercados financieros internacionales llevaron a revisiones a la baja en las estimaciones de crecimiento de las principales economías desarrolladas durante los últimos meses. La economía norteamericana crecería entre 1,0% y 2,0% en 2008, por debajo de lo estimado para 2007. La zona Euro y Japón se desacelerarían, creciendo 1,9% y 1,6%, respectivamente, luego de una expansión estimada de 2,6% y 1,9% para 2007. Asia emergente y América latina crecerían 8,2% y 4,5% en 2008, respectivamente, tasas 0,5 puntos porcentuales (p.p.) y 0,4 p.p. por debajo de lo esperado para 2007, pero mayores a las previstas meses atrás. En este sentido, la desaceleración de las economías desarrolladas en 2008 se vería en parte compensada por el desempeño de las economías emergentes.

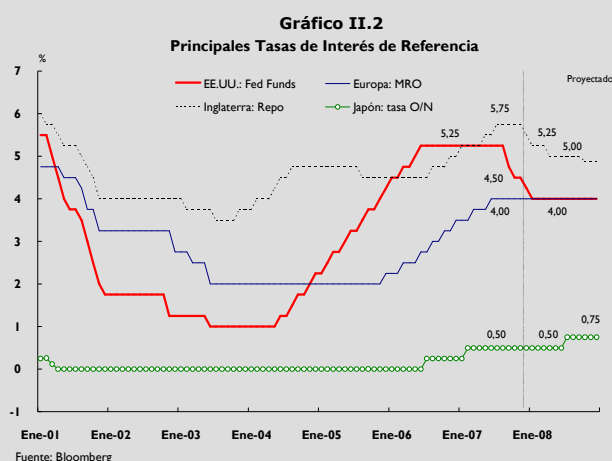
En el último trimestre de 2007 los precios de las principales economías aceleraron su crecimiento, ante el alza en los costos de la energía y los alimentos, aunque la inflación subyacente se mantuvo relativamente contenida. EE.UU. y la zona Euro habrían finalizado 2007 con una inflación en torno a 4,0% interanual (i.a.) y a 3,0% i.a., respectivamente, previéndose que resulte en 2008 de 2,3% i.a. y 1,8% i.a.. Japón registró en los últimos meses de 2007 variaciones positivas en los precios, y se espera una inflación de 0,3% i.a. en 2008. Ante los riesgos de debilitamiento de la economía mundial y la volatilidad en los mercados financieros, los principales bancos centrales siguieron con una política monetaria tendiente a incrementar la liquidez. La Reserva Federal de EE.UU. redujo nuevamente la tasa de los Fed Funds y se espera que continúe con este sesgo al menos durante el primer trimestre de 2008. En tanto, las autoridades monetarias de la zona Euro y Japón siguieron aplazando su proceso alcista, política que mantendrían al menos en los próximos meses.

Los precios de las materias primas mostraron fuertes incrementos en 2007, principalmente determinados por los productos agrícolas y el petróleo. En particular, los productos básicos estuvieron impulsados por el consumo de alimentos en los países emergentes y por la fuerte demanda de energía de las naciones desarrolladas, en un contexto de oferta acotada. Para 2008 los precios de los commodities seguirían en los niveles elevados, pero con un leve riesgo a la baja ante una desaceleración de EE.UU. mayor a la prevista.

La economía argentina enfrentaría un escenario internacional más hostil caracterizado por una desaceleración global, que podría agudizarse ante un menor crecimiento esperado de EE.UU. con efecto sobre los favorables precios de los productos primarios de exportación. En tanto, persiste el riesgo de episodios de mayor volatilidad en los mercados financieros. Si bien los activos de América latina se vieron afectados por la reciente volatilidad en los mercados, estos mostraron una mayor fortaleza que la evidenciada en crisis pasadas. No obstante, estos episodios no habrían llegado a su fin, no descartándose un mayor impacto.

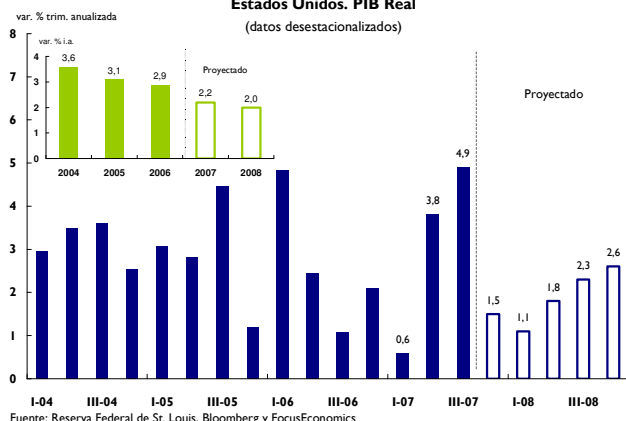


\* Proyectado; \*\* Las tasas mencionadas son al tipo de cambio de mercado.  
Fuente: FocusEconomics



## II.2 Estados Unidos

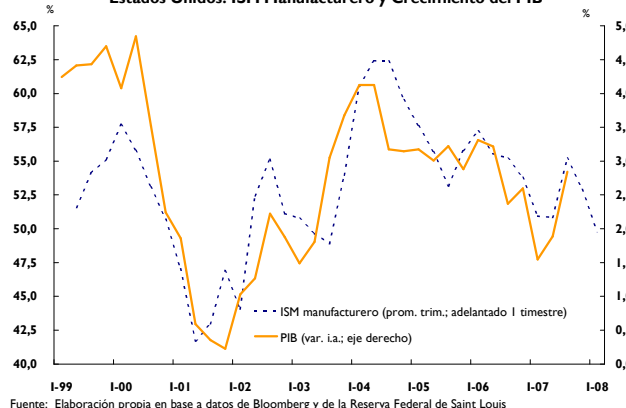
**Gráfico II.3**  
Estados Unidos. PIB Real  
(datos desestacionalizados)



La economía norteamericana habría crecido 2,2% en 2007, desacelerándose por cuarto año consecutivo, tendencia que continuaría en 2008, al preverse que se expanda entre 1,0% y 2,0%. Si bien durante el tercer trimestre de 2007 el PIB de EE.UU. avanzó fuertemente, diversos indicadores muestran un debilitamiento de la economía en los últimos meses y sugieren que continuaría al menos en 2008 (ver Gráfico II.3).

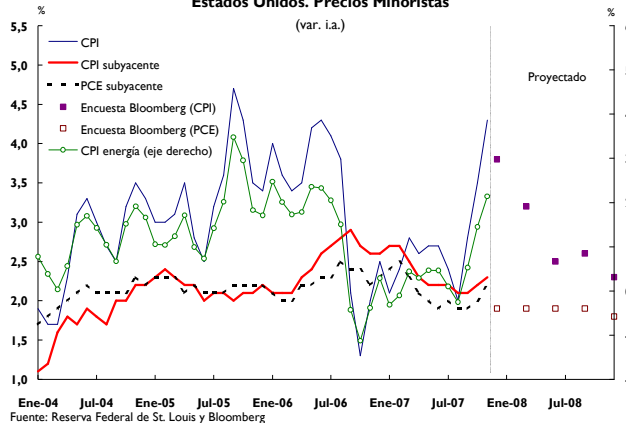
En particular, el ISM (*Institute for Supply Management*) manufacturero que refleja la actividad nacional del sector, continuó descendiendo y se ubicó en diciembre en 47,7%, lo que indicaría que la industria manufacturera norteamericana se estaría contrayendo<sup>1</sup> (ver Gráfico II.4). En tanto, las nuevas órdenes de bienes durables evidenciaron un débil desempeño a finales del año. Si bien el gasto en Consumo real continúa creciendo a tasas en torno a 3% interanual (i.a.), la confianza del consumidor muestra una tendencia decreciente. Así, el Consumo tendería a desacelerarse en los próximos meses en un contexto de ciertos signos de debilitamiento del mercado laboral y deterioro de los precios de las viviendas. En efecto, la tasa de desempleo resultó en diciembre de 5%, 0,6 puntos porcentuales (p.p.) superior a la evidenciada a fines de 2006, al tiempo que el ritmo creación de empleo se desaceleró. Por su parte, el mercado inmobiliario continúa profundizando su debilidad, incluso de un modo mayor a lo esperado. Durante los últimos meses de 2007, los permisos de construcción siguieron cayendo, al igual que las ventas totales de las viviendas, mientras que la confianza de los constructores se mantiene en niveles mínimos históricos.

**Gráfico II.4**  
Estados Unidos. ISM Manufacturero y Crecimiento del PIB



A pesar del debilitamiento de la actividad económica, el ritmo de crecimiento de los precios minoristas mostró en los últimos meses una tendencia al alza, y habría finalizado 2007 en torno a 4,0% i.a.. El precio de la energía fue el principal responsable del incremento observado, al tiempo que la inflación de alimentos también contribuyó aunque en menor medida<sup>2</sup>. Sin embargo, la inflación subyacente se mantuvo relativamente contenida en torno a 2,0%, medida a través del índice de precios del *Personal Consumption Expenditure* (PCE). De todas formas, se prevé que durante el presente año el ritmo de crecimiento de los precios descienda, resultando a fines de 2008 de 2,3% i.a., aunque persisten los riesgos de presiones inflacionarias provenientes del incremento del valor del petróleo y de otros *commodities* (ver Gráfico II.5).

**Gráfico II.5**  
Estados Unidos. Precios Minoristas  
(var. i.a.)



Ante este contexto, se espera que en los próximos meses la Reserva Federal de los EE.UU. (Fed) reduzca la tasa de los *Fed Funds*, expectativas que se encuentran en línea con los mercados de futuros. No se descarta incluso la aplicación de medidas extraordinarias y recortes superiores a 0,25 p.p. (ver Gráfico II.6). Ante los crecientes riesgos de debilitamiento de la economía y las importantes tensiones en los mercados financieros,

<sup>1</sup> Un valor del índice por debajo de 50% indica que la actividad manufacturera se está contrayendo.

<sup>2</sup> En particular, en noviembre el rubro Energía se elevó 21,4% i.a. y Alimentos 4,8% i.a., contribuyendo con aproximadamente 1,9 p.p. y 0,7 p.p., respectivamente, a la inflación general.

el organismo comenzó en septiembre de 2007 un proceso de recorte de la tasa de referencia, luego de que fuera mantenida sin cambios por más de un año.

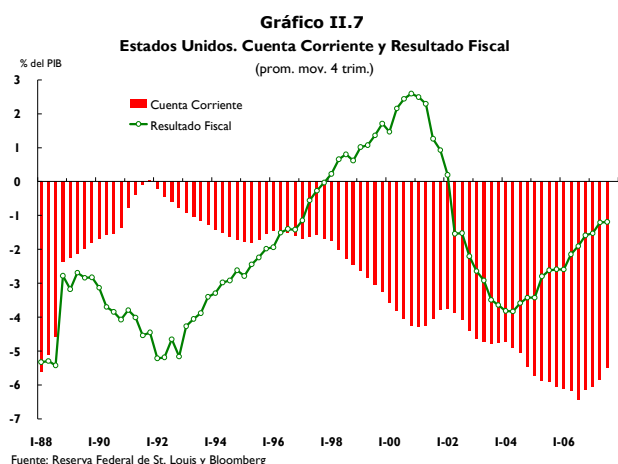
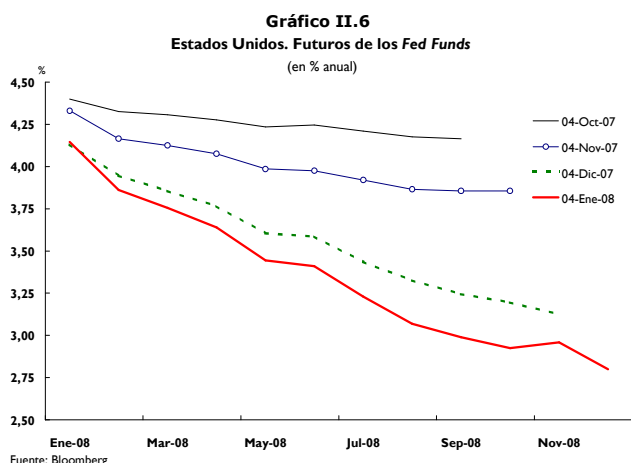
Asimismo y con el objetivo de aumentar la liquidez en los mercados de crédito de manera más directa, la Fed continúa llevando adelante inyecciones de fondos en forma coordinada con otros bancos centrales. Adicionalmente a las operaciones usuales<sup>3</sup>, a partir de mediados de diciembre pasado el organismo intenta aliviar las elevadas presiones en los mercados de fondos de corto plazo través de un instrumento denominado *Term Auction Facility* (TAF)<sup>4</sup>. En diciembre colocó US\$40.000 millones<sup>5</sup> mediante dos licitaciones, a un mes de plazo aproximadamente y una tasa de corte en torno a 4,66%. Estas licitaciones continuarían en los meses siguientes.

El desempeño fiscal evidenció una mejora desde mediados de 2004, situándose el déficit en porcentaje del Producto en 1,2% en el tercer trimestre de 2007. En tanto, en un contexto de depreciación del dólar, principalmente evidenciada a partir de la segunda mitad del año, el déficit en Cuenta Corriente en términos del PIB continuó mostrando una tendencia decreciente, resultando el menor ratio desde los primeros tres meses de 2004 al ubicarse en 5,1% en igual período. No obstante, el incremento del precio del petróleo observado en los últimos meses de 2007, entre otros factores, habría afectado el saldo en Cuenta Corriente en el cuarto trimestre del año. Si bien se espera que en 2008 continúe disminuyendo, la corrección de la brecha externa dependerá en parte de la evolución de la economía, del precio del petróleo y de la cotización del dólar, factores cuyo comportamiento a corto plazo resulta algo incierto (ver Gráfico II.7).

### II.3 Zona Euro y Asia

Para la zona Euro se prevé un debilitamiento del PIB en 2008, al pasar de una expansión estimada de 2,6% en 2007, a un aumento del Producto en torno a 1,9%. A pesar de la aceleración en el ritmo de crecimiento en el tercer trimestre de 2007 (3,2% s.e. anualizado), las proyecciones del Producto de diversos analistas se revisaron a la baja para 2007 y 2008, en 0,1 y 0,3 p.p., respectivamente. Así, la reciente volatilidad en los mercados financieros internacionales, que afectó la confianza de los agentes económicos, impulsaría una desaceleración en el presente año (ver Gráfico II.8).

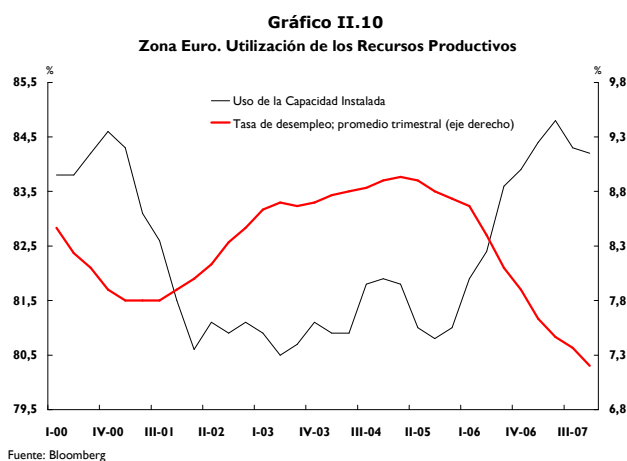
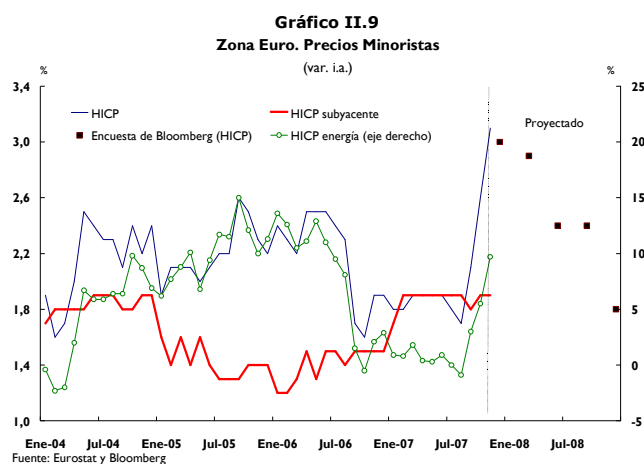
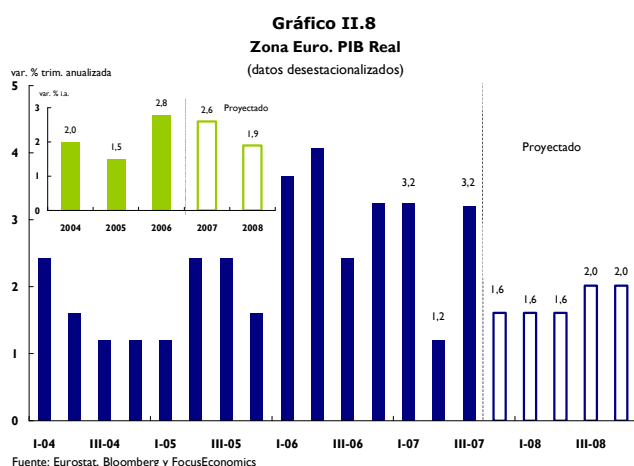
El Consumo continuaría contribuyendo positivamente a la expansión, favorecido por el aumento del empleo y el Ingreso Personal Disponible, aunque mostraría cierto debilitamiento. En tanto, los indicadores de confianza de negocios estarían



<sup>3</sup> Operaciones de mercado abierto y a través de la ventana de descuento.

<sup>4</sup> El TAF es una facilidad de crédito que permite a una institución depositante proponer una oferta para obtener financiamiento de la Reserva Federal local a una tasa de interés que surge del resultado de licitaciones. Los fondos tienen una *maturity* de aproximadamente un mes y deben ser completamente colateralizados por una amplia gama de instrumentos compatibles con los requeridos para las operaciones a través de la ventana de descuento. Todas las instituciones depositantes consideradas con condiciones financieras seguras por sus Reservas Federales y que son elegibles para operar en la ventana de descuento pueden participar de estas licitaciones.

<sup>5</sup> Dicho monto resulta superior al promedio diario de colocaciones totales a través de operaciones *repo* (a menor plazo; US\$12.500 millones), aunque existen días particulares en los cuales resulta inferior. En tanto, las propuestas superaron los montos ofertados.



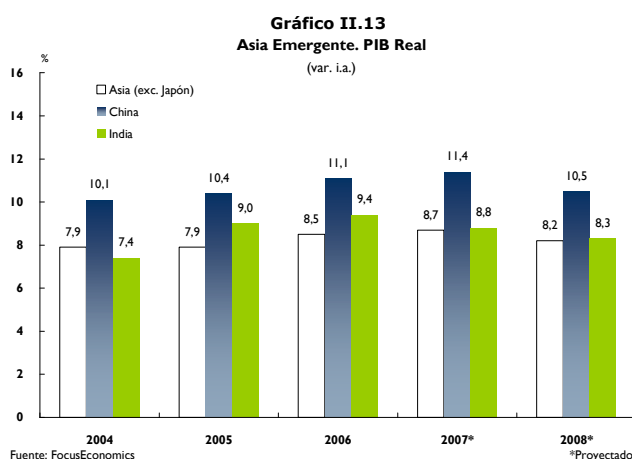
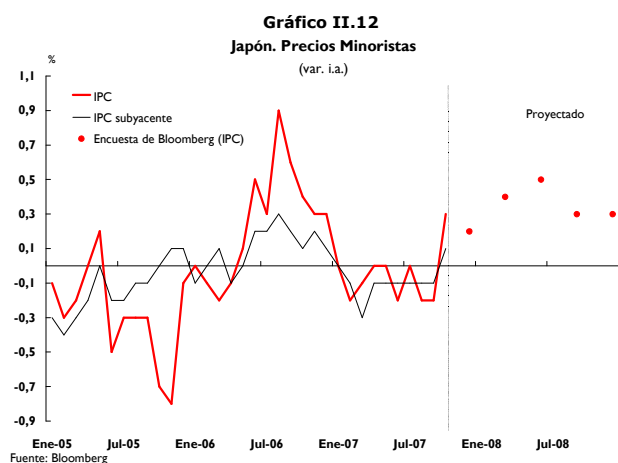
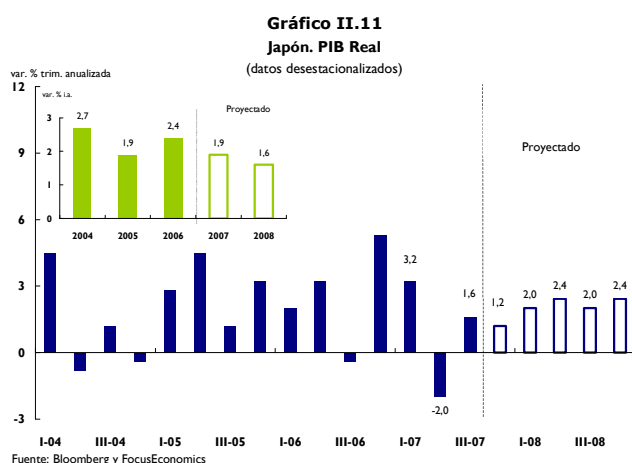
presagiando que la inversión moderaría su desempeño. La demanda externa continuaría impulsando las exportaciones de la zona Euro, ante la fortaleza de las economías emergentes que compensarían parcialmente la desaceleración de la economía norteamericana.

En los últimos meses la inflación minorista, medida a través del Índice Armonizado de Precios al Consumidor de la Unión Monetaria (HICP), mostró una tendencia creciente. En noviembre resultó 3,1% i.a., luego de ubicarse en 2,6% i.a. en octubre y 2,1% i.a. en septiembre, afectada por los mayores precios de los *commodities*, principalmente del petróleo. No obstante, la inflación subyacente, que excluye energía y alimentos frescos, se mantuvo contenida en torno a 1,9% i.a.. En tanto, se espera que el ritmo de crecimiento del nivel general de precios continúe por encima de 2% i.a. en los próximos meses, para luego moderarse y finalizar el año en 1,8% i.a. (ver Gráfico II.9). Sin embargo, persisten presiones inflacionarias de mediano plazo provenientes no sólo de incrementos adicionales en los precios de los *commodities*, sino también de aumentos no anticipados de los precios administrados e impuestos indirectos. Asimismo, subas salariales superiores a las previstas podrían afectar la evolución de los precios dado el alto nivel de uso de los recursos productivos. La utilización de la capacidad instalada continúa elevada, resultando de 84,2% en el cuarto trimestre de 2007, cifra cercana al nivel récord de los últimos ocho años. La tasa de desempleo sigue descendiendo, ubicándose en octubre en 7,2%, el menor registro desde la existencia de la serie que comienza en 1993, previéndose para 2008 que resulte de 7,1% (ver Gráfico II.10). Adicionalmente, la fuerte expansión del crédito y del agregado M3 (que superó 12% i.a. en noviembre pasado) también son factores que impulsarían el crecimiento de los precios.

A pesar de la presencia de presiones inflacionarias, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin modificaciones su tasa de referencia *Main Refinancing Operation* (MRO) en 4% anual en las últimas cinco reuniones, luego de incrementarla en junio pasado en 0,25 p.p.. En tanto, ante la desaceleración de la economía, se prevé que el organismo continúe aplazando en el tiempo nuevos aumentos de la tasa de referencia, manteniéndola en 4% anual al menos durante 2008. No obstante, la autoridad monetaria podría llevar adelante nuevas alzas antes de lo previsto, dependiendo de la materialización de las presiones inflacionarias. Asimismo, el BCE continuó dotando de liquidez adicional al mercado de crédito mediante sus operaciones convencionales y en acciones coordinadas con el resto de los principales bancos centrales. A través de TAFs en dólares, durante el mes de diciembre último, el organismo llevó adelante dos licitaciones por US\$10.000 millones<sup>6</sup> cada una, similares a las realizadas por la Fed.

Al igual que EE.UU. y la zona Euro, Japón continuaría desacelerándose al preverse un incremento del PIB de 1,6% en 2008 luego de haber crecido en torno a 1,9% en 2007. Durante el ter-

<sup>6</sup> Dicho monto resulta inferior a las colocaciones a través de operaciones *Long Term Refinancing Operations* (a mayor plazo y en euros; US\$79.000 millones en promedio) y mediante operaciones *Main Refinancing Operations* (a menor plazo y en euros; US\$273.000 millones en promedio).



cer trimestre el crecimiento del PIB de Japón (1,6% s.e. anualizado) respondió principalmente al desempeño del sector externo, en detrimento del gasto interno que se vio afectado de manera importante por la contracción de los gastos de capital residencial, registrando la mayor caída de los últimos diez años (-7,9% s.e.; ver Gráfico II.11).

Para el cuarto trimestre de 2007 y para 2008 se estima una reducción en el crecimiento, de continuar la tendencia recientemente registrada en ciertos indicadores. El Índice de Confianza del Consumidor se redujo en noviembre a 39,8 puntos, ubicándose en un mínimo desde diciembre de 2003, al tiempo que el mercado laboral se estaría debilitando, situación que se habría visto reflejada en un incremento de la tasa de desempleo a un promedio de 3,9% hacia finales de 2007, luego de situarse en torno a 3,8% en los meses anteriores. Por su parte, la demanda proveniente del sector externo, aunque se mantendría por el crecimiento global, podría verse afectada como consecuencia de la desaceleración de la economía norteamericana y de su impacto sobre la economía mundial. En efecto, EE.UU. es el principal socio comercial de Japón, que representando 22,5% del total de las exportaciones en 2006, superó a la participación de la Unión Europea y de China, y equivale a casi la mitad de los envíos a Asia en su conjunto (47,5%).

Luego de no registrar variaciones positivas durante los primeros tres trimestres de 2007, los precios se incrementaron en los últimos meses, tanto si se los mide a través del índice general como si se considera la inflación subyacente. El nivel general de precios presentó una variación interanual de 0,6% en noviembre al tiempo que la inflación subyacente (medida que excluye alimentos frescos) se ubicó en igual mes en 0,4% i.a.. En tanto, la inflación habría resultado 0,2% i.a. en 2007, y se espera que mantenga valores positivos en 2008, finalizando ese año en 0,3% i.a. (ver Gráfico II.12).

Como consecuencia de la continuidad de la inestabilidad de los mercados financieros internacionales, el Banco de Japón (BoJ) no modificó su tasa de interés de referencia (*overnight* del mercado de *call*) en sus últimas reuniones, manteniéndola en 0,50% anual. No obstante, la autoridad monetaria continúa mostrándose proclive a un alza gradual de la tasa de referencia. En este sentido, se puede esperar que, aunque demorado en el tiempo en relación a lo previsto meses atrás, el BoJ continúe con el ciclo alcista de la tasa de referencia en el segundo semestre de 2008.

La región de Asia emergente, impulsada fundamentalmente por el desempeño de China e India, seguiría expandiéndose fuertemente, previéndose que crezca 8,7% en 2007 y 8,2% en 2008, 0,3 p.p. y 0,1 p.p. por encima de lo estimado a comienzos del cuarto trimestre de 2007 (ver Gráfico II.13).

A pesar de las medidas implementadas por el gobierno tendientes a aminorar la expansión, China habría avanzado 11,4% en 2007 mientras que en 2008 el crecimiento sería de 10,5%.



**Cuadro II.1**  
China. Principales Indicadores Macroeconómicos

Indicadores	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*	2008*
PIB real (var. % i.a.)	8,3	9,1	10,0	10,1	10,4	11,1	11,4	10,5
PIB per cápita (US\$)	1.031	1.124	1.259	1.471	1.685	2.022	2.430	2.927
Desempleo (%)	3,6	4,0	4,3	4,2	4,2	4,1	4,1	4,1
IPC (var. % prom. anual)	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,5	4,6	4,0
Deuda Externa (% del PIB)	12,8	11,6	11,8	11,8	12,6	12,4	10,9	9,2
Resultado Fiscal (% del PIB)	-2,7	-2,6	-2,2	-1,3	-1,1	-0,8	-1,1	-1,1
Apreciación del Yuan (respecto US\$; %)	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6	3,2	5,7	6,0
Balanza Comercial (miles de millones de US\$)	23,2	30,4	25,5	33,0	102,3	177,5	264,4	311,0
Cuenta Corriente (% del PIB)	1,3	2,4	2,8	3,6	7,2	9,4	10,3	9,5
Reservas Internacionales (meses de import.)	10,5	11,6	11,7	13,0	14,9	16,2	19,0	18,5

\* Proyectado  
Fuente: FocusEconomics

En 2008, la actividad económica sería beneficiada por el aumento del Consumo Privado, favorecido por la fortaleza del mercado laboral que evidenció una reducción de la tasa de desempleo a 4% anual en el tercer trimestre de 2007. Las ventas minoristas aceleraron su crecimiento durante el año y se incrementaron 18,8% i.a. en noviembre, alcanzando de este modo la mayor tasa de crecimiento de la presente década. El indicador de confianza del consumidor también presagiaría un favorable desempeño del gasto minorista, al ubicarse en 96,5 puntos en octubre y superar al promedio desde el año 2000 (95 puntos). El sector externo continuaría impulsando la expansión de la economía asiática, aunque las exportaciones chinas podrían verse perjudicadas por una mayor desaceleración de EE.UU.. En este sentido, durante los últimos años la participación de las ventas externas chinas a la economía norteamericana fue en aumento<sup>7</sup>. Asimismo, recientemente el gobierno chino anunció una serie de medidas tendientes a reducir el superávit comercial a los efectos de contener las presiones inflacionarias. Entre otros, eliminó varios de los impuestos a las importaciones y redujo o suprimió las devoluciones tributarias sobre un amplio rango de productos exportados (ver Cuadro II.1).

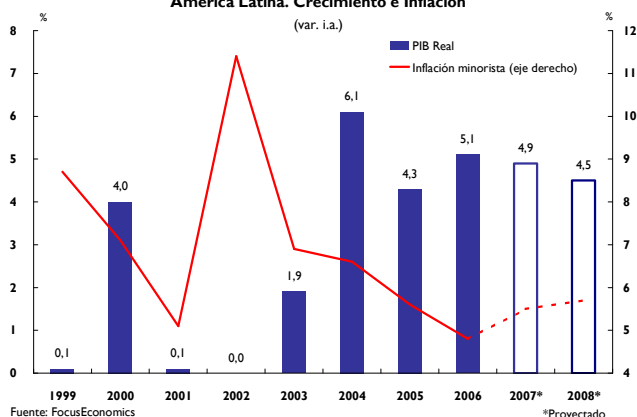
El ritmo de crecimiento de los precios continuó acelerándose durante los últimos meses de 2007, alcanzando en noviembre una inflación de 6,9% i.a., máxima variación en más de diez años. Este aumento de los precios estuvo impulsado por la creciente inflación de alimentos (18,2% i.a.), cuya participación en el índice de precios es de 33,6%. No obstante, la medida que excluye el rubro Alimentos se mantiene relativamente contenida, al incrementarse sólo 1,4% i.a. en el mes de noviembre. Sin embargo, el objetivo del gobierno chino es aminorar el crecimiento de los precios en 2008.

## II.4 América latina

Si bien en los últimos meses se revisaron a la baja las tasas de crecimiento de las principales economías desarrolladas, las proyecciones para América latina continúan siendo auspiciosas. Se prevé que la región se expanda 4,5% en 2008, luego de haber crecido 4,9% en 2007, completando seis años de crecimiento consecutivo. Cabe mencionar que la estimación para el presente año fue revisada al alza recientemente (ver Gráfico II.14).

Durante 2007 se mantuvieron muchas de las características de la actual fase de crecimiento económico, que generan que la región se encuentre mejor preparada que en el pasado para enfrentar *shocks* externos, pero con resultados relativos menos favorables, tal como se prevé para 2008. La Cuenta Corriente habría registrado un superávit de 0,9% en términos del PIB y se espera que sea nulo en 2008, debido entre otros factores a la desaceleración de las exportaciones y al mayor crecimiento de las importaciones beneficiadas por una apreciación real generalizada de las monedas de la región y por el crecimiento eco-

**Gráfico II.14**  
América Latina. Crecimiento e Inflación  
(var. i.a.)



<sup>7</sup> Mientras que las exportaciones chinas a EE.UU. representaban 15,18% del total en octubre de 2005 y alcanzaron a 18,53% en octubre de 2006, el ratio se ubicó en 21,03% en igual mes de 2007.

**Cuadro II.2**  
**América Latina\*. Principales Indicadores Macroeconómicos**

Indicadores	2004	2005	2006	2007**	2008**
PIB real (var. % i.a.)	6,1	4,3	5,1	4,9	4,5
PIB per cápita (US\$)	4.126	4.999	5.716	6.464	7.166
Desempleo (%)	7,7	6,7	6,9	7,3	7,2
IPC (var. % prom. anual)	6,6	5,6	4,8	5,5	5,7
Resultado Fiscal (% del PIB)	-0,9	-0,9	-0,4	-0,4	-0,5
Deuda Externa (% del PIB)	36,5	25,7	21,5	20,6	18,5
Cuenta Corriente (% del PIB)	1,3	1,8	2,0	0,9	0,0
Reservas Int. (meses de import.)	6,8	6,5	6,7	8,0	7,8

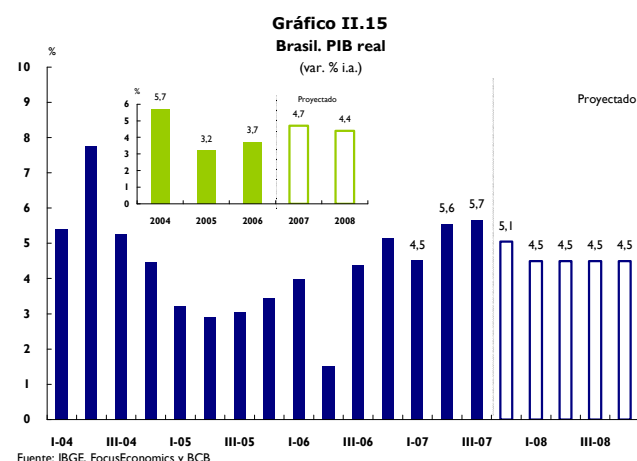
\* Incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay, Venezuela

\*\* Proyectado

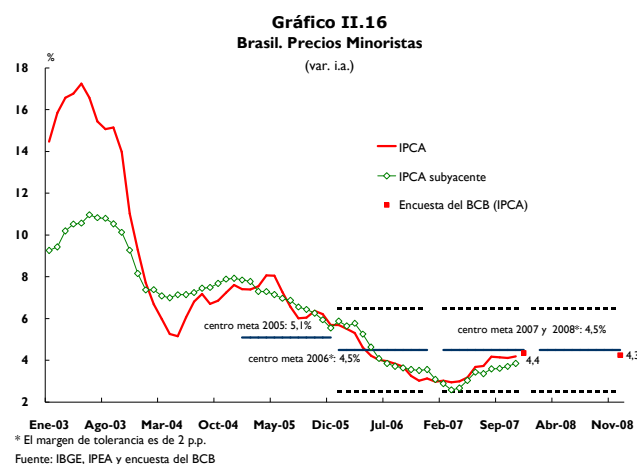
Fuente: FocusEconomics

nómico. Las cuentas fiscales continuarían equilibradas, aunque se está observando una aceleración generalizada en el gasto público, lo que constituye un desafío de política económica. La deuda externa se habría reducido a 20,6% en términos del PIB y se espera que se ubique en 18,5% en 2008. Al igual que en el resto del mundo, se está evidenciando un repunte de la inflación que se habría ubicado en 5,5% en 2007 y sería de 5,7% en 2008, relacionado en gran parte al incremento en el precio de los alimentos (ver Cuadro II.2).

La economía brasileña habría crecido 4,7% en 2007 y lo haría a una tasa de 4,4% en 2008. Durante el tercer trimestre el PIB de Brasil avanzó 1,7% s.e. (5,7% i.a.), acelerando así su ritmo de expansión en relación a los dos trimestres anteriores (ver Gráfico II.15).



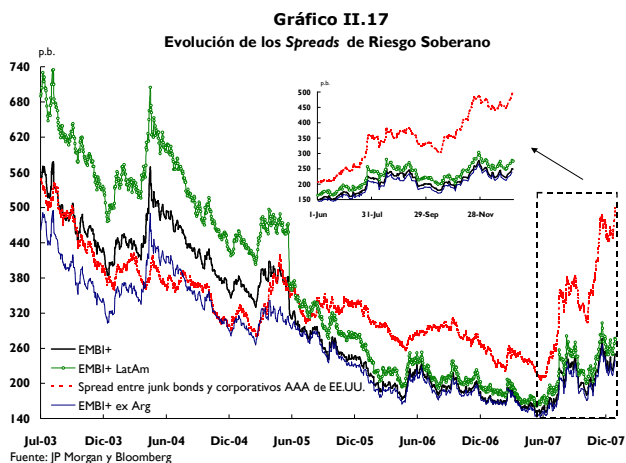
De acuerdo a recientes indicadores, durante el cuarto trimestre de 2007 el crecimiento habría continuado sostenido y las perspectivas para los meses siguientes resultan alentadoras. El Índice de Confianza del Consumidor creció en los últimos meses de 2007, alcanzando en diciembre el mayor nivel de la serie iniciada en septiembre de 2005, ante una expansión del crédito y el desempeño positivo del mercado de trabajo. En este sentido, la tasa de desempleo continuó descendiendo, ubicándose en promedio para 2007 en torno a 9,5%, 0,5 p.p. inferior a la media de 2006. Por su parte, durante los últimos meses de 2007 la producción industrial siguió creciendo a tasas superiores a 5,0% i.a., destacándose su desempeño de octubre (10,5% i.a.), cuando verificó la mayor tasa de crecimiento de los últimos tres años. El Índice de Confianza de la Industria, a pesar de la reducción en los últimos meses por factores estacionales, mostró durante el año una tendencia creciente, esperándose así que continúe la expansión del sector favorecida, entre otros factores, por el crecimiento del crédito y la actividad económica en general. En este marco y a pesar del aumento de la inversión, el uso de la capacidad instalada alcanzó en octubre su máximo nivel de los últimos cinco años, al ubicarse en 84,3%, promediando en torno a 82,2% en 2007.



La inflación minorista continuó mostrando una tendencia creciente, resultando en noviembre de 4,2% i.a., impulsada principalmente por el crecimiento de los precios de los alimentos y de la energía. No obstante, se espera que en 2008, al igual que en 2007, el ritmo de aumento de los precios resulte inferior al centro de la meta establecida por el Banco Central de Brasil<sup>8</sup> (BCB; ver Gráfico II.16). Ante este escenario, el Comité de Política Monetaria (Copom) del BCB mantuvo sin cambios en sus últimas dos reuniones de octubre y diciembre de 2007 su tasa de referencia Selic en 11,25% anual (7,02% real anual), luego de recortarla 2 p.p. durante el año. Se estima que la tasa de referencia se reduzca durante 2008 de manera más gradual que en 2007 a 10,75% anual, aunque dependerá, en parte, de la evolución de los precios de los *commodities* y de su impacto sobre las expectativas de inflación.

<sup>8</sup> Para 2007, al igual que para 2008, la meta de inflación es de 4,5% con márgenes de 2 p.p. por arriba y por debajo de ese nivel.

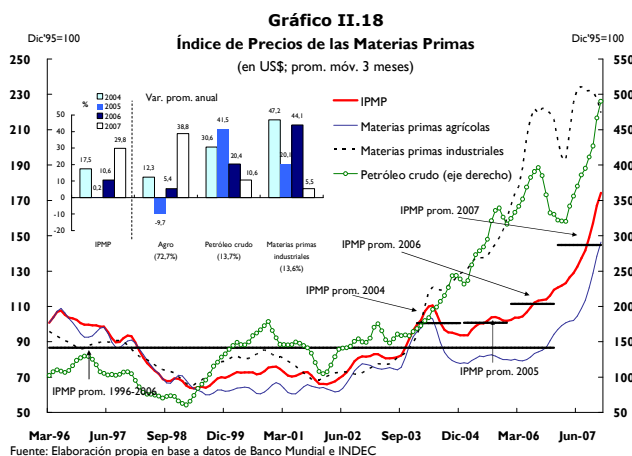




Aunque los activos de las economías de la región están mostrando una fortaleza mayor a la observada en otros episodios de crisis, su mejor desempeño no implica que puedan permanecer inmunes frente a un escenario de desaceleración profunda y duradera en la economía norteamericana. En tal sentido, hacia fines de 2007 los precios de activos de América latina se debilitaron nuevamente, acompañando el resurgimiento de las turbulencias en los mercados financieros internacionales. El MSCI (*Morgan Stanley Capital International*) Latam abandonó la tendencia creciente que venía evidenciando y presentó un comportamiento más volátil durante los últimos dos meses del año pasado. El EMBI+Latam se elevó nuevamente superando el nivel máximo del episodio de volatilidad de mediados de 2007, al alcanzar 303 puntos básicos (p.b.) el 26 de noviembre último. La suba resultó mayor de observarse la evolución del *spread* entre los “bonos basura” y los corporativos AAA de EE.UU.. Por su parte, si bien las principales monedas de la región se depreciaron luego tendieron a revertir esa tendencia (ver Gráfico II.17).

## II.5 Precios de las Materias Primas

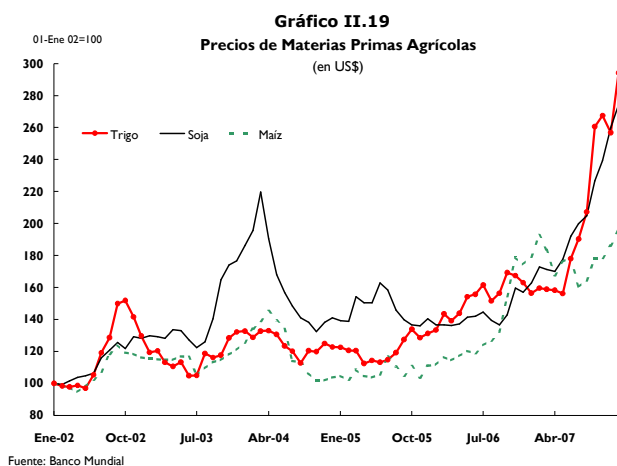
Los precios de las materias primas continuaron mostrando fuertes incrementos durante 2007, evidenciando una gran aceleración en los últimos meses del año. A pesar de la reciente volatilidad de los mercados financieros, las cotizaciones de los *commodities* se ubicaron en valores históricamente elevados. El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), que refleja la evolución promedio de los precios de los productos básicos más relevantes en las exportaciones argentinas, presentó en diciembre de 2007 una suba de 47,7% i.a., alcanzando un nuevo récord. Así, durante el pasado año el IPMP se situó 29,8% por encima del promedio de 2006 y 66,9% sobre el promedio histórico de la serie que se inicia en 1996, siendo 2007 el de mayor aumento desde que comenzó el ciclo alcista de los *commodities* en 2002. Esta situación obedeció mayormente al encarecimiento de las materias primas agrícolas y del petróleo crudo. Para adelante, los fundamentos siguen dando sostén a los precios, principalmente en los productos del agro (ver Gráfico II.18 y Apartado 1).



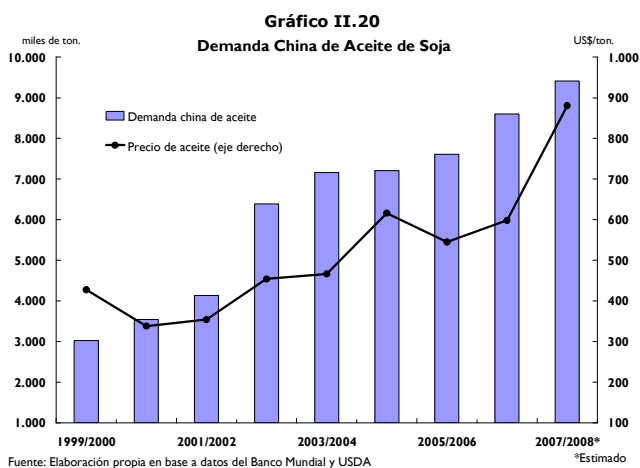
Dentro del sector agrícola, las cotizaciones del complejo sojero presentaron fuertes encarecimientos en todos los subproductos, llegando a los máximos históricos de las últimas tres décadas. Por el lado de la oferta, la reducción del área sembrada en EE.UU. (principal productor mundial) para ampliar la superficie destinada al maíz, generó que toda la atención se centre en el clima del hemisferio sur<sup>9</sup>. Se espera que una mayor producción de Brasil y Argentina ayude a compensar la menor oferta estadounidense, aliviando la escasez mundial. La demanda siguió en ascenso debido a las mayores compras de los países asiáticos, en particular China. En efecto, el gobierno chino sigue implementando diversas políticas alternativas de abastecimiento que logren frenar el nivel creciente de inflación en los

<sup>9</sup> El efecto de la corriente de La Niña con un verano seco y caluroso podría afectar los rindes de Brasil y Argentina.

alimentos<sup>10</sup>. Así, de presentarse un clima desfavorable en Brasil o Argentina, no se lograría neutralizar el faltante estadounidense, pudiendo generarse nuevas subas durante 2008 (ver Gráfico II.19).



En el desagregado por producto, los precios de los porotos de soja evidenciaron un incremento entre puntas de 74,5%, principalmente determinado en 2007 por cuestiones de oferta y por las fuertes importaciones de China. Por su parte, los *pellets* presentaron un aumento de 81,5% i.a. mayormente explicado por la creciente demanda de harinas por parte de los países europeos y asiáticos para sostener el creciente consumo de carne aviar y porcina. En tanto, el fuerte encarecimiento del aceite (65,8% i.a.) estuvo, en mayor medida, impulsado por las compras de oleaginosas para la elaboración de biodiesel<sup>11</sup>, en un contexto dónde los precios del petróleo crudo alcanzaron valores récord, y por la posibilidad de que las existencias finales mermen en la actual campaña. Frente a este escenario de reducidos *stocks* mundiales, una fuerte demanda china y una necesidad de crecimiento del área sembrada para el ciclo 2008/09, todo indicaría que los inventarios seguirán ajustados, al tiempo que los precios se mantendrán en los altos niveles actuales (ver Gráfico II.20).

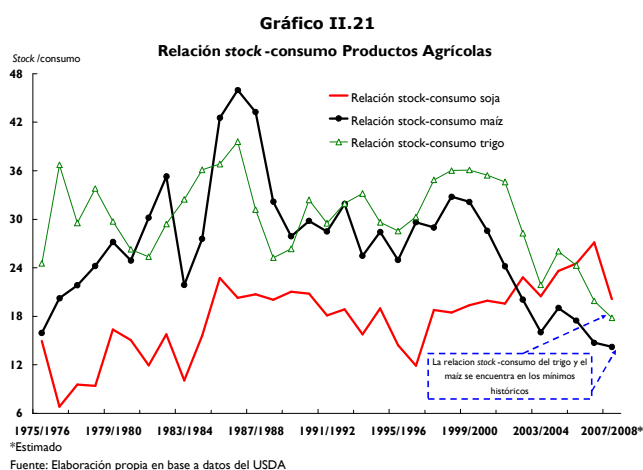


El precio del trigo acumuló a lo largo del año pasado una importante suba de 80,4% principalmente explicada por la reducción de la oferta mundial y la creciente demanda internacional. Por el lado de la oferta, la producción global mostró un fuerte descenso debido a las magras cosechas de Australia y Canadá así como las restricciones gubernamentales al comercio exterior en Argentina, Ucrania, Kazajistán y Rusia. En general, los países productores de trigo han implementado durante 2007 medidas para controlar las exportaciones y así poder manejar la oferta doméstica. En particular, Argentina amplió el cierre de las exportaciones de trigo (ver Sección V), mientras que Ucrania redujo sus exportaciones debido a la prohibición de las ventas externas. Por su parte, Rusia, el cuarto exportador mundial, podría prohibir las exportaciones del cereal o elevaría nuevamente las tarifas a inicio de este año para intentar frenar la inflación. En efecto, el gobierno ruso está considerando limitar las exportaciones de trigo, ya que los aranceles a la exportación introducidos el 12 de noviembre último parecerían no ser suficientes para restringir los embarques.

Para la próxima campaña 2008/09, con el actual nivel de precios, es de esperar que los países intenten recomponer su oferta, principalmente la Unión Europea y Australia que registraron fuertes caídas en la producción del actual ciclo. Esto generaría una desaceleración de las cotizaciones del cereal. No obstante, con los altos niveles de consumo, la mayor producción esperada no alcanzaría a recomponer totalmente los in-

<sup>10</sup> El gobierno de China anunció la eliminación de los reembolsos sobre el impuesto al valor agregado y otros incentivos fiscales para las exportaciones de los principales granos, incluidos trigo, maíz, arroz y soja. Asimismo, el país asiático aplicará retenciones durante 2008 a las exportaciones de diferentes granos, al tiempo que se estudia el establecimiento de un sistema de cuotas para la exportación de alimentos.

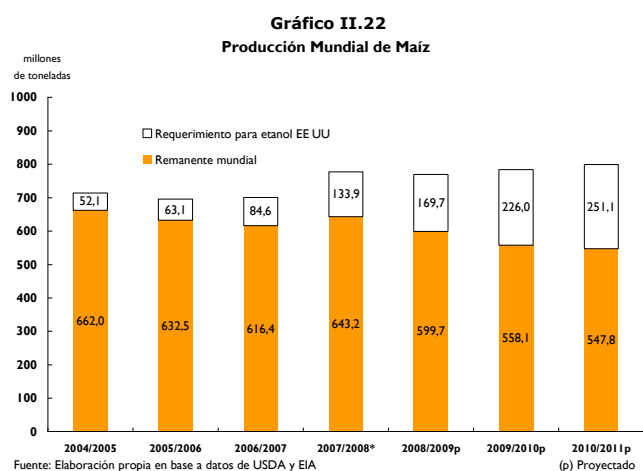
<sup>11</sup> El Senado de EE.UU. aprobó una nueva ley de energía renovable que establece un aumento significativo en la elaboración de biocombustibles. Asimismo, Argentina (el mayor proveedor mundial de aceite de soja) tendrá en 2008 un fuerte crecimiento de la industria de biodiesel cuando varias plantas importantes comiencen a operar, mientras que una reciente alza en los impuestos a las exportaciones de aceite de soja seguirá haciendo aún más atractiva la elaboración del biocombustible.



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

		Campaña 2006/07	Campaña 2007/08	Variación (en %)
<b>Trigo</b>	Oferta total*	741,5	726,6	-2,0
	Stocks iniciales	147,8	124,3	-15,9
	Demanda total	617,2	616,6	-0,1
	Stocks finales	124,3	110,1	-11,5
<b>Maíz</b>	Oferta total	826,9	875,5	5,9
	Stocks iniciales	123,0	106,2	-13,7
	Demanda total	720,7	766,4	6,3
	Stocks finales	106,2	109,1	2,7
<b>Soja</b>	Oferta total	288,4	282,7	-2,0
	Stocks iniciales	52,8	61,1	15,7
	Demanda total	225,0	235,2	4,5
	Stocks finales	61,1	47,3	-22,6
<b>Aceite de soja</b>	Oferta total	39,5	41,0	3,9
	Stocks iniciales	3,2	3,0	-4,4
	Demanda total	35,7	38,1	6,6
	Stocks finales	3,0	2,6	-15,5
<b>Pellets de soja</b>	Oferta total	159,2	166,7	4,7
	Stocks iniciales	5,5	5,4	-1,6
	Demanda total	151,5	159,5	5,3
	Stocks finales	5,4	5,4	-0,6

\*La Oferta total incluye la producción total + stocks iniciales  
Fuente: Elaboración propia en base a datos del USDA



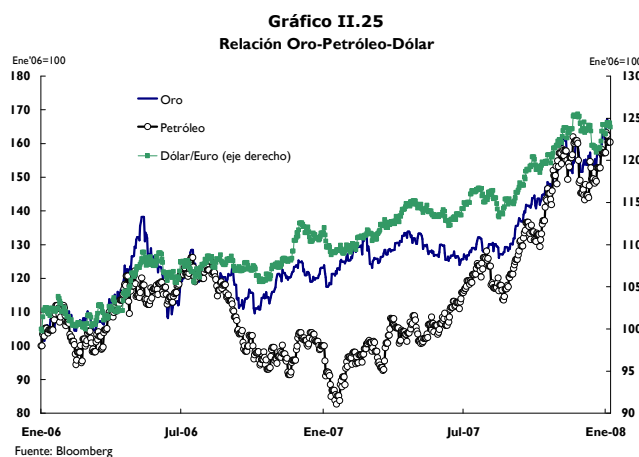
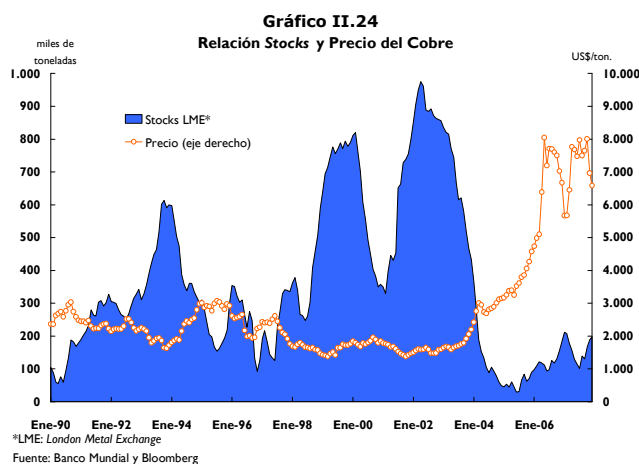
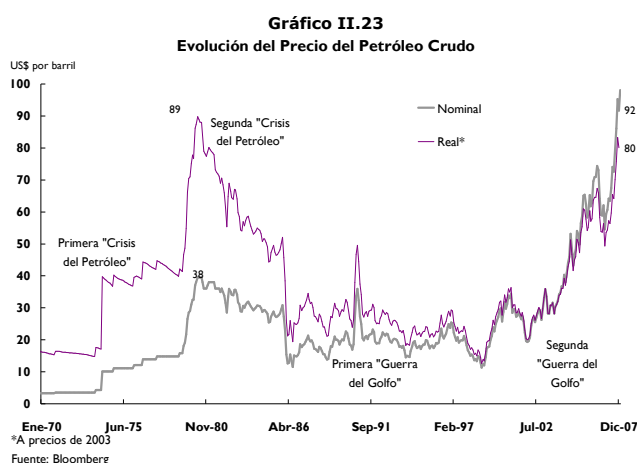
ventarios mundiales, lo que generaría que la relación *stock-consumo* continúe en niveles históricamente bajos y los precios se mantengan sostenidos (ver Gráfico II.21 y Cuadro II.3).

Por su parte, los precios del maíz se incrementaron 12,4% en el último año debido a la sostenida demanda del cereal para alimento, uso forrajero y producción de etanol. Si bien, la cosecha 2007/08 estadounidense presentó niveles récord, durante estos últimos meses toda la demanda recayó sobre EE.UU., ya que Argentina (segundo exportador mundial) cerró los registros de exportación de maíz y China acotó fuertemente sus ventas externas, continuando con el proceso de reducción de la oferta exportadora. Hacia adelante, los productores de EE.UU. podrían disminuir la superficie de siembra de maíz para el próximo ciclo en alrededor de 6%, ya que los elevados precios de los fertilizantes y los ajustados suministros podrían inclinar a algunos productores a decidirse por la soja. Sin embargo, las perspectivas de una demanda fortalecida por los altos precios del petróleo y la nueva Ley energética estadounidense<sup>12</sup>, que obliga a destinar más grano a la industria de los biocombustibles, evitarían una reducción significativa en las áreas de cultivo para la próxima temporada. Así, la fuerte demanda y las dudas existentes acerca de una posible reducción del área en EE.UU. para la próxima campaña actuarán como sostén de las cotizaciones a lo largo de 2008 (ver Gráfico II.22).

El petróleo crudo presentó un incremento de 46,8% i.a. durante 2007. La cotización del barril *West Texas Intermediate* (WTI) llegó a superar la barrera de los U\$100 por barril en los últimos días del pasado año. Así, se alcanzaron los mayores valores nominales de la historia y se estuvo cerca de superar el máximo precio real, registrado en 1979 (ver Gráfico II.23). La oferta se mantuvo relativamente estable ya que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), que provee más de una tercera parte del abastecimiento mundial de crudo, no incrementó en forma significativa su producción, mientras los países exportadores no miembros de la OPEP registraron una producción decreciente a lo largo del año pasado. Adicionalmente, los descubrimientos de crudo en Brasil (que pasaría a ocupar el noveno lugar en el mundo como productor) no afectaron significativamente las cotizaciones.

La demanda de petróleo continuó fuerte durante 2007 debido a cada vez mayor consumo de energía por parte de los países emergentes, principalmente China e India. A su vez, surgieron preocupaciones con respecto a los suministros de crudo para el invierno en el hemisferio norte debido a que los inventarios de crudo en EE.UU. se ubicaron en los niveles más bajos desde principios de 2005. Otros factores que contribuyeron al encarecimiento del petróleo fueron los cuellos de botella registrados en el último trimestre de 2007 en las principales refinerías de EE.UU. en el golfo de México debido a cuestiones climáticas. La debilidad del dólar estadounidense sumado las crecientes

<sup>12</sup> La nueva Ley energética de EE.UU. contempla aumentar la producción de etanol en un 40% respecto de los niveles actuales para el año 2015.



tensiones geopolíticas en las principales zonas productoras<sup>13</sup> le dieron mayor impulso a la escalada del precio del crudo. En consecuencia, se espera que el precio del petróleo crudo se mantenga en valores elevados en términos históricos a lo largo de 2008.

La cotización del cobre evidenció una leve caída de 1,3% i.a. obedeciendo a un aumento de oferta sumado a una desaceleración de la demanda. En efecto, el precio del cobre cayó a un mínimo de nueve meses en el mercado de Londres (*London Metal Exchange*) debido a un incremento de los inventarios y la debilidad de las compras de China (el mayor consumidor mundial). Adicionalmente, el menor consumo de metal en EE.UU. ante la desaceleración de la actividad económica, afectó significativamente los precios hacia abajo en la segunda mitad de 2007. Para adelante, se espera que las cotizaciones se ubiquen cercanas a los valores de principios del año pasado (ver Gráfico II.24).

El precio del oro presentó un fuerte incremento durante 2007 de 27,5%, alcanzando el récord histórico de US\$860 la onza, principalmente determinado por el impulso de la demanda ya que la oferta se mantuvo prácticamente estable. Las mayores compras del metal precioso estuvieron relacionadas con el significativo encarecimiento del petróleo, a lo que se sumó la depreciación del dólar estadounidense que generó una mayor demanda del metal como reserva de valor. Para 2008, se estima que los precios del oro muestren niveles similares al observado en el último trimestre del pasado año (ver Gráfico II.25).

Con todo, se estima que los precios de las materias primas en general continúen en niveles elevados, aunque mostrando variaciones más moderadas que las registradas durante 2007. Esta situación obedecería al encarecimiento de las materias primas agrícolas (para consumo de alimentos, uso forrajero y biocombustibles) y del petróleo crudo, en un contexto de oferta acotada y demanda creciente. No obstante, existe algún leve riesgo a la baja asociado a que una desaceleración de EE.UU. superior a la esperada termine impactando en la actividad económica y el comercio mundial, afectando negativamente la demanda y las cotizaciones de los productos básicos.

<sup>13</sup> En particular, continuó la tensión entre Irán y EE.UU. debido a su programa nuclear, hubo incursiones de las fuerzas armadas de Turquía en Irak, en Nigeria se continuaron registrando sabotajes y violencia en los principales yacimientos y por último, el asesinato de la principal dirigente de la oposición paquistaní, Benazir Bhutto, generó mayor volatilidad en los precios.

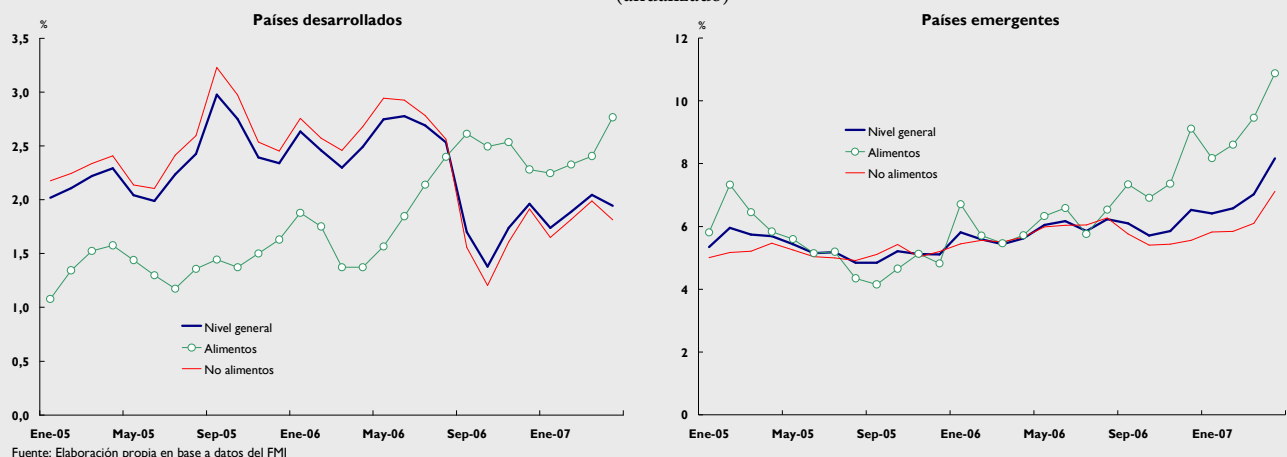
## Apartado 1 / Inflación agrícola y política monetaria

En 2007 las materias primas registraron las subas de precios más pronunciadas del actual ciclo alcista iniciado a comienzos de la presente década. La persistencia de las alzas en las cotizaciones ha generado un creciente debate con respecto a los efectos económicos y, consecuentemente, las medidas de política económica que se deberían adoptar. En particular, a los fines de la política monetaria resulta fundamental reconocer los cambios de precios relativos de lo que es un proceso de aumento generalizado y permanente en el nivel de precios. La diferenciación es importante, porque el último caso ameritará tomar medidas correctivas de la tendencia inflacionaria, mientras que si se tratara meramente de cambios de precios relativos, las acciones de política se concentrarán sólo en evitar que se generen efectos de segunda ronda.

manufacturas tecnológicas y productos suntuarios, todos con alto componente de metales preciosos, a la vez que la necesidad de más y mejor infraestructura en las ciudades influye sobre el resto de los metales. Por otro lado, el ciclo de expansión en la actividad económica mundial, genera un constante crecimiento en la demanda energética que presiona sobre el petróleo, situación que desencadenó un abrupto auge en el desarrollo de fuentes de energía sustitutas, particularmente volcado hacia los derivados de productos del agro como son el etanol y el biodiesel.

En diferentes regiones del mundo, las autoridades monetarias utilizan una diversidad de medidas alternativas de inflación en el diagnóstico de sus respectivas economías, entre los cuales se suele poner particular atención en aquellos indicadores que permiten distinguir entre la tendencia y la

Gráfico N° 1 | Índices de Precios al Consumidor  
(anualizado)



La sostenida tendencia creciente en los precios de los productos agropecuarios, proceso que de forma reciente adquirió el nombre propio de agrinflación, o *agflation* según la versión en inglés, donde su efecto más notorio y preocupante es el alza en los precios de los alimentos, se ha prolongado más de lo inicialmente previsto. De todas formas, la situación actual de las cotizaciones de materias primas podría estar reflejando un posible cambio de carácter estructural, aunque también algunos factores de carácter transitorio.

La tendencia de los últimos años se explica fundamentalmente por una combinación de factores novedosos en la dinámica económica global. Por un lado, el excepcional crecimiento en la riqueza de países emergentes, liderados por China e India, que genera demandas a tasas crecientes por productos alimenticios ricos en proteínas como son las carnes y los aceites. Asimismo, subyace a la mejora en la calidad de vida de estos países un proceso de migraciones desde áreas rurales hacia las ciudades, generando mayores demandas de mercado por alimento y energía, que de otro modo eran satisfechas por la auto sustentación. Otro efecto de la bonanza en regiones emergentes es la demanda de

volatilidad de los precios. En el caso de los precios al consumidor, la práctica se concentra en la utilización de aquellos índices que no incluyen los componentes de alimentos y energía por ser productos con comportamiento históricamente muy volátil (denominados índices *ex food & energy*). De todos modos, dada la dinámica reciente de los precios de los productos básicos, resulta prudente recurrir a una amplia colección de medidas alternativas de inflación, donde se puedan incorporar tanto la dinámica de precios al consumidor, como de los mayoristas y los costos de las materias primas (ver Gráfico N° 1). Este conjunto de información contribuiría a encontrar los índices más relevantes para la política monetaria.

La práctica habitual de apelar a índices que excluyen los precios de los alimentos y la energía en un contexto como el actual, genera desafíos para la política monetaria. Por un lado, se torna más difícil distinguir claramente entre *shocks* transitorios y permanentes, dado que lo que fueron subas de precios temporales en otros momentos (por diferentes crisis del petróleo, o sequías en el caso de los alimentos), hoy se presentan más persistentes, e implica una dificultad adicional para determinar si la trayectoria actual de los



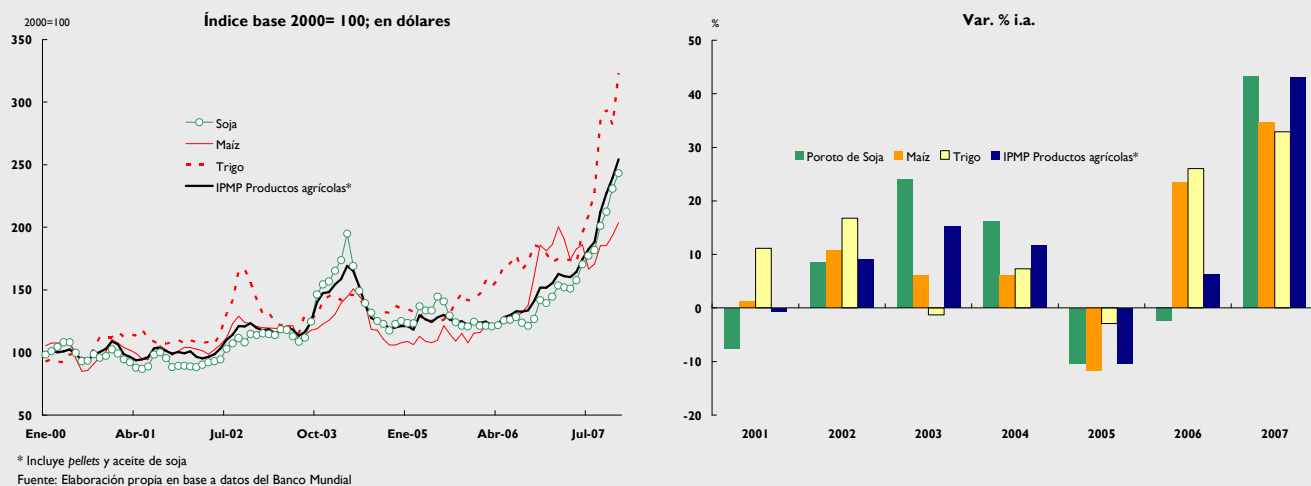
precios de los *commodities* es una tendencia sostenible en el futuro. En consecuencia, surge la necesidad de desarrollar capacidades comunicacionales para explicar adecuadamente la estrategia de actuar sólo cuando se revelan los efectos secundarios de lo que parece sólo un *shock* de oferta temporal.

Por su parte, conocer y administrar los tiempos que lleva un apropiado diagnóstico, así como el diseño de las respuestas de política a la evolución de los precios internos, se torna crítico dados los rezagos naturales de la política monetaria. Así, la capacidad para explicar que por un cierto tiempo la inflación que “monitorean” los responsables de la política monetaria no incluye aquellos productos que más impactan sobre el poder adquisitivo de la población, se vuelve un desafío importante.

imposición a las ventas externas, o directamente limitar el comercio hacia el exterior.

Dado que el efecto inflacionario de un aumento en el precio de los *commodities* dependerá de si se trata de un país importador o exportador en términos netos, la “receta” de política debería ajustarse en consecuencia. En el caso de ser comprador neto, el aumento de los precios externos contraría la demanda agregada y deterioraría la balanza comercial del país, lo que podría llevar a una depreciación del tipo de cambio (si se trata de un país exportador neto, el efecto es exactamente el contrario). La reacción que tenga el hacedor de política dependerá en cada caso de la magnitud de los efectos sobre el tipo de cambio y la demanda agregada y puede, en ciertos casos, tener implicaciones de política contrarias entre sí. Asimismo, debe tenerse en consideración que en las economías donde el grueso de las exporta-

Gráfico N° 2 | Inflación Agrícola



El aumento de los precios de los alimentos registrado en los últimos años afecta la percepción de inflación de las familias, dado el elevado peso que tienen estos productos en la canasta de consumo, especialmente en los países con un menor grado de desarrollo. Por otro lado, si el incremento se traduce en efectos de segunda ronda, la intervención de la política monetaria puede llegar demasiado tarde para contener el componente de expectativas. En diferentes regiones del mundo, las medidas adoptadas para moderar los precios de los alimentos surgieron inicialmente desde el flanco fiscal o comercial, lo que posiblemente sea una respuesta al problema de identificación planteado para la política monetaria.

En particular, se observó una escalada en las medidas adoptadas por distintos países productores y consumidores a lo largo de 2007, en coincidencia con el año en que se registraron los mayores incrementos en las cotizaciones de los productos básicos desde el inicio del actual ciclo ascendente de precios (ver Gráfico N° 2). De todos modos, aparece una asimetría en la capacidad de acción de los Gobiernos, ya que los productores de materias primas se encuentran con una mayor capacidad de acción por contar con más herramientas para enfrentar la situación de precios, como ser la

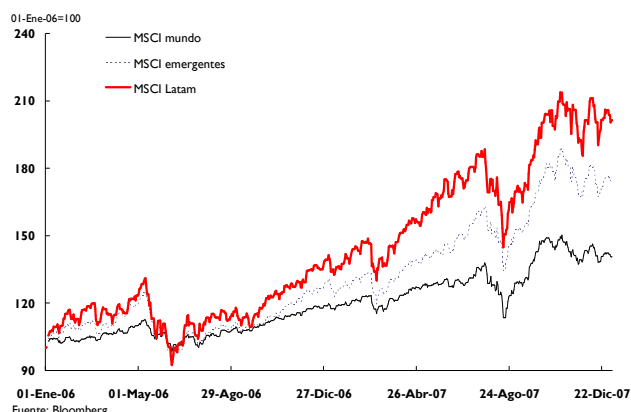
ciones son bienes salario (como los productos agrícolas), el encarecimiento relativo del precio internacional de los alimentos reduce el ingreso real de los sectores de más bajos recursos.

La aplicación de un mix apropiado de políticas económicas para contener los efectos internos del actual ciclo alcista en los precios internacionales de materias primas resulta fundamental. No obstante, existe el riesgo de que se genere una restricción creciente sobre el comercio internacional derivado de las medidas de política, lo que podría poner mayor presión sobre la tendencia inflacionaria y causar un deterioro sobre las condiciones macroeconómicas corrientes a nivel global. Por esto, una dosis apropiada de incentivos a una mayor expansión de la oferta de productos primarios, junto con la atenta vigilancia sobre la evolución de la inflación interna, y la adopción de medidas de política comercial, se presentan como el camino seguido por la mayoría de los países en la actual coyuntura internacional.

## II.6 Flujo de Capitales

Aunque la liquidez a nivel internacional se deterioró durante la segunda mitad de 2007, observándose cierta revaluación del riesgo, los activos de las economías emergentes mostraron hasta el momento cierta fortaleza relativa. Las políticas prudenciales implementadas por los países de América latina, que permitieron una mejora de sus principales variables macroeconómicas, les han otorgado mayores grados de libertad para hacer frente a eventuales *shocks* externos negativos. Sin embargo, la persistencia de las turbulencias financieras durante los últimos meses afectó en mayor medida a los precios de los activos de las economías emergentes, observándose cierta corrección de la sobreapreciación que los mismos habrían evidenciado en los meses previos (ver Gráfico II.26).

**Gráfico II.26**  
Índices Bursátiles



Durante 2008, si bien las economías de la región continuarían mostrando un buen desempeño, se seguirían percibiendo los efectos a nivel global de los problemas en los mercados financieros internacionales. Los inversores continuarían mostrándose cautos, condicionando la evolución de flujos de capitales hacia América latina. Se prevé que los ingresos de capital con destino a la región continúen durante el presente año, aunque mostrarían cierto debilitamiento y mayor volatilidad, reduciendo la duración de los períodos en que las condiciones del mercado permitan un adecuado financiamiento del sector público y privado. No obstante, una mayor desaceleración de EE.UU. y una profundización de las turbulencias financieras, con su consecuente impacto sobre las expectativas de los agentes, podrían impactar fuertemente en estos flujos.

La economía argentina enfrentaría un escenario internacional más hostil, aunque se prevé que los precios de los productos de exportación continúen en niveles elevados. Sin embargo, podría presentarse una desaceleración mayor a la prevista en el crecimiento de EE.UU., con impacto más pronunciado en la economía mundial, que podría afectar incluso los precios de los *commodities*. Asimismo, se mantiene el riesgo de una profundización de los episodios de volatilidad en los mercados financieros.

### III. Actividad Económica

#### III.1 Síntesis

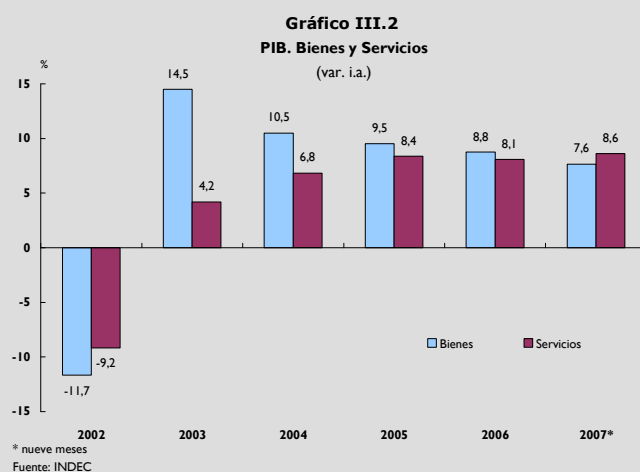
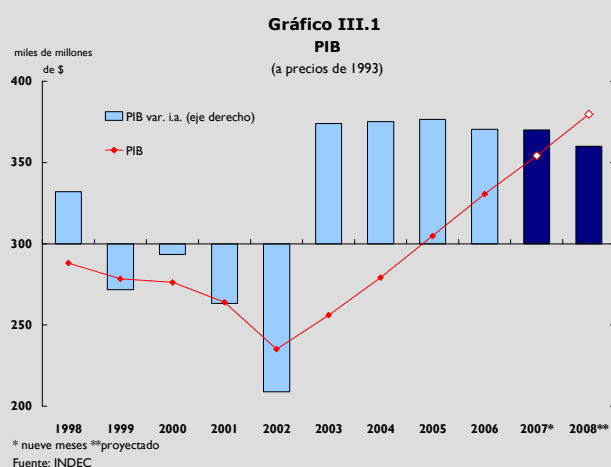
La actividad económica sigue evidenciando un elevado ritmo de crecimiento, a pesar de la presencia de un contexto internacional menos favorable. En 2007 la tasa de variación del Producto habría finalizado levemente por encima de 8,5% interanual (i.a.), guarismo similar al del año previo y superior al previsto en el anterior **Informe de Inflación**. La fase de expansión continuaría durante el corriente año y, teniendo en cuenta el arrastre estadístico del orden de 3,7 puntos porcentuales (p.p.) que dejaría 2007, se estima que el incremento del PIB rondaría 7,2% i.a.. De este modo, se consolidaría un período de más de 6 años de crecimiento ininterrumpido, en el que la producción de bienes y servicios acumularía un alza superior a 60%.

Luego de finalizar 2007 con una suba superior al promedio de la economía, el Consumo mantendría su papel preponderante en el incremento del Producto. En particular, durante 2008 se prevé que el gasto de los hogares se mantenga en ascenso como resultado de un aumento de la masa salarial y de las transferencias al sector pasivo, a lo que se agregaría un mayor endeudamiento de las familias. Con respecto al Consumo Público, en 2008 se registraría una suba, pero a un ritmo menor al del último año, debido al seguimiento de una política fiscal con una recaudación creciendo por encima de la variación del gasto.

Por su parte, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) continuaría siendo el componente más dinámico de la Absorción Interna, impulsada mayormente por el gasto en Equipo durable de producción. Paralelamente, la Construcción mostraría un crecimiento más moderado, en un marco donde se reduce la rentabilidad esperada del sector y el impacto del crédito sobre la demanda de inmuebles aún resulta acotado entre los estratos medios de la población. De este modo, la tasa de variación de la IBIF rondaría 10% en 2008 y la Tasa de Inversión se ubicaría en torno a 23% del Producto, el porcentaje más alto de las últimas dos décadas.

Las ventas externas mantendrían el actual ritmo de crecimiento a precios constantes, mientras que las importaciones mostrarían una desaceleración. Con todo, las Exportaciones Netas (XN) realizarían nuevamente en 2008 un aporte negativo a la expansión del PIB, aunque algo menor al del año anterior.

Por el lado de la oferta, los sectores productores de servicios continuarían contribuyendo significativamente al crecimiento de la economía, mayormente por el impulso del comercio y el transporte. Por su parte, la producción de bienes también mostraría una buena evolución impulsada por la industria, aunque en menor medida que en 2007 debido a la desaceleración prevista de la construcción y un menor aporte del sector agropecuario.





## III.2 Comportamiento del Gasto

Luego de cinco años de crecimiento cercano a 9% interanual (i.a.), la economía continúa mostrando una elevada tasa de expansión. Tras un cuarto trimestre en el que, según indicadores adelantados, el aumento de la actividad habría rondado 2% sin estacionalidad (s.e.), 2007 habría finalizado con un incremento superior a 8,5% i.a. (ver Cuadro III.1).

El Consumo conserva un papel preponderante dentro de la actividad agregada, presentado en 2007 un ascenso mayor al promedio de la economía. El Consumo Privado es impulsado fundamentalmente por los aumentos salariales y del empleo, a lo que se agrega el crecimiento del crédito, las mayores transferencias del Gobierno y la menor presión tributaria sobre los ingresos de las familias, asociada a la suba del mínimo no imponible del impuesto a las ganancias. El Consumo Público se expandió a una tasa elevada, a partir de un mayor gasto en bienes y servicios por parte del Estado. Por su parte, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) mantiene un marcado dinamismo, aunque se observa un cambio en el comportamiento de sus componentes, ya que mientras la Construcción se desacelera, el gasto en Equipo durable de producción exhibe un ascenso en su tasa de crecimiento. Las Exportaciones Netas (XN), en tanto, siguen realizando un aporte negativo, en la medida en que el alza de las importaciones, para hacer frente al aumento en la demanda tanto de bienes de consumo como de inversión, es superior al incremento de las ventas al exterior (ver Cuadro III.1 y Gráfico III.3).

Para 2008 no se esperan mayores modificaciones en las tendencias de las principales variables de la economía. El Consumo Privado mantendría su importancia en el crecimiento, mostrando una variación en línea a la del Producto. El gasto público seguiría en ascenso, aunque a una menor tasa en relación al año anterior, como consecuencia del seguimiento de una política fiscal con una recaudación creciendo por encima de la variación del gasto. La IBIF volvería a expandirse por encima del promedio de la actividad agregada, en una situación en la que, al igual que en 2007, el aporte principal provendría del gasto en Equipo durable de producción, generando una nueva mejora en la calidad de la inversión que facilitaría una expansión de la oferta futura de bienes y servicios (ver Apartado 2). Este contexto expansivo se vería parcialmente compensado por una nueva reducción en el saldo del balance comercial medido a precios constantes, por lo que las XN volverían a aportar negativamente al crecimiento de la actividad agregada, aunque en menor proporción que en 2007.

De esta forma, teniendo en cuenta un arrastre estadístico del orden de 3,7 puntos porcentuales (p.p.) que habría dejado el año pasado, en 2008 el Producto mostraría un incremento de 7,2% i.a., constituyéndose así como el sexto año consecutivo de crecimiento, hecho inédito en la economía nacional en más de treinta años.

**Cuadro III.1**

### Indicadores de Actividad

(var. % respecto al período anterior - s.e.)

	III-06	IV-06	I-07	II-07	III-07	IV-07 <sup>1</sup>
PIB (a precios constantes)	2,8	1,6	1,3	2,4	2,8	
<b>Gasto</b>						
Ventas en Supermercados (cantidades) (**)	3,4	2,5	3,8	3,2	6,9	6,3
Ventas en Centros de Compra (cantidades) (**)	2,6	2,3	6,4	5,9	6,2	3,0
Ventas de Autos	2,9	8,5	6,2	2,3	8,3	4,5
IVA a precios constantes deflactado por IPC GBA	3,3	11,5	-1,3	5,1	9,9	9,5
Confianza del consumidor (s.o.; p.p.)	1,1	0,6	1,6	-7,4	-3,7	1,6
Importaciones (cantidades) (**)	9,4	0,7	4,3	5,4	8,8	6,5
Importaciones de Bienes de Consumo (cantidades) (**)	1,8	7,4	7,9	-0,3	13,5	-2,5
Importaciones de Bienes de Capital (cantidades) (**)	11,8	-2,0	5,8	8,1	9,1	9,2
Exportaciones (cantidades) (**)	2,5	6,6	-4,7	3,5	4,7	8,0
<b>Oferta</b>						
Actividad (EMAE) (*)	2,5	1,9	1,2	2,7	2,6	1,4
Industria (EMI) (**)	1,2	2,1	0,5	2,2	2,1	3,8
Construcción (ISAC) (**)	1,6	3,3	2,1	3,3	4,5	2,5
Servicios Públicos (ISSP) (**)	0,8	2,2	0,5	2,5	2,5	5,6

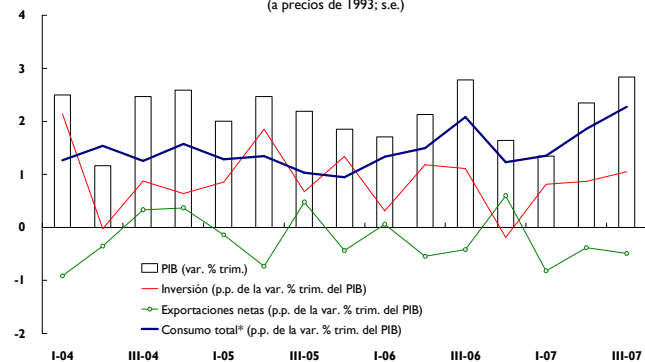
<sup>1</sup> Estimación con último dato mensual.

\* Dato a octubre \*\* Dato a noviembre

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

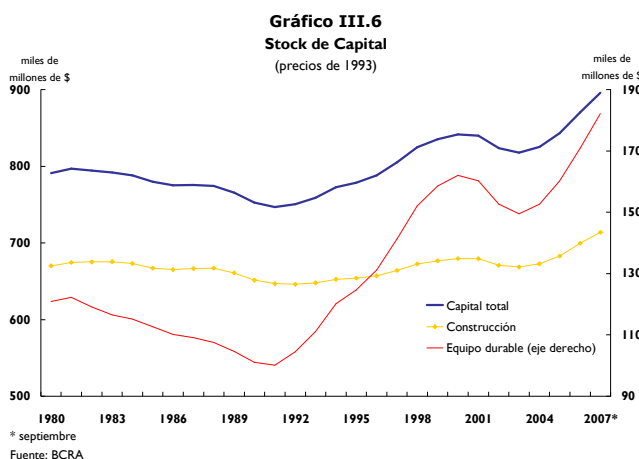
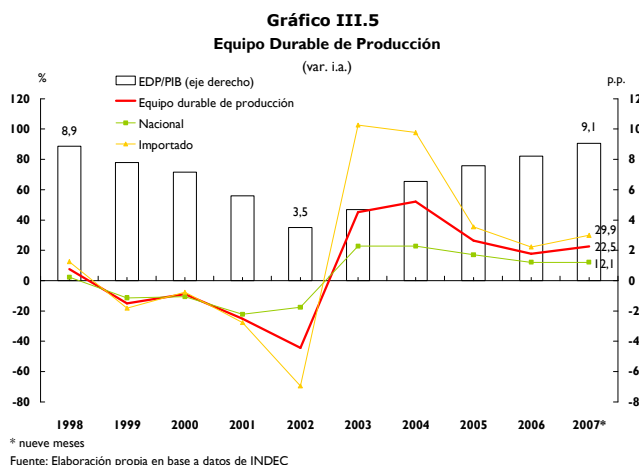
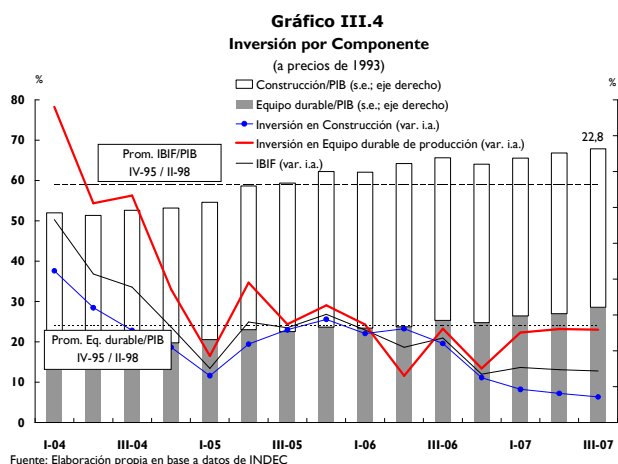
**Gráfico III.3**

### 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



## Inversión

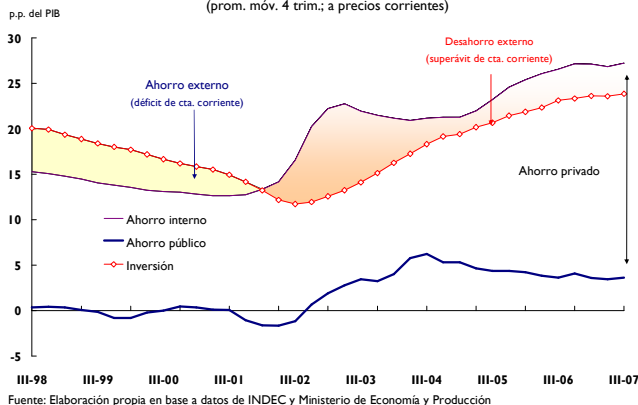
La inversión continúa mostrando un fuerte crecimiento, nuevamente mayor al promedio de la economía, ganando así participación en el Producto. En particular, la IBIF habría finalizado 2007 con un incremento cercano a 13% i.a. y una participación en el PIB en torno a 22,5%, mientras que para el presente año se espera un aumento de la inversión de 10% i.a., quedando cerca de representar 23% del Producto (ver Gráfico III.4).

Durante 2007 se profundizaron las decisiones de inversión, particularmente reproductiva. El gasto en Equipo durable de producción fue el principal impulsor de la dinámica inversora, respondiendo a las necesidades de la actividad productiva de satisfacer la ascendente demanda tanto interna como externa, en una situación en la que la capacidad instalada se encuentra en muchos sectores cerca de la utilización plena y en la que se reduce el precio relativo del capital con relación al del trabajo, en parte como reflejo de una menor cantidad de mano de obra calificada desocupada (ver Sección IV). En efecto, la variación del Equipo durable se aproximaría a 22,5% i.a., siendo las compras de bienes importados las de mayor relevancia, con un alza cercana a 30% i.a..

Este comportamiento posibilitaría que la participación del Equipo durable de producción ascienda a más de 9% del PIB, alcanzando uno de los máximos de las últimas décadas. Las perspectivas para 2008 son también favorables, en tanto continuaría mejorando la “calidad” de la inversión, de la mano de la mayor adquisición de equipo durable (ver Apartado 2). Esta característica del proceso inversor es muy importante para la etapa actual del ciclo económico, ya que el gasto en Equipo durable permitiría aumentar en mayor medida la oferta futura de bienes y servicios, posibilitando un incremento sostenido del PIB a tasas elevadas (ver Gráficos III.5 y III.6).

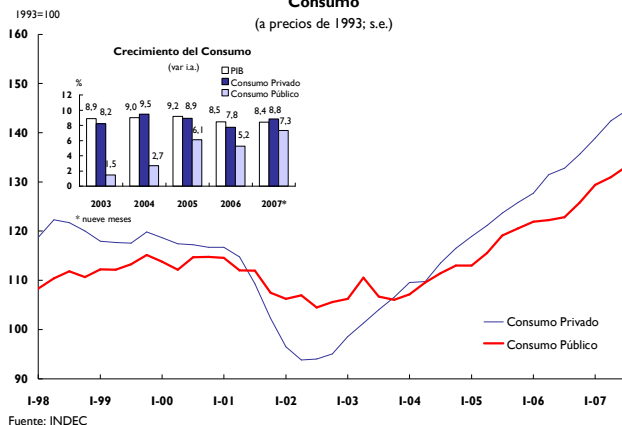
Por su parte, la Construcción continúa realizando un aporte positivo a la inversión, aunque en 2007 su tasa de variación evidenció una merma significativa en relación a los años anteriores (ver Gráfico III.4). El aumento en los costos de la construcción, mayor al de los precios de las viviendas, provocó una caída en la rentabilidad esperada de este tipo de inversiones. Asimismo, la falta de profundidad del crédito hipotecario para los estratos medios de la población, sumada a la mayor madurez que presenta el mercado inmobiliario orientado a los segmentos de mayores ingresos, influyen en la desaceleración del gasto en construcción, tras varios años de marcado crecimiento (ver Apartado 4). De esta forma, el incremento de este componente de la IBIF habría superado ligeramente 7% i.a. en 2007, tasa inferior a la registrada en 2006 (18,5% i.a.). La expansión del sector continuaría en 2008, liderada por las obras de infraestructura, a la vez que persistiría la desaceleración en el crecimiento de la construcción de viviendas, según se desprende de la evolución reciente de los permisos de edificación.

**Gráfico III.7**  
**Composición del Ahorro**  
(prom. móv. 4 trim.; a precios corrientes)



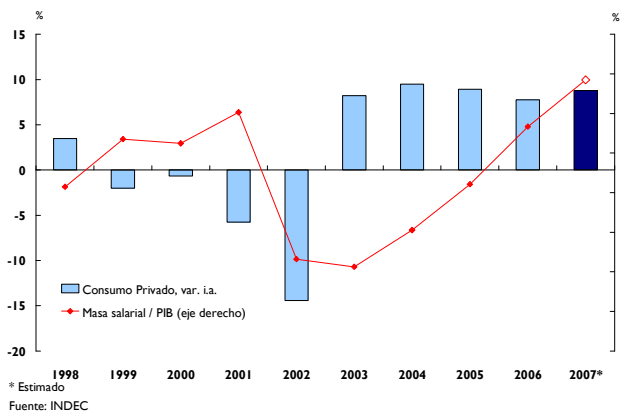
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y Ministerio de Economía y Producción

**Gráfico III.8**  
**Consumo**  
(a precios de 1993; s.e.)



Fuente: INDEC

**Gráfico III.9**  
**Consumo Privado y Participación de los Asalariados en el Producto**



\* Estimado  
Fuente: INDEC

Como sucedió en los anteriores años del actual ciclo expansivo, en 2007 el financiamiento de la inversión estuvo liderado por el ahorro interno. El aumento conjunto del ahorro público y privado posibilitó una reducción de la exposición de la economía del país a la volatilidad de los flujos externos, como quedó demostrado en la presente crisis financiera mundial, en la que la actividad real prácticamente no sufrió efecto alguno. Para 2008, persistiría el ahorro externo negativo y se espera que el ahorro interno continúe siendo el principal soporte de la inversión (ver Gráfico III.7 y Sección VI).

## Consumo

El Consumo continúa siendo el componente del gasto que más influye en el crecimiento económico. Incluso, en 2007 su expansión habría sido mayor a la del PIB por segunda vez durante el actual ciclo expansivo, ganando de este modo participación relativa en el Producto (ver Gráfico III.8).

En 2007 el Consumo Privado habría registrado un alza de 8,8% i.a., contribuyendo con las dos terceras partes del aumento del PIB del período. Este comportamiento se debe fundamentalmente a la expansión de la masa salarial, como resultado del incremento conjunto de empleo y salarios (ver Sección IV). Asimismo, el crecimiento de los préstamos al consumo habría tenido un importante efecto, al explicar hasta el tercer trimestre del año casi una quinta parte de la variación en el gasto de las familias. A su vez, las mayores transferencias del sector público al privado vinculadas a la suba de las jubilaciones y de la cantidad de beneficiarios de la Moratoria Previsional, además del incremento del mínimo no imponible del impuesto a las ganancias con retroactividad a principios de año, habrían fomentado el Consumo Privado a lo largo de 2007 (ver Gráfico III.9).

El Consumo Público habría culminado el año pasado con el mayor aumento de la serie con inicios en 1993, alcanzando un alza superior a 7% i.a.. Este incremento sería resultado del mayor gasto en bienes y servicios públicos, en una situación de crecimiento de los ingresos provenientes de la recaudación tributaria.

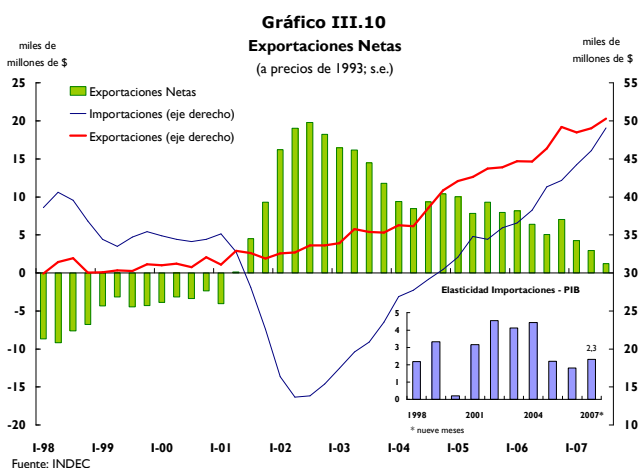
Para 2008 se espera que el Consumo Privado continúe en ascenso, aunque en forma algo más moderada, volviendo a crecer en torno al promedio de la actividad económica. Este comportamiento sería resultado de una mejora en el poder adquisitivo de los asalariados, determinada mayormente por las negociaciones salariales que se realizarían a través de las convenciones colectivas (ver Sección IV). Por su parte, el crecimiento del Consumo Público estaría más contenido en el corriente año (ver Sección VI).

## Exportaciones Netas

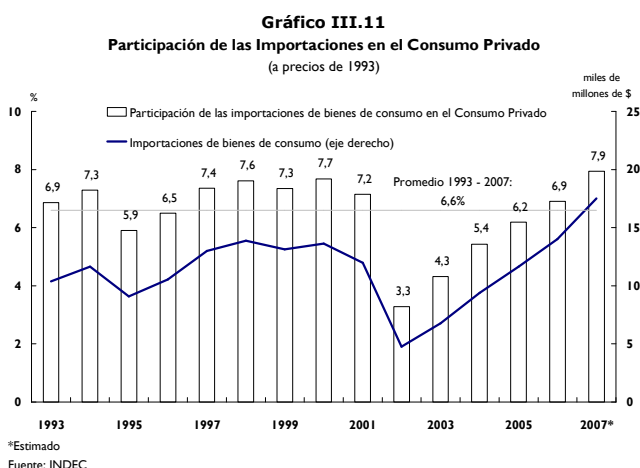
El balance comercial a precios constantes mantiene el signo positivo, aunque muestra una tendencia decreciente y su contribución al crecimiento sigue siendo negativa. En efecto, en

2007 el saldo del comercio exterior medido en cantidades presentaría un superávit aproximadamente 50% menor en relación al año anterior, reduciendo el crecimiento del PIB en torno a 1 p.p. (ver Gráfico III.10).

En relación a las ventas al exterior, 2007 habría culminado con un aumento real aproximado de 9% i.a., impulsado fundamentalmente por los Productos primarios (18% i.a. en el período enero – noviembre). El ciclo ascendente de los precios internacionales de las materias primas, entre otros factores, impulsó una extensión de la frontera agrícola, alcanzándose en la última campaña una cosecha récord. Un aporte adicional a las cantidades exportadas fue realizado por las Manufacturas de origen industrial (MOI), que se incrementaron 11% i.a., en parte compensado por la reducción en las ventas de Combustibles (-18% i.a.) en un marco de mayor demanda local de insumos energéticos. En 2008 las exportaciones mantendrían el actual ritmo de crecimiento, lideradas por las manufacturas tanto de origen industrial como agropecuario, a diferencia de lo sucedido en 2007 cuando sobresalieron las mayores ventas de Productos primarios (ver Sección V).

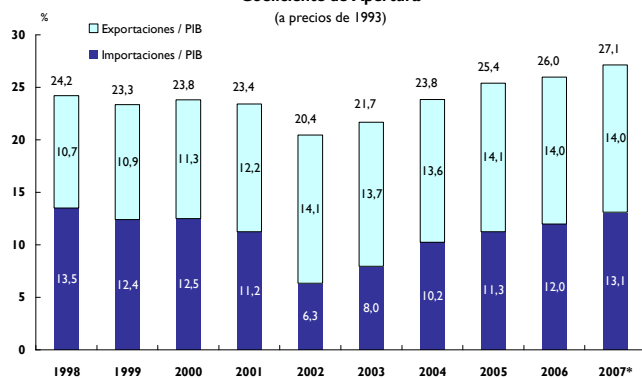


Las compras externas a precios constantes finalizarían el año con un crecimiento de 20% i.a., resultando una elasticidad importaciones-PIB en torno a 2,4, inferior a la de los años 2001 a 2004, aunque mayor a la de 2005 y 2006 (ver Gráfico III.10). Este comportamiento estaría explicado por varios factores. En primer lugar, el aumento de la IBIF, y en particular de la adquisición de Equipo durable de producción, provocó un importante alza en las compras a precios constantes de Bienes de capital (26% i.a. en los primeros once meses de 2007) y Piezas y accesorios para bienes de capital (22% i.a.), habida cuenta de la dificultad de la industria metalmecánica nacional de satisfacer la totalidad de la demanda. Asimismo, las cantidades importadas de Bienes de consumo crecieron 25% i.a. en igual período, de la mano del incremento en el gasto de los hogares, en un contexto en el que estas importaciones vienen ganando cada vez más participación en el Consumo Privado. En efecto, en 2007 las compras al exterior habrían representado 7,9% del gasto total de las familias, superando los valores registrados durante la década pasada. Por último, las compras de Combustibles y lubricantes habría sido el rubro de mayor tasa de variación (37% i.a.), acompañando la demanda de energía verificada sobre todo en los meses de invierno, cuando se presentaron temperaturas marcadamente inferiores al promedio histórico para dicho período. Para 2008 se espera una menor expansión tanto del consumo como de la inversión, lo que redundaría en una ralentización en el ritmo de crecimiento de las importaciones, aunque el resultado final dependería de la demanda interna de combustibles (ver Gráfico III.11).



El comportamiento ascendente tanto de las compras externas como de las ventas al exterior permitiría finalizar 2007 con un coeficiente de apertura superior a 27% del PIB, resultando en el mayor ratio de la serie de las Cuentas Nacionales con inicio en 1993. Sin embargo, el crecimiento de la participación del comercio exterior en el Producto verificado en los últimos años

**Gráfico III.12**  
**Coefficiente de Apertura**  
(a precios de 1993)



\* nueve meses

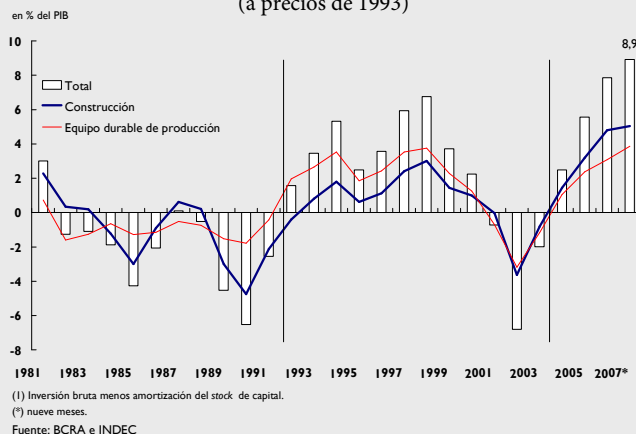
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

fue explicado íntegramente por el aumento de las importaciones, en tanto que las exportaciones mantuvieron la participación, al expandirse a un ritmo similar al promedio de la economía (ver Gráfico III.12).

## Apartado 2 / Características del proceso inversor en Argentina

El actual proceso de crecimiento tuvo como uno de los principales impulsores a la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF). La IBIF creció durante 19 trimestres consecutivos y explicó cerca de la mitad de la expansión que tuvo el Producto en ese tiempo, ubicándose aproximadamente 30% por encima del nivel alcanzado en 1998, anterior récord. La magnitud de este incremento está permitiendo que la inversión neta (luego de contabilizar la depreciación del stock existente) resulte positiva, aumentando el stock del capital del país, en particular el de equipo durable, que junto al alza de otros factores de la producción y la mayor productividad están extendiendo la frontera de posibilidades de producción de la economía. Así, el incremento de la capacidad potencial de producción permite sostener en el tiempo tasas de crecimiento más elevadas. No obstante, para consolidar el ciclo deberían propiciarse inversiones de largo plazo en ciertos sectores estratégicos de la economía (ver Gráfico N° 1).

**Gráfico N° 1 | Inversión Neta Interna Fija<sup>1</sup>**  
(a precios de 1993)

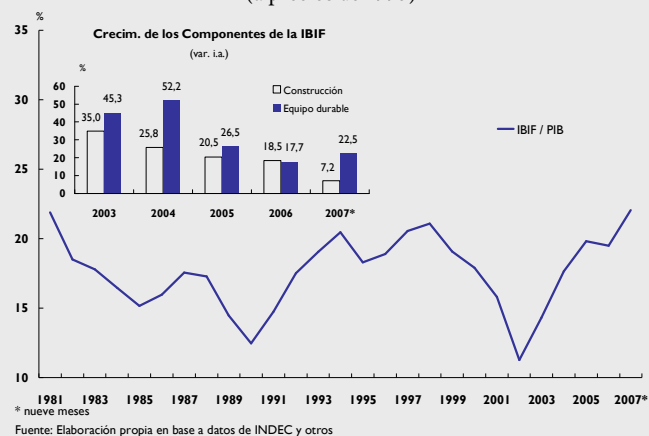


La expansión de la IBIF supera ampliamente al crecimiento del PIB: entre el primer trimestre de 2003 y el tercero de 2007 la inversión muestra un aumento interanual (i.a.) promedio de 26% mientras que el PIB registra una suba promedio de 8,8% i.a.. Si bien la recuperación era esperable, siendo la IBIF el componente del gasto que reacciona en mayor magnitud frente a los cambios de tendencia de los ciclos económicos (también por ello es el de mayor volatilidad), el hecho de que continúe creciendo a tasas elevadas es un indicio de que la economía tiene perspectivas de seguir expandiéndose.

Uno de los indicadores que mejor refleja el dinamismo del proceso inversor en un país es la Tasa de Inversión, medida como la participación de la IBIF en el PIB. En Argentina, la Tasa de Inversión durante el último siglo promedió 20% del PIB, mientras que 2007 finalizaría cerca de 22,5% del Producto (medidas ambas variables a precios de 1993). El valor más elevado del país se había registrado en 1977, con una participación de 24,9% del PIB, mientras que los menores niveles de inversión históricas se encuentran en los años de recesiones más profundas, como a fines de los '80 o durante la crisis de 2002. Esta última fue una de las mayores caídas

que haya registrado la historia económica argentina y la Tasa de Inversión se ubicó en apenas 11% del PIB, un nivel insuficiente para contrarrestar las amortizaciones anuales del stock de capital (ver Gráfico N° 2).

**Gráfico N° 2 | Inversión Bruta Interna Fija**  
(a precios de 1993)



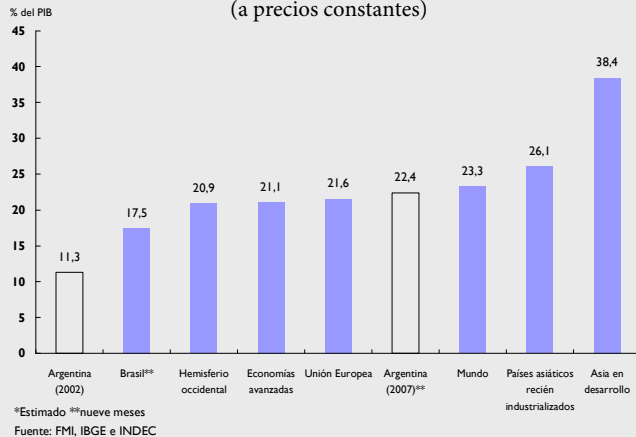
Comparando la Tasa de Inversión actual con la de otras economías del mundo, se constata que el nivel de inversión en Argentina se encuentra levemente por encima de la de los países más desarrollados, pero por debajo de las naciones de ingresos medios y del promedio mundial. En Latinoamérica, Brasil habría presentado en 2007 un nivel de inversión algo inferior al de Argentina, mientras que Chile tendría una tasa ligeramente superior. En cambio, los países asiáticos, y en particular China, presentan una de las mayores tasas de inversión del mundo (en torno a 40%). Cabe destacar que en los años de recesión previos al actual ciclo expansivo, la Tasa de Inversión del país era de las más bajas a nivel internacional (ver Gráfico N° 3).

La recuperación y el posterior aumento de la Tasa de Inversión a niveles elevados, tanto en términos históricos como regionales, resulta de importancia para robustecer el ciclo de crecimiento económico, en especial considerando que ya se superó el nivel de producción anterior a la crisis y que es indispensable que se renueve y amplíe el capital reproductivo para poder acompañar el aumento del gasto interno y la mayor demanda externa. Sin embargo, no debería ser indiferente conocer cuál es el componente dentro de la IBIF que impulsa su crecimiento. La inversión puede destinarse a equipo durable de producción (maquinarias y equipo, y material de transporte, de origen nacional o importado) o a construcción (residencial o no residencial). La inversión en equipo durable y en construcción no residencial constituyen lo que comúnmente se denomina capital reproductivo, por su potencial de reproducirse o reproducir otros bienes (ya sea de consumo o intermedios) o bien por su capacidad de producir servicios<sup>14</sup>.

14 La información estadística no diferencia entre distintos tipos de construcción por lo que no se puede hacer un análisis fehaciente de la inversión en capital reproductivo.



**Gráfico N° 3 | IBIF. Comparación Internacional 2007\***  
(a precios constantes)

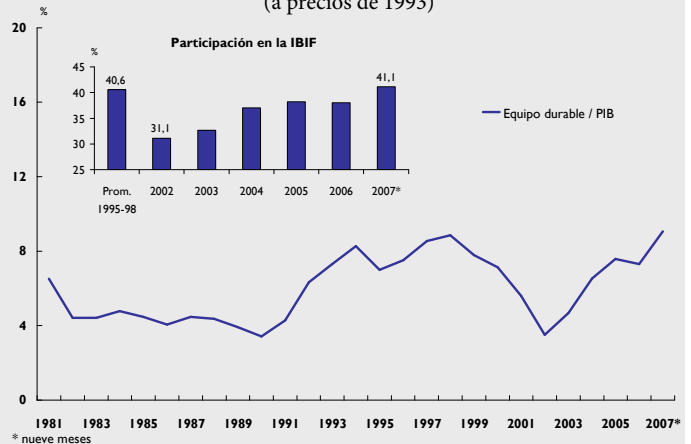


El incremento de la inversión en bienes de capital y en construcción luego de la crisis siguieron trayectorias desparejas que respondían a incentivos diferentes. Inicialmente se observó un mayor flujo de inversión orientado principalmente a la construcción (“inversión en ladrillos”) provocado por las dificultades atravesadas tras la crisis en el sistema financiero en 2001/02, la falta de oportunidades inversión y el cambio de precios relativos entre el valor de los inmuebles y el costo de la construcción, que incrementó la rentabilidad sectorial. Esto se confirma al observar que la Inversión en construcción superó el máximo nivel alcanzado en los '90, tanto en valores absolutos como en proporción del PIB, habiendo alcanzando a fines de 2007 un valor aproximado de 13,2% del Producto. Sin embargo, el último año la construcción evidenció una desaceleración en su ritmo de crecimiento, como consecuencia fundamental de la merma en la edificación de viviendas, mientras que el gasto en inversión reproductiva se ha mantenido elevado.

En los primeros años de la recuperación, la inversión en equipo durable de producción también registró un buen desempeño luego de los bajos niveles mantenidos durante la recesión, aunque su evolución se ubicaba por debajo de la exhibida por el gasto en construcción. De todas maneras, el rezago que mostraba la inversión en equipo durable era previsible, pues la caída de la producción del país durante más de cuatro años consecutivos había provocado que la utilización de la capacidad instalada siguiera la misma dirección, ubicándose apenas por encima de 55% en 2002. No obstante, luego de un lustro consecutivo de crecimiento económico promedio anual cercano a 9%, la capacidad instalada ociosa se fue agotando, mientras que el precio relativo del capital mejoró en términos del costo laboral y se consolidó un contexto macroeconómico estable. Por lo tanto, el gasto en inversión reproductiva tomó un mayor impulso, liderado por las importaciones de bienes de capital, superando en 2007 al crecimiento de la inversión en construcción. En particular, en los últimos años el proceso inversor se ha concentrado en algunos sectores específicos de la economía como la industria, la agricultura, las comunicaciones, el transporte y la construcción. Estos segmentos aglomeran más de 82% del total invertido en bienes de capital importado en el quinquenio 2003-07. De esta forma,

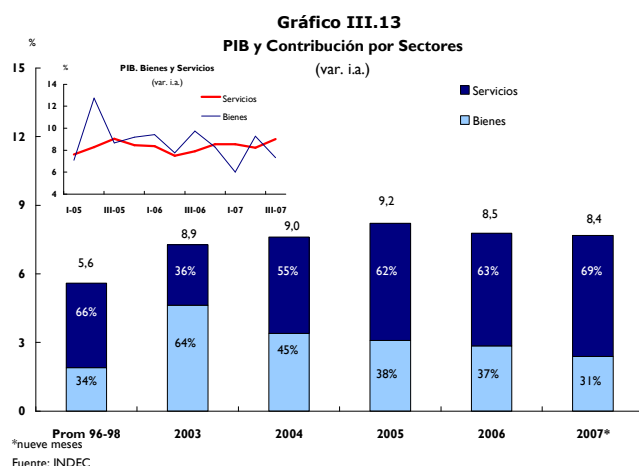
la incorporación de bienes de capital habría representado en 2007 aproximadamente 41% del total de inversiones y 9,1% del Producto, marcando un récord histórico (ver Gráfico N° 4).

**Gráfico N° 4 | Argentina. Inversión en Equipo Durable**  
(a precios de 1993)



Las perspectivas de expansión del Producto en el futuro dependerán de las posibilidades de continuar acrecentando los factores de producción, entre otros aspectos, dada la reducción de la capacidad ociosa disponible, principalmente en algunos segmentos estratégicos y capital intensivos de la economía. Asimismo, teniendo en cuenta las características actuales de nuestro país que reflejan una escasez relativa del factor trabajo, será importante la ampliación del acervo de capital y las ganancias en productividad, así como una mayor capacitación y una mejora en las condiciones laborales. En particular, será relevante la inversión en capital reproductivo a la luz de la relación positiva entre el crecimiento económico de largo plazo y la participación de la inversión en equipo durable dentro del Producto<sup>15</sup>.

15 Ver por ejemplo los trabajos de De Log, Bradford and Summers, Lawrence, “Equipment Investment and Economic Growth?”, 1991, *Quarterly of Journal Economics*, vol. CVI; de Long, Bradford, “Productivity Growth and Machinery Investment: A Long Run Book, 1870-1980” 1992, *The Journal of Economic History*, vol. 52; Díaz-Alejandro, Carlos, “Essays on Economic History of the Argentine Republic”, 1970, Yale University Press; y Katz, Lanteri, Vargas, “Un vínculo sutil y no siempre comprendido en medio siglo: una nota sobre la tasa de inversión y el crecimiento económico”, 2007, Ensayos Económicos N° 47, BCRA.



**Cuadro III.2**  
**PIB por sectores económicos**  
(%)

	var. i.a.				Contrib. 2007 (p.p.)
	2004	2005	2006	2007*	
<b>Sectores productores de bienes</b>	<b>10,5</b>	<b>9,5</b>	<b>8,8</b>	<b>7,6</b>	<b>2,5</b>
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	-1,0	11,7	1,5	10,6	0,6
Pesca	-19,1	-14,3	63,5	-2,9	0,0
Explotación de minas y canteras	-0,4	-0,2	3,0	-1,6	0,0
Industria manufacturera	12,0	7,5	8,9	7,1	1,2
Suministro de electricidad, gas y agua	6,5	5,4	-0,7	6,0	0,2
Construcción	29,4	20,4	17,9	9,8	0,6
<b>Sectores productores de servicios</b>	<b>6,8</b>	<b>8,4</b>	<b>8,1</b>	<b>8,6</b>	<b>5,2</b>
Comercio mayorista y minorista y reparaciones	13,6	9,8	8,0	11,0	1,4
Hoteles y restaurantes	7,0	7,9	7,3	7,7	0,2
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	13,4	14,8	13,5	13,5	1,3
Intermediación financiera	-5,5	17,5	22,1	18,6	0,8
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	4,3	4,5	4,2	4,5	0,6
Administración pública y defensa	1,8	3,3	4,5	3,5	0,2
Enseñanza, servicios sociales y de salud	2,9	4,2	4,3	5,0	0,4
Otras actividades de servicios y servicio doméstico	9,1	9,8	7,7	6,3	0,4

\* acumulado al tercer trimestre de 2007

No incluye el impuesto al valor agregado, impuestos a la importación y servicios financieros medidos indirectamente, con lo cual las contribuciones no totalizan el 100%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

### III.3 Comportamiento de la Oferta

En lo que va de 2007 el crecimiento económico estuvo difundido a todos los sectores de la economía. Si bien en el tercer trimestre se aceleró el crecimiento de los sectores productores de servicios, los bienes se habrían elevado significativamente hacia fin de año, logrando una expansión más equilibrada entre ambos bloques. De todos modos, la contribución por parte de los servicios al dinamismo de la economía fue de 5,8 p.p. al incremento de 8,4% acumulado al tercer trimestre (ver Gráfico III.13).

En 2007 el sector terciario estuvo beneficiado por el aumento del consumo, que impactó positivamente sobre el Comercio, el Transporte, almacenamiento y comunicaciones y las actividades relacionadas con el turismo. Del lado de los bienes, la cosecha récord tuvo un fuerte impacto en la producción agrícola y la industria mostró una buena evolución, finalizando 2007 con un crecimiento similar al del año anterior.

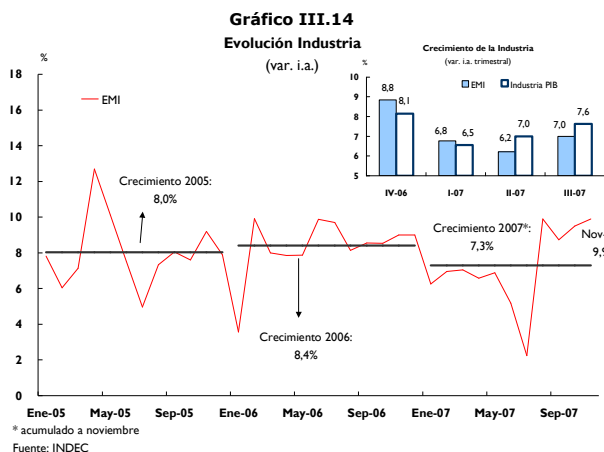
Para 2008 se estima que el crecimiento de la actividad económica estaría liderada, tanto en términos de variación interanual como de contribución, por los sectores productores de servicios, mientras que los sectores productores de bienes mostrarían un menor aumento y aporte que el año pasado. El inferior dinamismo de los sectores productores de bienes se debería a una nueva desaceleración de la Construcción y a una menor participación del sector agrícola, mientras que la industria manufacturera seguiría mostrando tasas de variación elevadas (ver Cuadro III.2).

#### Industria

La industria mostró una buena evolución en 2007, contribuyendo significativamente al crecimiento económico. A pesar de que hubo diversos factores que afectaron la producción manufacturera a lo largo del año, la actividad industrial se recuperó fuertemente en los últimos meses de 2007. La expansión anual, si bien habría sido inferior a la de 2006, se habría situado levemente por encima de lo esperado en el **Informe de Inflación** anterior (7%).

De acuerdo al Estimador Mensual Industrial (EMI), la producción manufacturera exhibió en los primeros once meses de 2007 un aumento de 7,3% i.a.. A pesar de las restricciones que afectaron al sector en junio y julio, la actividad evidenció una aceleración en los meses siguientes (creciendo cuatro meses consecutivos a tasas cercanas a 9% i.a.), e incluso superó lo previsto por el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) para estos meses<sup>16</sup> (ver Gráfico III.14).

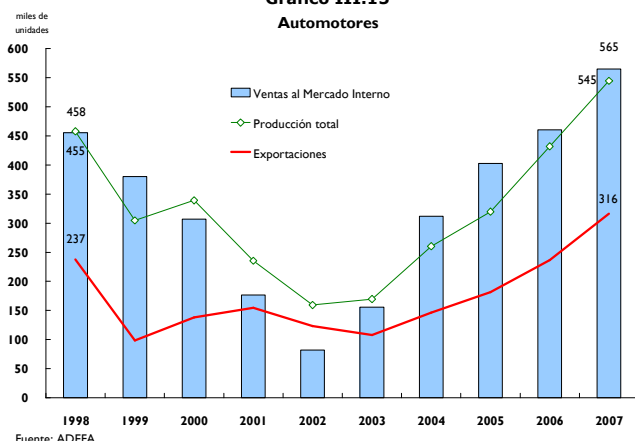
En términos sectoriales, la industria automotriz continuó liderando el crecimiento manufacturero en 2007, en un contexto de aumentos generalizados a la mayoría de los bloques indus-



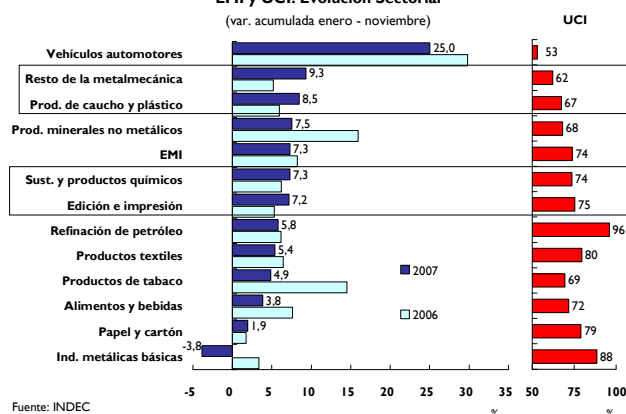
<sup>16</sup> Si bien el EMI refleja la influencia que tuvo la falta de disponibilidad de insumos básicos sobre la producción en algunos bloques entre junio y julio, los datos de Cuentas Nacionales que incluyen las pequeñas y medianas industrias registran un crecimiento superior al del EMI en dicho período, verificando que las grandes industrias fueron las más afectadas.



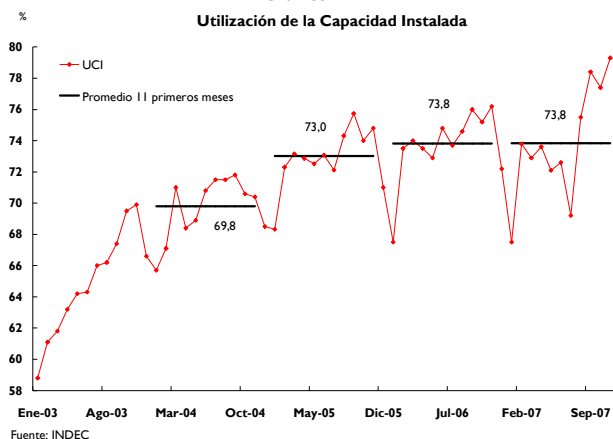
**Gráfico III.15**  
**Automotores**



**Gráfico III.16**  
**EMI y UCI. Evolución Sectorial**  
(var. acumulada enero - noviembre)



**Gráfico III.17**  
**Utilización de la Capacidad Instalada**



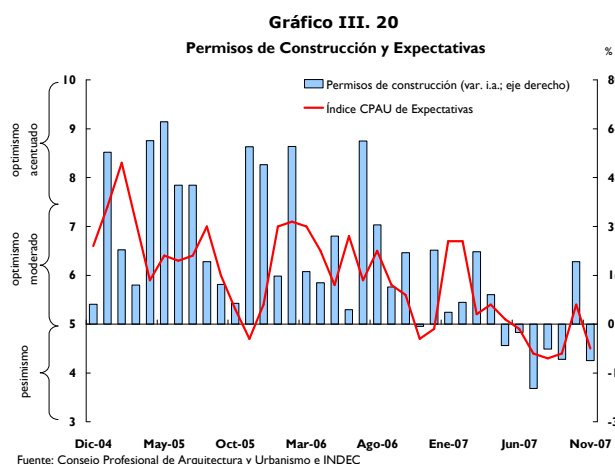
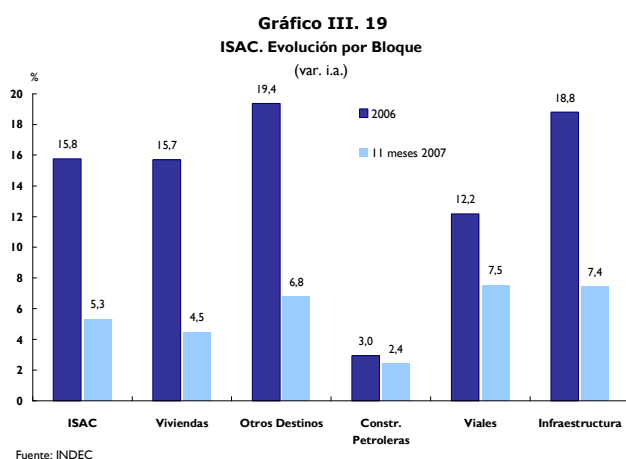
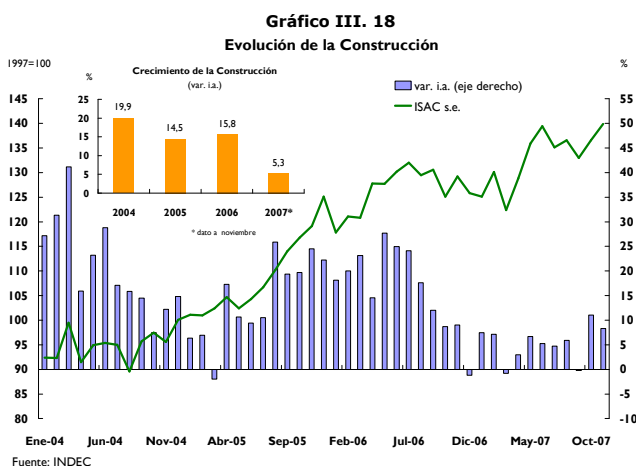
triales. En particular, el sector automotriz se elevó 25% en el acumulado anual, en función de la creciente demanda interna y externa, alcanzando una producción récord de 545 mil unidades en 2007, 19% por encima del nivel de 1998, anterior máximo de producción sectorial (ver Gráfico III.15). Por otro lado, se destaca el comportamiento de la Metalmecánica, que se elevó 9,3% i.a. en el año, por encima de lo registrado el año previo, impulsada por la gran demanda de autopartes y de diversos tipos de maquinaria como la agrícola. Asimismo, otros segmentos como los Productos de caucho y plástico, Sustancias y productos químicos y Edición e impresión se aceleraron respecto del crecimiento registrado en 2006 (ver Gráfico III.16).

El menor crecimiento registrado en 2007 se concentró en las industrias que estuvieron afectadas por factores particulares en los meses de bajas temperaturas, exhibiendo así aumentos inferiores a los registrados en 2006. En este sentido, se destacan la desaceleración de la producción de Alimentos y bebidas y la caída en las Industrias metálicas básicas. Los Alimentos y bebidas acumularon una suba de sólo 3,8% i.a. en los primeros once meses del año pasado, en parte debido a la menor elaboración de lácteos como consecuencia de inundaciones y por problemas de rendimientos del sector. Por su parte, las Industrias metálicas básicas, cuya producción se vio comprometida en el año por inversiones para ampliar la capacidad instalada y por la falta de insumos básicos en algunos meses puntuales, registró una baja de 3,8% en el acumulado anual, a pesar de la recuperación de la actividad entre agosto y noviembre, contribuyendo con -0,4 p.p. a la variación del nivel general durante 2007 (ver Gráfico III.16).

El aumento del EMI verificado el año pasado se dio en un contexto en que la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) se mantuvo en un nivel similar al del año anterior (ver Gráfico III.17). La UCI exhibió un promedio de 74% en el acumulado anual, aunque registró una gran volatilidad entre los distintos meses de 2007. Esto se reflejó en la caída de la utilización en el invierno y la importante recuperación de la producción durante el tramo final del año que elevó a la UCI a un nivel máximo histórico en noviembre de 2007 de 79,3%.

En 2007 la estabilidad en el uso de la capacidad instalada en un marco de aumento de la producción sugiere la realización de inversiones para ampliar la capacidad instalada y alzas en la cantidad de trabajadores y en la productividad. Del lado de las inversiones, se destacan las registradas en los sectores automotriz, metálico básico y químico. De todas formas, en algunos bloques como en las Metálicas básicas y Refinación de petróleo, la UCI se mantiene en niveles cercanos al 100%.

La actividad industrial seguiría expandiéndose en 2008 a un ritmo similar al del año pasado. En este sentido, se espera que las inversiones realizadas en las Industrias metálicas básicas en conjunto con la mayor producción de automotores y la resultante expansión de la metalmecánica lideren el aumento.



## Construcción

La actividad de la construcción siguió creciendo en 2007 aunque a tasas inferiores a las registradas en años previos, en un marco de mayor madurez en algunos segmentos del sector. En particular, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) mostró un incremento de 5,3% i.a. en los primeros once meses de 2007, ubicándose por debajo del crecimiento registrado en los últimos tres años, que había promediado alrededor de 17% anual (ver Gráfico III.18).

En 2007, si bien el crecimiento de la construcción estuvo difundido a todos los segmentos que componen el ISAC, se registra en todos los bloques una desaceleración respecto de los niveles de crecimiento del año anterior. En este marco, el incremento estuvo liderado por las obras principalmente públicas (viales e infraestructura), seguidas por las edificaciones para destinos comerciales, industriales y otros destinos.

En los primeros once meses de 2007, la edificación de obras de infraestructura acumuló un alza de 7,4% i.a., mientras que las obras viales se expandieron fuertemente en los primeros meses y se desaceleraron a partir de julio para acumular una suba promedio de 7,5% i.a.. Por su parte, la edificación no residencial se expandió 6,8% en el período enero-noviembre, impulsado por las crecientes construcciones industriales, de oficinas y de actividades comerciales, principalmente ligadas al turismo. Las construcciones petroleras continuaron exhibiendo un comportamiento errático, con meses de caídas y otros de alzas significativas, promediando un crecimiento inferior en relación al del nivel general (ver Gráfico III.19).

Del lado del mercado de viviendas, el importante crecimiento de los años anteriores resultó en un mercado más maduro en lo que se refiere a los sectores de más altos ingresos de la población, entre otros factores, a lo que se agrega una falta de profundidad del crédito hipotecario que constituye un límite para el desarrollo en gran escala de proyectos de viviendas para los estratos medios (ver Apartado 4). Así, la construcción de viviendas se incrementó sólo 4,5% i.a. en enero-noviembre, tasa que se ubica por debajo de la observada en 2006 (15,7% i.a.).

Teniendo en cuenta la desaceleración reciente de los permisos de nuevas edificaciones y las expectativas de los empresarios del sector, se anticipa un crecimiento más moderado de la actividad de la construcción para el segmento de viviendas, el cual compone más del 50% de la actividad del sector (ver Gráfico III.20). Esto se debería en parte a la menor rentabilidad que exhibe la construcción, en un contexto de precios de venta constantes y costos crecientes. De todos modos, se espera que las obras principalmente públicas sigan creciendo, aunque a un menor ritmo que en los años anteriores, y las edificaciones destinadas al comercio, oficinas y logística también continúen expandiéndose. Así, la construcción mantendría en 2008 un ritmo de crecimiento similar al del año pasado, inferior al crecimiento de la economía.

**Cuadro III. 3**  
**Producción de Granos**

	Récord histórico*	2006-07		2007-08		Var % de producción 2007-08 / 2006-07	Dif. tns 2007-08 / 2006-07
		miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %		
<b>Cereales</b>		<b>39.400</b>	<b>41,7</b>	<b>41.700</b>	<b>42,6</b>	<b>5,8</b>	<b>2.300</b>
Maíz	22.500	21.800	23,1	22.500	23,0	3,2	700
Trigo	15.970	14.600	15,5	15.200	15,5	4,1	600
Sorgo granífero	8.100	3.000	3,2	4.000	4,1	33,3	1.000
Otros		2.612	2,8	3.012	3,1	15,3	400
<b>Oleaginosas</b>		<b>51.205</b>	<b>54,2</b>	<b>52.100</b>	<b>53,2</b>	<b>1,7</b>	<b>895</b>
Soja	47.800	47.600	50,4	47.800	48,8	0,4	200
Girasol	7.100	3.605	3,8	4.300	4,4	19,3	695
Otros		1.234	1,3	1.177	1,2	-4,6	-57
<b>Total</b>		<b>94.451</b>	<b>100,0</b>	<b>97.989</b>	<b>100,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3.538</b>

\* Indica el récord de producción obtenido para cada cultivo entre las campañas 1979/80 y 2007/08.

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

Estimaciones USDA: producción de arroz, maíz, trigo, algodón, soja.

Estimaciones SAGPyA: superficie sembrada de arroz, girasol, trigo, maíz, cebada cervecera, sorgo granífero, soja.

## Sector Agropecuario

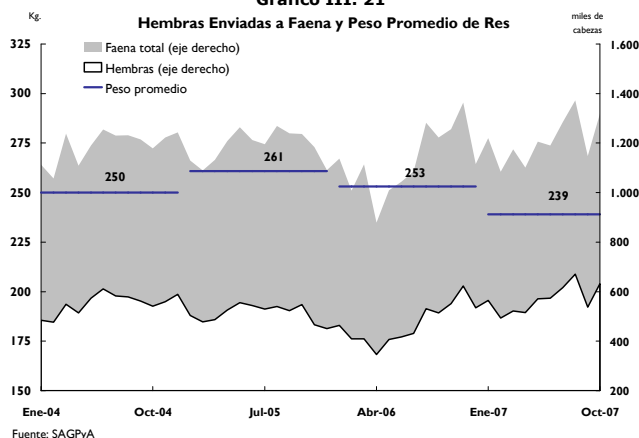
El sector agrícola mostró un muy buen desempeño en la campaña 2006/07, que finalizó tal como se esperaba en el anterior **Informe de Inflación**, con un nuevo máximo histórico de producción. En un contexto de precios internacionales históricamente elevados, la campaña 2007/2008 comenzó con perspectivas favorables y los resultados serían levemente superiores a los de 2007, en línea con una mayor superficie sembrada. Del lado del sector pecuario, se observó un incremento de la producción en el último año que podría suavizarse en 2008, mientras que la situación de la producción de lácteos, que mantuvo una tendencia declinante en 2007, seguiría presentando problemas de oferta en los primeros meses del año.

En la medida en que las condiciones climáticas sean favorables, para la campaña agrícola 2007/2008 se espera registrar un nuevo récord de producción, tanto por la ampliación de la superficie sembrada, como por el aumento en la productividad asociado a las mejoras tecnológicas que exhibe el sector a partir de un mayor nivel de inversión. Así, el nuevo nivel máximo alcanzaría 98 millones de toneladas, 3,7% por encima de la campaña anterior. Los mayores niveles de producción estarían liderados por el maíz y la soja, alcanzando niveles máximos en ambos casos. El trigo también registraría un incremento significativo (600 mil toneladas; 4,1% i.a.) a pesar de las heladas que afectaron al país en noviembre perjudicando algunas áreas destinadas a este cultivo (ver Cuadro III.3).

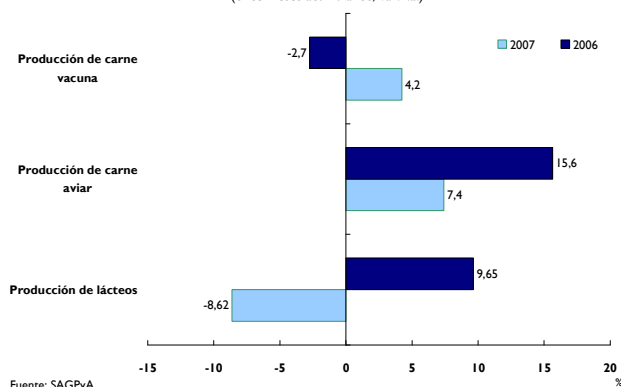
El 2007 fue un año de cambio para la ganadería, que fue perdiendo superficie en la zona pampeana debido a la buena evolución de la agricultura, y está trasladándose más hacia el norte del país, lo que plantearía una nueva estructura para el desarrollo de la actividad, ya que las condiciones de cría son totalmente distintas en estas zonas. De todos modos, en el último año la actividad continuó abasteciendo a una creciente demanda local, en un contexto de restricciones a las exportaciones. El aumento de la faena de cabezas en 2007 se ubicó en torno a 9% anual, mientras que la producción de carne se habría incrementado 4% con relación a 2006, confirmando la tendencia de reducción del peso promedio de los animales faenados. La caída del peso promedio se debió a un cambio de composición de la oferta, dado que se elevó la faena de terneros y vaquillonas en el total que fueron aportados mayormente por los engordadores de corral (*feedlots*). Adicionalmente, el mayor envío de hembras a la faena fue un factor de expansión de la oferta, alcanzando una participación récord de 47% a lo largo del año, 5,5 p.p. por encima del año previo. El mayor volumen contribuyó a contener los precios internos de la carne bovina (ver Gráficos III.21 y III.22). Para 2008 la dinámica de la oferta dependerá mayormente de la capacidad de los *feedlots* de aumentar la producción.

La producción de leche para su procesamiento en fábricas se redujo en 2007 por factores climáticos como inundaciones o bajas temperaturas que perjudicaron las bases forrajeras en la mayoría de las cuencas productoras de leche, impidiendo la

**Gráfico III. 21**



**Gráfico III. 22**  
**Producción Industrial Pecuaria**  
(once meses acumulados; var. i.a.)



adecuada recuperación del pastoreo. Adicionalmente, la limitada producción de lácteos no sólo estuvo afectada por problemas climáticos, sino que la rentabilidad relativa del sector alentó un mayor vuelco hacia otras actividades, como la agricultura, observándose en el período enero-noviembre de 2007 que la cantidad de tambos se redujo 4,3% y la entrega por tambo 7,3% con relación al mismo período del año anterior (ver Gráfico III.22). En este contexto, se contrajeron las exportaciones de lácteos entre enero y noviembre (32% en toneladas) con relación al mismo período del año anterior, debido a las subas en las retenciones a la exportaciones con el fin de abastecer el mercado interno.

### Servicios Públicos

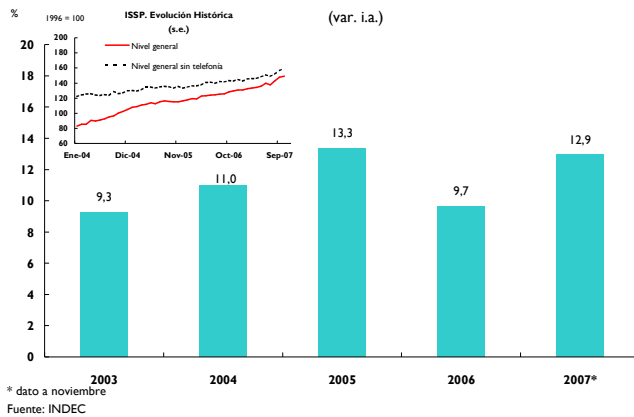
Sostenido por la fuerte demanda de servicios de comunicaciones y transporte, los servicios públicos se expandieron a buen ritmo en 2007 acelerándose respecto de lo registrado el año previo. En el período enero-noviembre el Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) acumuló un incremento de 12,9% i.a., resultando mayor al de 2006 (ver Gráfico III.23).

Como en años anteriores, el mayor impulso estuvo centrado en los servicios telefónicos, que acumulan un alza de 23,1% i.a. en los once primeros meses de 2007, contribuyendo con 14 p.p. al crecimiento total, principalmente por la trayectoria del consumo de telefonía celular. Asimismo, el mayor crecimiento del ISSP en 2007 fue consecuencia del dinamismo que presentaron los servicios de Transporte, tanto de cargas como de pasajeros, principalmente por un aumento en los servicios de navegación aérea. Paralelamente, el rubro Electricidad, gas y agua se expandió 7,3% i.a. entre enero y noviembre de 2007. Esto se debió principalmente al aumento del consumo de electricidad y de gas<sup>17</sup>, que se elevó significativamente por el mayor uso de los hogares.

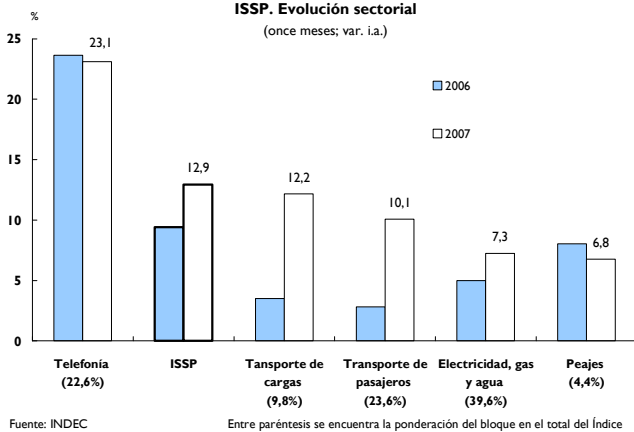
La creciente demanda de servicios de electricidad y gas natural exhibió un nivel máximo en los meses invernales cuando las temperaturas alcanzaron valores inferiores al promedio histórico de cada mes, siendo necesario un ordenamiento de la oferta con el fin de no afectar a los usuarios residenciales. La situación se normalizó a partir de septiembre con la llegada de las temperaturas más templadas.

En este sentido, el Gobierno impulsó acciones tanto por el lado de la demanda como de la oferta. Del lado de la demanda, el Gobierno Nacional lanzó el nuevo Programa Nacional de Uso Racional y Eficiente de la Energía (PRONUREE), cuyos principales puntos incluyen el cambio de hora (adelantamiento de 60 minutos), el recambio masivo de las lámparas comunes por las de bajo consumo en los clientes residenciales, la reducción de los consumos en los edificios del sector público, la supresión de la iluminación nocturna de las oficinas, la mejora en el alum-

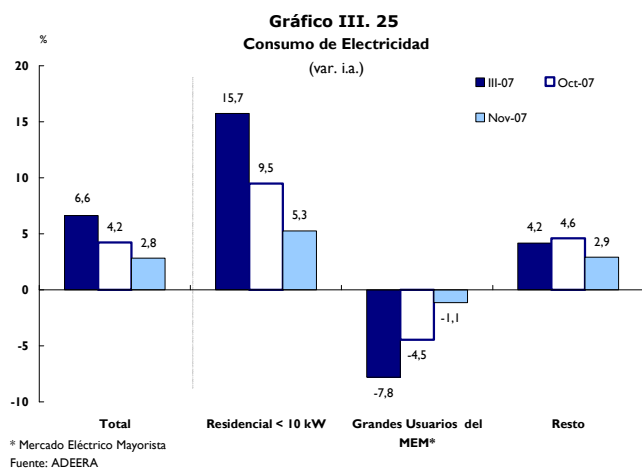
**Gráfico III. 23**  
Crecimiento de Servicios Públicos  
(var. i.a.)



**Gráfico III. 24**  
ISSP. Evolución sectorial  
(once meses; var. i.a.)



<sup>17</sup> Recientemente se modificaron los métodos de relevamiento del consumo de electricidad y de gas. En forma previa, el dato publicado indicaba la producción de electricidad y gas a nivel nacional en tanto que en la actualidad representa el consumo informado por la Subsecretaría de Coordinación y Control de Gestión del Ministerio de Planificación Federal, Inversión y Servicios Públicos. No obstante, esta variación de metodología no generó cambios significativos en la serie.



brado público y la reducción del uso eléctrico en las calles y en eventos nocturnos.

Con el fin de incrementar la oferta energética, se está implementando un programa que prevé la instalación de usinas generadoras móviles de baja potencia en las regiones donde el abastecimiento está más comprometido, a la vez que a lo largo de 2008 se incorporarían cinco centrales nuevas que permitirían ampliar la oferta de electricidad. Asimismo, algunas iniciativas privadas contribuirían a una mayor oferta energética. Algunas empresas están contemplando inversiones para ampliar o construir usinas propias con el fin de asegurarse la energía necesaria hasta que maduren las obras grandes, como la ampliación de la cota de Yacyretá, la finalización de Atucha II y la construcción de dos nuevas centrales de ciclo combinado que incorporarían 2.000 MW de potencia (8% del total existente) que se espera que entren en funcionamiento a lo largo del primer semestre de 2008.

## IV. Empleo y Salarios

### IV.1 Síntesis

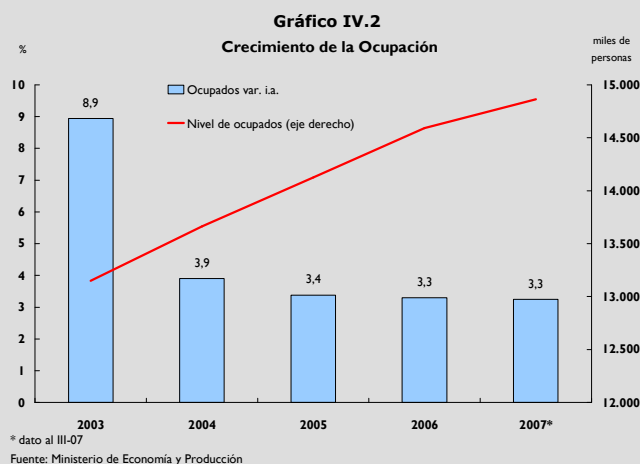
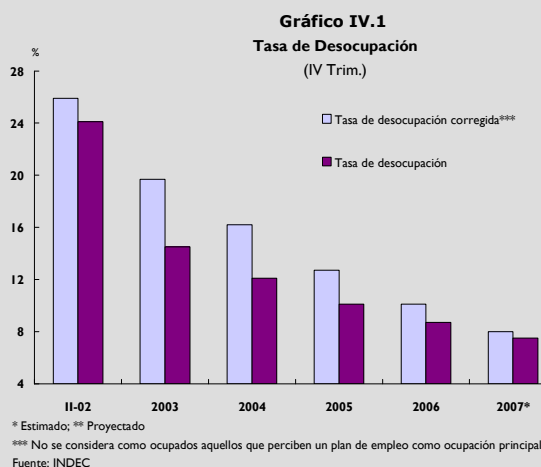
El empleo continúa evolucionando positivamente a partir de la elevada demanda de trabajadores por parte de las empresas dentro del ciclo económico ascendente. Así, la desocupación siguió disminuyendo en 2007, en un marco donde la oferta de trabajo se mantuvo relativamente estable, resultando en un mercado laboral cada vez más ajustado. Paralelamente, los salarios nominales mostraron un aumento significativo, impulsados por todos los segmentos del mercado.

En particular, la Tasa de Desocupación habría sido superior a 7% de la Población Económicamente Activa (PEA) en el cuarto trimestre de 2007, ubicándose más de 1 punto porcentual (p.p.) por debajo de la del año previo y constituyéndose en la menor de los últimos 15 años. La reducción del desempleo fue mayormente consecuencia de un aumento de la cantidad de puestos de trabajo, observándose durante 2007 un nivel récord de ocupados y una elasticidad empleo-Producto que se mantiene en niveles históricamente elevados. En este sentido, la serie de Empleo corregida por planes sociales habría arrojado en 2007 una elasticidad empleo-Producto de 0,5 mientras que la de la serie original se habría situado en 0,4, valor similar al promedio de los dos años anteriores.

El crecimiento de la demanda laboral se da en un contexto de mejora de la calidad del empleo, a la vez que se verifica una reducción del impacto de los planes sociales sobre el desempleo. En 2007 el aumento de los puestos formales siguió resultando superior al aumento promedio de ocupación de acuerdo a varios indicadores parciales. Por su parte, la participación de la oferta laboral se mantuvo estable con respecto al año previo, ubicándose actualmente en torno a los niveles más elevados de la serie histórica.

En este marco, los salarios reales habrían continuado creciendo en 2007, impulsados principalmente por las remuneraciones del sector público y privado informal, que mostraron un alza superior a la del segmento privado registrado.

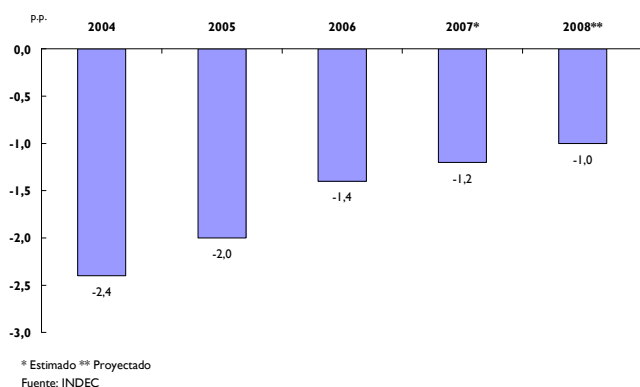
En 2008 se proyecta que el desempleo caiga por sexto año consecutivo, pero más levemente que en años anteriores. Durante el año se espera que continúen creándose empleos aunque posiblemente a un menor ritmo (promedio de 2% interanual -i.a.-), en parte, como consecuencia de la plena ocupación en algunos segmentos del mercado y el encarecimiento del valor relativo del trabajo. Adicionalmente, la oferta laboral se incrementaría levemente en 2008. Así, la Tasa de Desocupación finalizaría el año en torno a 6,5% de la PEA. Finalmente, para el corriente año el resultado final de las negociaciones salariales es un tema a monitorear, aunque se prevé un nuevo ascenso de la participación de los asalariados dentro del PIB.





## IV.2 Empleo

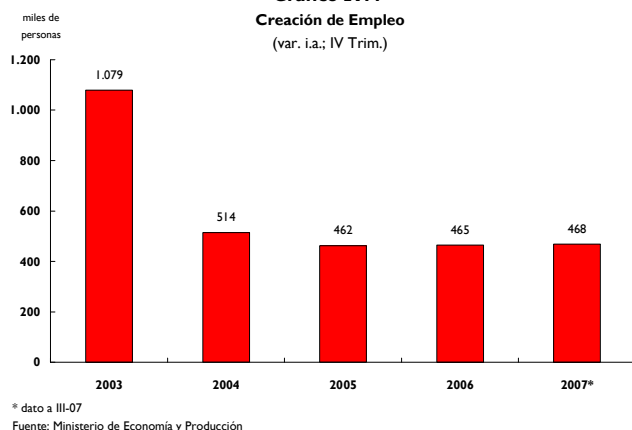
**Gráfico IV.3**  
**Tasa de Desempleo**  
(var. i.a.; IV Trim.)



El crecimiento de la actividad económica en 2007 permitió la expansión del empleo por quinto año consecutivo, resultando en una nueva caída de la cantidad de personas desocupadas. El ritmo de reducción de la Tasa de Desocupación habría sido en 2007 levemente inferior al del promedio los dos años anteriores, en un contexto en que el mercado laboral se encuentra cada vez más ajustado y la Tasa de Empleo alcanzó un máximo histórico. Adicionalmente, en 2007 continuó el proceso de formalización de la fuerza laboral y de reducción del impacto de los beneficiarios de los planes sociales sobre el desempleo.

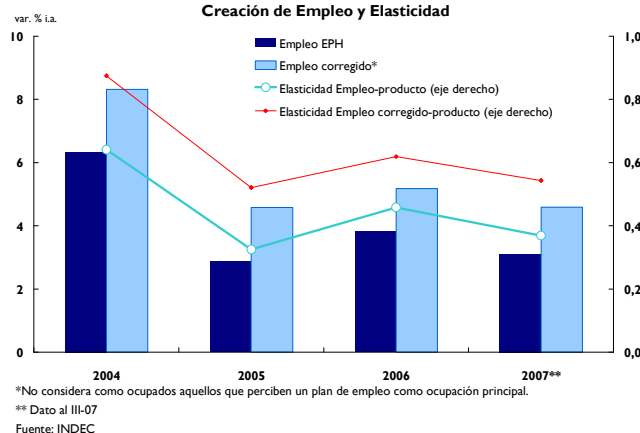
En particular, para fin de 2007 se estima una nueva caída de la Tasa de Desocupación, que se situaría por encima de 7% de la Población Económicamente Activa (PEA<sup>18</sup>) debido a una fuerte creación del empleo. La tasa de desempleo representaría una contracción mayor a 1 punto porcentual (p.p.) con respecto a un año atrás, reducción que estaría en línea con lo esperado en el **Informe de Inflación** anterior<sup>19</sup> (ver Gráfico IV.1). Por otro lado, los datos de empleo y desempleo muestran una variación mayor si se utilizan las series corregidas por planes de empleo, es decir considerando como desocupados a aquellos individuos que declaren un plan de empleo como ocupación principal. En los últimos años se verificó una reducción de los beneficiarios de Planes de Jefas y Jefes de Hogar (PJyJH), por lo que la Tasa de Desocupación corregida por planes de empleo también mantuvo una tendencia declinante. De las personas que salieron del PJyJH, algunas se incorporan a la fuerza laboral como empleados y otras salen de la PEA o se inscriben a otro plan social. Entre julio de 2003 y diciembre de 2007, 570 mil personas (46% del total) salieron del PJyJH para incorporarse en un trabajo formal<sup>20</sup>. Así, la Tasa de Desocupación corregida por planes se ubicaría en torno a 8% en el cuarto trimestre, menos de 1 p.p. por encima de la tasa original.

**Gráfico IV.4**  
**Creación de Empleo**  
(var. i.a.; IV Trim.)



Por su parte, la creación de empleo exhibiría en 2007 un ritmo de crecimiento similar al de los años anteriores. En detalle, la cantidad de personas empleadas se habría incrementado más de 3% en 2007, lo que implica una incorporación aproximada de 460 mil personas a los ocupados en el total urbano que es similar a la observada durante 2005 y 2006 (ver Gráfico IV.4). El incremento de la ocupación habría llevado a la Tasa de Empleo a un nivel máximo histórico anual de la serie continua con inicio en el año 2003 (ver Gráfico IV.4). Del lado de la creación de puestos de trabajo neta de los planes gubernamentales, el crecimiento sería superior al de la serie original, manifestando un aumento cercano a 670 mil puestos de trabajo en 2007. Así, la elasticidad empleo-Producto se sitúa para la serie corregida cerca de 0,5 en el año, superior a la resultante de los datos originales de empleo que se ubica alrededor de 0,4. En ambos casos, si bien la elasticidad empleo-Producto exhibió un leve re-

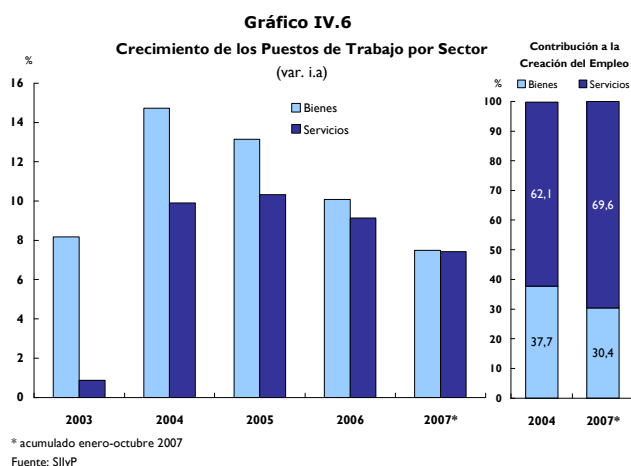
**Gráfico IV.5**  
**Creación de Empleo y Elasticidad**



<sup>18</sup> Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.

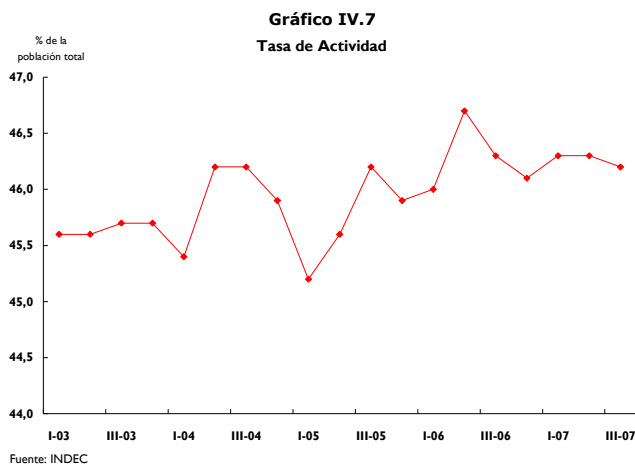
<sup>19</sup> No se cuenta con datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) del tercer trimestre de 2007, debido a que, por problemas de orden administrativo y por huelgas del personal de EPH, los aglomerados Mar del Plata-Batán, Bahía Blanca-Cerri, Gran La Plata y Gran Buenos Aires no fueron relevados. Estos aglomerados comprenden alrededor del 60% de la población relevada total y cerca del 70% del total de desocupados.

<sup>20</sup> Este dato podría estar subestimado debido a que no tiene en cuenta las personas que se dan de baja del PJyJH e ingresan en el mercado laboral informal.



troceso respecto del nivel de 2006, se mantuvo en niveles elevados, por encima del valor registrado en 2005 (ver Gráfico IV.5).

Según los datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP), el crecimiento de la ocupación asalariada formal muestra variaciones similares entre las ramas productoras de bienes y de servicios (en torno a 7,4% en el acumulado enero-octubre), a diferencia de lo ocurrido en los últimos cuatro años cuando los sectores productores de bienes incorporaban trabajadores a mayor ritmo que los servicios (ver Gráfico IV.6). Este comportamiento se encuentra en línea con el mayor aporte de los sectores productores de servicios al crecimiento económico en 2007 (ver Sección III). En términos absolutos, los sectores productores de servicios, sumaron cerca de 300 mil trabajadores (70% del total) en el período, entre los que se destacan la mayor incorporación de trabajadores por parte del comercio y las actividades inmobiliarias. Del lado de los productores de bienes, el sector construcción fue el que presentó el mayor crecimiento en el acumulado enero-octubre, incorporando 57 mil trabajadores (13% del total).



Asimismo, tanto los indicadores de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) como los del Ministerio de Trabajo siguen mostrando una mejora en la calidad del trabajo en términos de mayor formalización y de mayor ocupación plena de la fuerza laboral (ver Apartado 3). Según la EPH se observó una mayor participación de los trabajadores que están registrados, alcanzando un promedio de 60% del total de los asalariados en 2007. Paralelamente, los resultados de la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) que realiza el Ministerio de Trabajo reflejan un incremento de 6% en 2007 del empleo privado formal para el conjunto de los aglomerados relevados<sup>21</sup>.

Otro indicador que también da cuenta de un progreso en 2007 en la calidad del empleo es el aumento del empleo pleno, es decir de la cantidad de personas ocupadas sin incluir a los subocupados. La suba fue superior a 7% anual en 2007, superando la tasa de crecimiento del nivel general. Así, la Tasa de Subocupación, se ubicó en torno a 9% de la PEA, situándose por debajo de los dos dígitos luego de cinco años.

**Cuadro IV.1**  
**Composición de los Desocupados por Edad y Nivel Educativo**  
(% del total de desocupados al I-07)

Nivel Educativo/Edad	< 24	24-34	35-59	> 60	Total
Primaria Incompleta	1,6	0,4	3,1	0,8	5,9
Primaria Completa	3,3	4,9	8,9	1,6	18,8
Secundaria Incompleta	14,8	4,8	4,9	0,6	25,1
Secundaria Completa	10,5	6,6	5,5	0,9	23,5
Universidad Incompleta	12,3	4,7	2,7	0,2	20,0
Universidad Completa	1,4	2,5	2,3	0,2	6,4
Sin Instrucción	0,0	0,1	0,2	0,0	0,3
<b>Total</b>	<b>43,9</b>	<b>23,9</b>	<b>27,7</b>	<b>4,4</b>	<b>100,0</b>

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

En 2007 el crecimiento del empleo se dio en un contexto en que la cantidad de personas que integran la PEA se mantuvo relativamente estable. En este sentido, la Tasa de Actividad se ubicó en torno a 46,3% de la población total en 2007, similar a la del año anterior y resultando elevada en términos históricos (ver Gráfico IV.7).

La consolidación de un mercado laboral más ajustado se refleja en una Tasa de Desocupación que se ubica en niveles históricamente bajos y una demanda laboral que requiere conocimientos y capacidades específicas. En este marco, el INDEC releva la Demanda Laboral Insatisfecha (DLI), que resulta del porcentaje de las firmas que realizaron búsquedas pero que no

<sup>21</sup> Gran Buenos Aires, Gran Córdoba, Gran Mendoza y Gran Rosario.



lograron cubrir la posición. En 2007, la DLI fue similar a la registrada en 2006, situándose en torno a 12%, y las mayores fallencias se centran en los puestos operativos y técnicos.

De acuerdo a los últimos datos disponibles, la actual masa desocupada está compuesta en más de 40% por jóvenes entre los 18 y 24 años, que recién ingresan al mercado laboral. Adicionalmente, alrededor del 60% de estos jóvenes desocupados no han finalizado la secundaria o la universidad, constituyendo un segmento más difícil de ocupar (ver Cuadro IV.1). Del lado de los ocupados, sería necesario continuar incentivando la formalización de los trabajadores a pesar del mayor costo relativo del trabajo registrado, ya que a pesar de las persistentes mejoras, todavía cerca de 40% de ocupados están empleados de manera informal.

Para 2008 se espera que la dinámica del mercado laboral siga siendo favorable y la Tasa de Desocupación continúe cayendo, aunque posiblemente en menor medida que en los años anteriores. En este sentido, la expansión del empleo ascendería a cerca de 2%, algo por debajo de lo observado en 2007, mientras que la PEA verificaría en leve ascenso, dando lugar a que la Tasa de Desempleo finalice el año en torno a 6,5%.

### IV.3 Salarios e Ingresos

Los ingresos reales de las familias continúan en ascenso, gracias a la creación de puestos de trabajo y al aumento de los salarios nominales. Este mayor poder de compra se ve reflejado en la evolución ascendente del Consumo Privado y otros indicadores adelantados en el último año (ver Sección III).

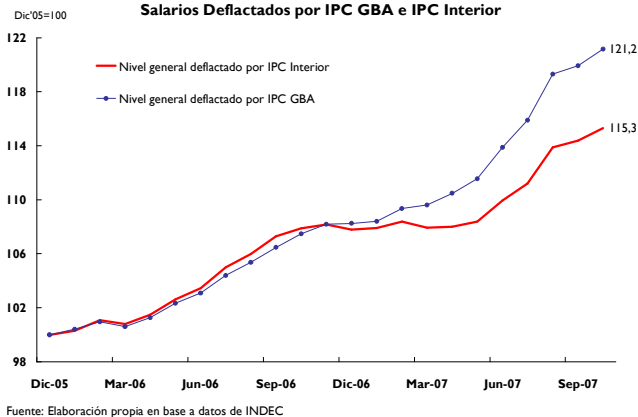
En 2007 el Índice de Salarios habría presentado una variación interanual superior tanto al incremento del Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) como del IPC Interior (ver Sección VIII). En efecto, en relación al primer índice, el aumento del salario real en los primeros diez meses de 2007 asciende a 12%, mientras que si se utiliza el IPC Interior como deflactor, el alza se ubica en 7% (ver Gráfico IV.8).

Si bien la expansión de las remuneraciones fueron generalizadas a todos los segmentos laborales, los más favorecidos fueron los asalariados del sector público y del privado informal, es decir quienes muestran un mayor rezago en los últimos años y que aún no recuperan el poder adquisitivo previo a la última crisis económica del país.

Los salarios de los empleados públicos serían los que mayor alza habrían mostrado en 2007 (a octubre la variación acumulada ascendía a casi 25%), compensando así parte de la brecha que los separa del crecimiento observado desde 2002, no sólo al sector privado registrado, sino también al informal. Por su parte, el segmento privado no registrado habría experimentado la mayor recomposición salarial del actual ciclo expansivo, al obtener durante los primeros diez meses del año pasado un aumento nominal promedio de 20%. El nivel salarial de los trabajadores informales se habría visto influenciado por el aumento

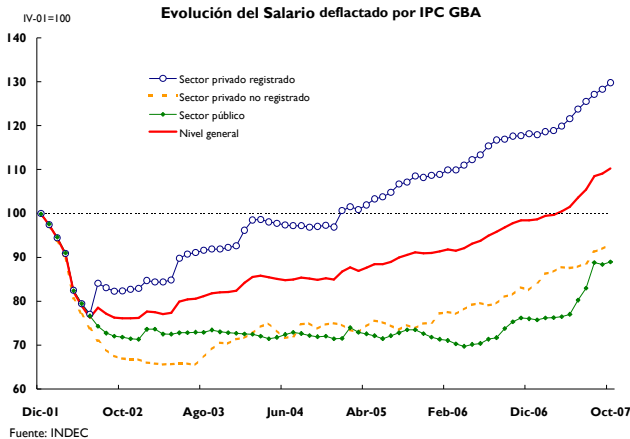
**Gráfico IV.8**

Salarios Deflactados por IPC GBA e IPC Interior



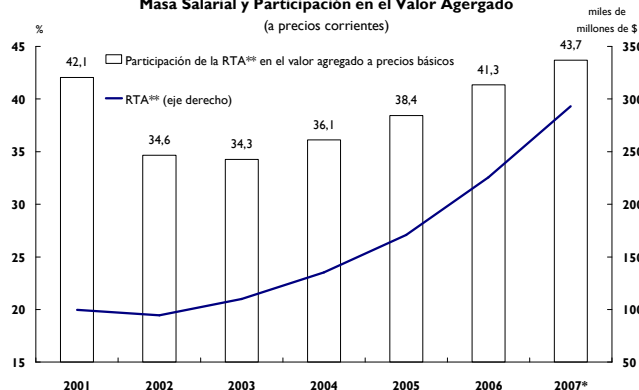
**Gráfico IV.9**

Evolución del Salario deflactado por IPC GBA



**Gráfico IV.10**

**Masa Salarial y Participación en el Valor Agregado**  
(a precios corrientes)



\*Estimado \*\*Remuneración al trabajo asalariado  
Fuente: INDEC

del Salario Mínimo, Vital y Móvil de \$800 mensuales hasta \$980, que si bien no tiene un efecto directo sobre sus remuneraciones, suele utilizárselo como parámetro de referencia. Las remuneraciones del sector privado registrado habían experimentado hasta el décimo mes de 2007 un incremento nominal de 17%, aunque se espera que el año haya finalizado con una mejora algo mayor, debido a que muchas ramas acordaron en diciembre el cobro de sumas adicionales<sup>22</sup> (ver Gráfico IV.9).

Estas mejoras salariales en todos los segmentos laborales, junto al incremento en los puestos de trabajo y a la mayor formalización de los empleados<sup>23</sup>, posibilitaron un crecimiento en la masa salarial y en la participación de los trabajadores en la generación del ingreso. De hecho, según estimaciones propias, la masa salarial presentaría una variación nominal aproximada de 30% i.a. en 2007, permitiendo que los asalariados obtengan algo menos de 44% del valor agregado de la economía, superando por primera vez la participación de 2001 (ver Gráfico IV.10).

Para 2008 se espera que, a partir de la existencia de un mercado de trabajo más ajustado, continúe la mejora en el ingreso real de los asalariados, definiéndose la magnitud de los aumentos con las negociaciones colectivas que tendrían lugar en el primer semestre.

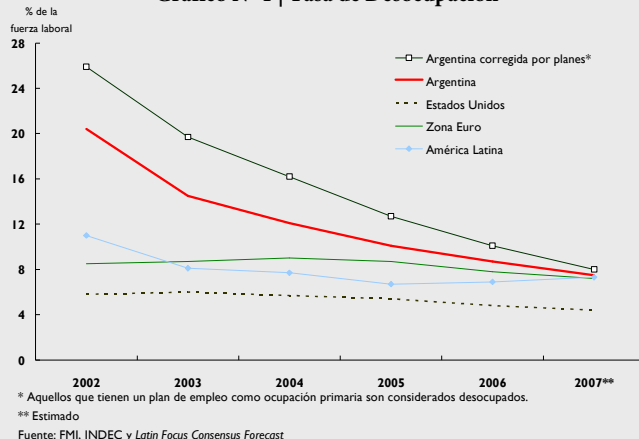
<sup>22</sup> Estos incrementos no se verían reflejados en el Índice de Salarios por ser un pago extraordinario.

<sup>23</sup> Dado que los trabajadores formales representan un costo laboral mayor al de los trabajadores informales, un incremento de la formalización da lugar a un alza en el gasto salarial dentro de la economía.

## Apartado 3 / Desafíos del mercado laboral

El crecimiento de la actividad económica en 2007 permitió la expansión del empleo por quinto año consecutivo, resultando en una nueva caída de la cantidad de personas desocupadas. La consolidación de un mercado laboral más ajustado se refleja en una Tasa de Desocupación que se ubica en niveles históricamente bajos, incluso cercanos a los de las economías desarrolladas, y una demanda laboral focalizada en el segmento de profesionales, que ya arribó a una tasa friccional<sup>24</sup>. Adicionalmente, en 2007 continuó el proceso de formalización de la fuerza laboral y de reducción del impacto de los beneficiarios de los planes sociales sobre el desempleo, a la vez que se observó una reducción del subempleo. No obstante, la informalidad laboral se mantiene en niveles elevados, ya que a pesar de las persistentes mejoras, todavía una parte importante de los ocupados no se encuentran registrados en el sistema de seguridad social. De este modo, se torna necesario que el foco de las políticas de empleo pasen a ser más específicas, a diferencia de las más generales aplicadas en los últimos años para reducir el desempleo, con el fin de abordar los problemas puntuales que presenta el mercado actualmente.

Gráfico N° 1 | Tasa de Desocupación



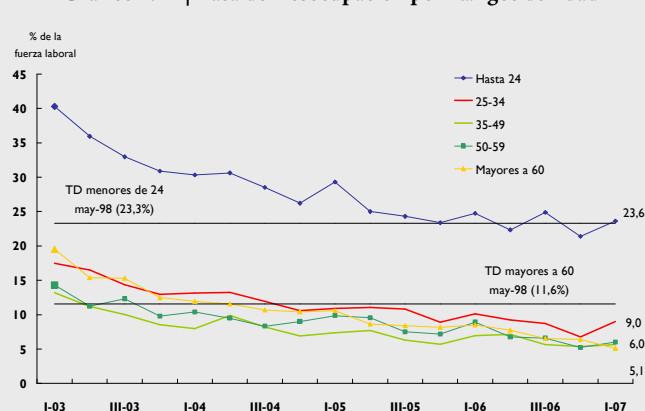
El proceso de crecimiento económico iniciado a fines de 2002 estuvo sustentado en parte en un uso más extensivo de la mano de obra disponible en el mercado de trabajo. Desde aquel momento los niveles de ocupación siguieron una tendencia ascendente hasta alcanzar un máximo histórico en 2007. Asimismo, y luego de ubicarse en valores superiores a 20% en el segundo trimestre de 2002, la Tasa de Desocupación se ubicó a fines del año pasado por encima de 7% de la Población Económicamente Activa (PEA)<sup>25</sup>. En la comparación internacional, Argentina exhibe actualmente uno de los niveles más bajos de desempleo entre los países de América Latina, asemejándose a la Tasa de Desocupación de Chile (7,1%) y ubicándose por debajo de la de Brasil

<sup>24</sup> Se denomina tasa de desocupación "friccional" a la que equivale a la tasa de desempleo involuntario generado por los cambios de trabajo, desbalances entre capacidades y empleos y otras instituciones económicas.

<sup>25</sup> La PEA está integrada por las personas que tienen una ocupación o que sin tenerla la están buscando activamente. La Tasa de Desocupación es el porcentaje de población desocupada (busca activamente empleo sin tenerlo) respecto de la PEA.

(8,9%). Incluso sin considerar los planes de empleo, la desocupación mostró una tendencia decreciente, alcanzando un nivel de 8% en 2007. De esta forma, el desempleo en nuestro país se acerca cada vez más a los valores registrados en las economías desarrolladas, considerando que el año pasado rondó el 5% en Estados Unidos y en la Zona Euro fue de 7,2% (ver Gráfico N° 1).

Gráfico N° 2 | Tasa de Desocupación por Rangos de Edad

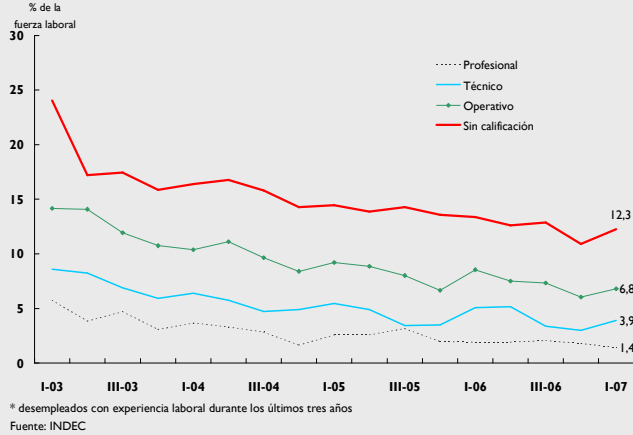


La reducción del desempleo en los últimos cinco años determinó que la cantidad de desocupados en la totalidad de los aglomerados urbanos se redujera de 3,4 millones a 1,2 millones de personas en el tercer trimestre de 2007, previéndose que en 2008 siga cayendo. Sin embargo, el mercado de trabajo exhibe cierta heterogeneidad y las principales características de los desocupados darían lugar a una disminución en el ritmo de la reducción del desempleo, en un contexto en que el mercado laboral se encuentra más ajustado en determinados segmentos. Actualmente se registran diferencias significativas dentro de los distintos grupos de edad, educación y calificación, que generan mayores desafíos para continuar mejorando los indicadores laborales con la misma intensidad que en el pasado reciente.

En lo que respecta a las diferentes categorías de edad, se verifica un nivel de desempleo más alto entre los más jóvenes. Las personas de entre 18 y 24 años exhiben una Tasa de Desocupación cercana a 24%, significativamente superior a la de los segmentos de mayor edad y experiencia laboral, como los de entre 35 y 49 años (6%) o incluso a las personas mayores a 60 años (5,1%), que hoy muestran un desempleo cercano a la mitad del que presentaban en la década pasada (ver Gráfico N° 2). También se observa una diferencia importante según el nivel de educación, en el que los individuos que no han finalizado la secundaria o la universidad (en su mayoría jóvenes menores a 24 años) registran una Tasa de Desocupación superior a 13% en 2007, mientras que las personas con título universitario muestran un desempleo de sólo 3,5% de la PEA específica. Los datos desagregados por nivel educativo se encuentran en línea con la desocupación por calificación, en la que se destaca el mayor desempleo entre los que no tienen calificación alguna,

mientras que en la fracción de profesionales se verifica una tasa de 1,4%, por lo que podría pensarse que algunos segmentos experimentan una tasa “friccional” de desempleo (ver Gráfico N° 3).

**Gráfico N° 3 | Tasa de Desocupación por Calificación**



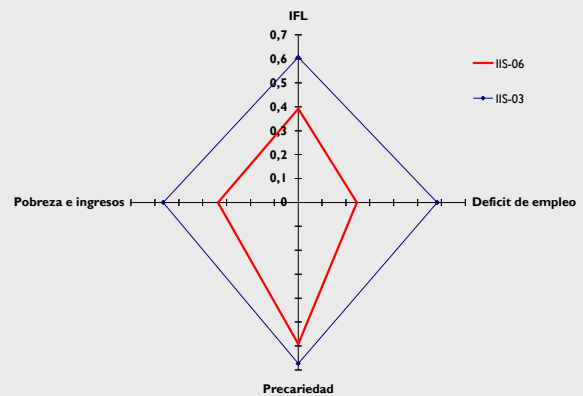
Con el fin de achicar las diferencias entre grupos de edad y calificación, el Gobierno está comenzando a implementar políticas públicas orientadas a la mayor incorporación de jóvenes al mercado, en parte a través de programas de empleo. Adicionalmente, ya están vigentes planes de capacitación para mejorar el nivel educativo y técnico de la fuerza laboral e incrementar la posibilidad de encontrar un trabajo calificado. Entre ellos se destacan los programas de capacitación e inserción laboral para los jóvenes, que incluyen la provisión de información, orientación y formación general y profesional, y prácticas para insertarse en el mercado laboral. Sin embargo, estos planes tienen un alcance limitado y continúa siendo un desafío promover la incorporación de jóvenes poco calificados en el sector privado.

Al analizar la situación en el mercado de trabajo desde una óptica más amplia también se observan mejoras significativas, aunque no todas de igual magnitud. Una medida que refleja la situación del mercado laboral en su conjunto es el Índice de Fragilidad Laboral (IFL) que realiza el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social. Este índice mide la distancia entre la situación actual de algunas variables seleccionadas y una determinada situación objetivo. En este índice el 0 representa la situación objetivo y 1 la mayor distancia a la misma. El IFL considera 12 variables agrupadas en tres indicadores: (1) Déficit de Empleo o de cantidad (que, a modo de ejemplo, considera un desempleo objetivo de 4%); (2) Índice de Precariedad o déficit de calidad; y (3) Índice de Pobreza e ingresos (o déficit de ingresos)<sup>26</sup>.

<sup>26</sup> El déficit de empleo toma como variables la Tasa de Desempleo y la participación de los planes de empleo sobre el total de ocupados. El déficit de calidad se mide por la Tasa de Subempleo, la Tasa de Sobreempleo, el ratio desempleo de jefes de hogar/ desempleo total y la Tasa de empleo no registrado. El déficit de ingresos incluye como variables el porcentaje de hogares pobres, el ratio Canasta Básica Total / Ingreso medio, el Gini de ocupados y la Tasa de dependencia. La unificación de variables se realiza mediante la fórmula:  $(X - \min[X_{obj}]) / (\max[X_{obj}] - \min[X_{obj}])$ . Se puede encontrar más información sobre la metodología y evolución del IFL en <http://www.trabajo.gov.ar/left/estadisticas/ifl/index.htm>

En los últimos años se verificó una reducción significativa en el IFL, principalmente por la caída del “déficit de cantidad”, asociada a una reducción del desempleo y una disminución de la participación de los planes sociales en el mercado laboral. Si bien también se registró una tendencia declinante en la Precariedad, mayormente por la baja en el subempleo demandante y la mayor formalización de los asalariados, este componente se sitúa por encima del nivel general, encontrándose todavía lejos de los objetivos que definen el mínimo óptimo. En los últimos años también se observó una mejora en el componente Pobreza e ingresos, pero todavía se ubica por encima de la situación objetivo (ver Gráfico N° 4).

**Gráfico N° 4 | Índice de Fragilidad Laboral**



Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

El proceso de crecimiento económico de los últimos años fue acompañado por una fuerte caída del desempleo y una reducción de la influencia de los planes de trabajo sobre la desocupación, hasta niveles reducidos tanto en términos históricos como en relación a referencias internacionales. Paralelamente, la precariedad, la pobreza y la desigualdad de los ingresos también muestran progresos, aunque todavía presentan oportunidades de mejoras. Así, los desafíos para adelante se concentrarían en profundizar los progresos en la “calidad” del empleo y la focalización de las políticas laborales en los segmentos todavía afectados por el desempleo. De este modo, la productividad de los ocupados se elevaría, lo que permitiría un mayor crecimiento potencial de la economía e incrementos genuinos en los salarios de los trabajadores.

## V. Sector Externo

### V.1 Síntesis

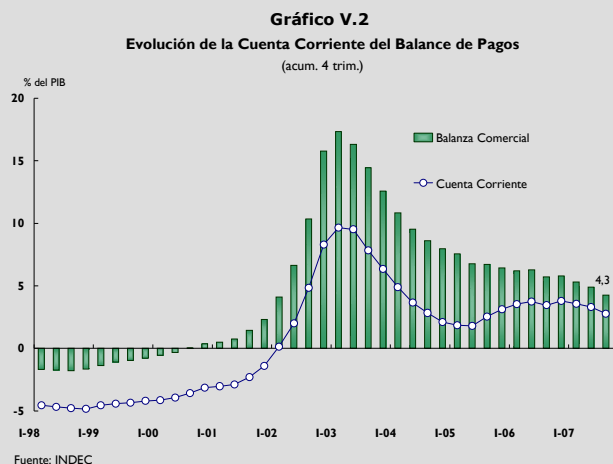
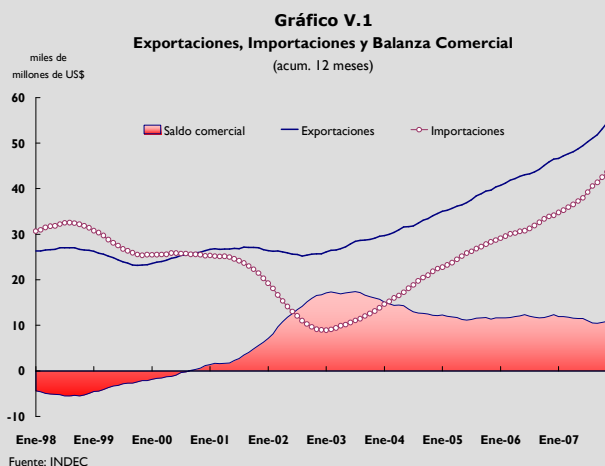
En 2007 la Cuenta Corriente alcanzó su sexto año consecutivo de superávit. Sostenida principalmente por el excedente comercial de mercancías, la brecha externa habría representado cerca de 3% del Producto, nivel inferior al de 2006 (3,8% del PIB) y similar al registrado en 2005. La balanza comercial habría finalizado 2007 con un excedente superior a US\$11.000 millones, mostrando una leve disminución con respecto al año anterior, pero manteniéndose todavía elevado en términos históricos.

Tanto las exportaciones como las importaciones de bienes mostraron un fuerte ritmo de expansión. Las ventas externas habrían registrado un incremento aproximado de 20% interanual (i.a.), ubicándose cerca de US\$56.000 millones (más que duplicando los niveles previos a la devaluación), impulsadas principalmente por los productos agrícolas, tanto primarios como manufacturados, en un contexto de precios históricamente elevados. Las importaciones, por su parte, habrían presentado un aumento de alrededor de 30% i.a., ubicándose por encima de US\$44.500 millones.

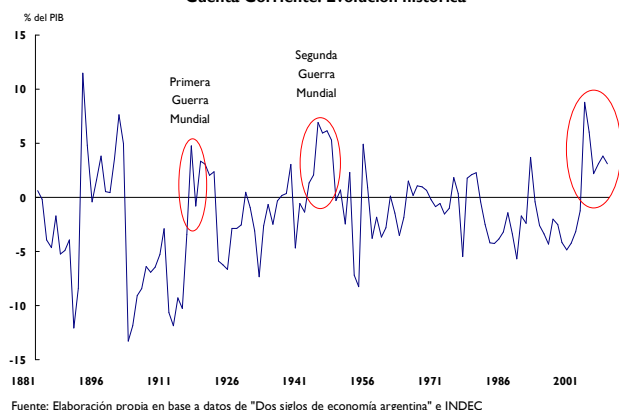
Para 2008 se prevé que las exportaciones se mantengan en alza, superando con facilidad los US\$60.000 millones, a partir de un crecimiento de las cantidades despachadas y considerando que los precios de los principales productos de exportación continuarían en niveles elevados. Por otro lado, se espera que las importaciones moderen el ritmo de expansión y exhiban un aumento cercano a 20% i.a.. La elasticidad importaciones-Producto a precios constantes sería de alrededor de 2,2 en 2008, inferior a la estimada para 2007, pero ligeramente superior a la observada en 2005 y 2006.

Asimismo, en 2007 el déficit de la balanza de servicios habría sido levemente superior al de 2006, con un importante aumento de los ingresos por viajes y por servicios profesionales, empresariales y técnicos y de los egresos por viajes y fletes, comportamiento que se repetiría en 2008. En el caso de la cuenta Rentas de la inversión, en 2007 se habría registrado una nueva disminución de la salida neta de divisas, en gran medida debido al fuerte aumento de los ingresos por intereses ganados, impulsados por los intereses generados por las Reservas Internacionales. Para 2008 se prevé un moderado aumento del egreso neto en concepto de intereses y de utilidades y dividendos.

Luego de la fuerte entrada de capitales registrada en la primera mitad de 2007, el saldo de la Cuenta Capital y Financiera pasó a ser negativo en el segundo semestre, afectado por las turbulencias observadas en los mercados financieros mundiales. No obstante, en el acumulado del año se habría registrado un ingreso neto, sostenido por el crédito comercial al sector privado no financiero y, en menor medida, por la colocación de deuda pública a no residentes. Por último, luego de la disminución del nivel de Reservas Internacionales durante el tercer trimestre, fenómeno vinculado con la intervención del BCRA en el mercado cambiario para moderar los efectos de las turbulencias internacionales en la plaza doméstica, en los últimos meses del año se retomó el proceso de acumulación de Reservas, superando los niveles de julio.



**Gráfico V.3**  
**Cuenta Corriente. Evolución histórica**



## V.2 Cuenta Corriente

En 2007 la Cuenta Corriente alcanzó su sexto año consecutivo con resultado positivo, el lapso más extendido de superávit externo desde la Segunda Guerra Mundial (ver Gráfico V.3). Principalmente sostenido por el excedente comercial de mercancías, el saldo de la Cuenta Corriente habría representado alrededor de 3% del Producto, nivel inferior al de 2006 (3,8% del PIB) y similar al registrado en 2005<sup>27</sup> (ver Cuadro V.1). El incremento de las estimaciones con respecto al anterior **Informe de Inflación** responde a la fuerte aceleración que experimentaron las exportaciones de bienes en el cuarto trimestre del año, impulsadas principalmente por los embarques del complejo sojero (porotos, aceites y *pellets*).

Por su parte, la balanza de servicios habría registrado un déficit ligeramente superior al de 2006, a partir de un incremento de los pagos netos en concepto de fletes, asociado al notable incremento observado en el intercambio de mercancías, y a una suba de los desembolsos por regalías, compensados parcialmente por el aumento del saldo por servicios empresariales, profesionales y técnicos. Asimismo, el resultado de la cuenta viajes habría finalizado sin grandes variaciones con respecto al año anterior, con los ingresos creciendo a un ritmo similar a los egresos, en torno a 30% interanual (i.a.; ver Gráfico V.4).

Manteniendo el comportamiento que venía exhibiendo desde la salida de la crisis, el déficit de la cuenta de Rentas de la inversión habría disminuido nuevamente en 2007 (ver Gráfico V.5). Si bien los pagos netos de Utilidades y dividendos habrían continuado en ascenso, debido a la reducción de las ganancias percibidas en el exterior por residentes mientras que las utilidades pagadas permanecen estables, la contracción de los egresos netos por Intereses habría contrarrestado dicho efecto. En particular, se destaca el incremento de los intereses ganados por las Reservas Internacionales, cuyo rendimiento (incluyendo intereses y revaluación por diferencias de cambio) fue de US\$2.767 millones en 2007, equivalente a 7% anual, por encima del 5% anual logrado en 2006.

Para 2008 se espera una nueva disminución del excedente de Cuenta Corriente, que de todas formas se mantendría en terreno positivo por séptimo año consecutivo, por encima de 2% del Producto. Se estima una reducción del saldo comercial de mercancías, que estaría acompañada por mayores egresos netos en la cuenta de Rentas, en parte debido a un aumento de los pagos correspondientes al servicio de la deuda externa privada.

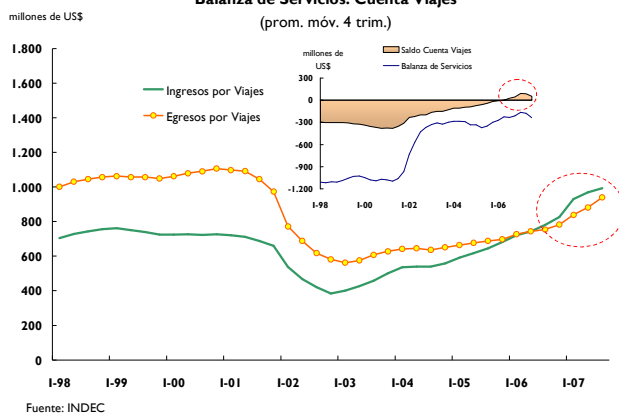
Este escenario podría verse alterado en la medida que las cotizaciones de los principales productos de exportación continúen con la tendencia alcista verificada hasta el momento, aunque una desaceleración económica superior a la prevista en EE.UU. con impacto en el crecimiento y el comercio mundial podría afectar negativamente la demanda y los precios de las materias primas (ver Sección II). Asimismo, no se descarta la

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

	2005	III-06	IV-06	2006	I-07	II-07	III-07	Var. III-07 / III-06
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>5.691</b>	<b>1.742</b>	<b>2.638</b>	<b>8.092</b>	<b>1.006</b>	<b>2.375</b>	<b>796</b>	<b>-946</b>
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	3,1	3,2	4,6	3,8	1,8	3,5	1,2	-2,0
<b>Mercancías</b>	<b>13.087</b>	<b>3.216</b>	<b>3.700</b>	<b>13.872</b>	<b>2.397</b>	<b>3.908</b>	<b>2.425</b>	<b>-790</b>
Exportaciones fob	40.387	12.088	12.519	46.456	11.146	13.692	14.466	2.378
Importaciones fob	27.300	8.873	8.819	32.585	8.749	9.784	12.041	3.168
<b>Servicios reales</b>	<b>-1.187</b>	<b>-330</b>	<b>15</b>	<b>-837</b>	<b>-70</b>	<b>-325</b>	<b>-564</b>	<b>-234</b>
Exportaciones de servicios	6.453	1.832	2.289	7.666	2.523	2.055	2.159	227
Importaciones de servicios	7.640	2.162	2.275	8.503	2.593	2.380	2.723	561
<b>Rentas</b>	<b>-6.737</b>	<b>-1.285</b>	<b>-1.210</b>	<b>-5.440</b>	<b>-1.418</b>	<b>-1.311</b>	<b>-1.173</b>	<b>113</b>
Renta de la inversión	-6.686	-1.270	-1.198	-5.381	-1.400	-1.295	-1.151	119
Intereses	-3.358	-253	-177	-1.120	-196	-110	-160	93
Ganados	3.239	1.067	1.142	4.038	1.157	1.309	1.325	259
Pagos	6.598	1.319	1.320	5.158	1.353	1.419	1.485	166
Utilidades y Dividendos	-3.337	-1.017	-1.020	-4.261	-1.204	-1.185	-991	26
Pagos	4.317	1.361	1.340	5.580	1.466	1.465	1.334	-27
Otras Rentas	-51	-15	-13	-58	-19	-17	-22	-6
<b>Transferencias corrientes</b>	<b>529</b>	<b>141</b>	<b>133</b>	<b>497</b>	<b>98</b>	<b>102</b>	<b>107</b>	<b>-35</b>

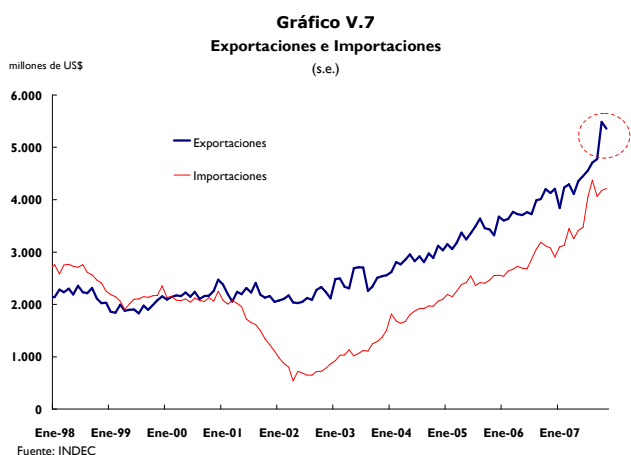
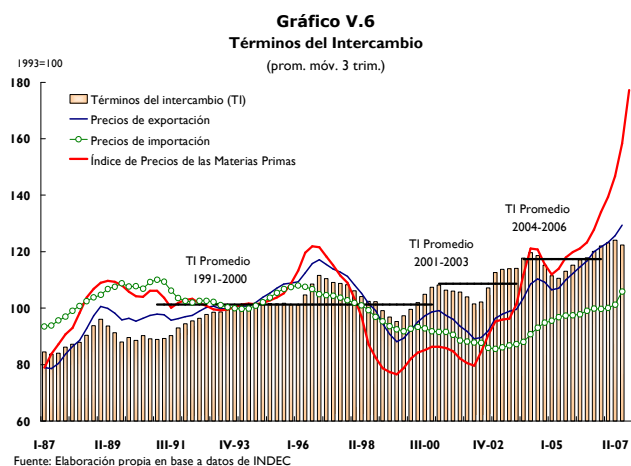
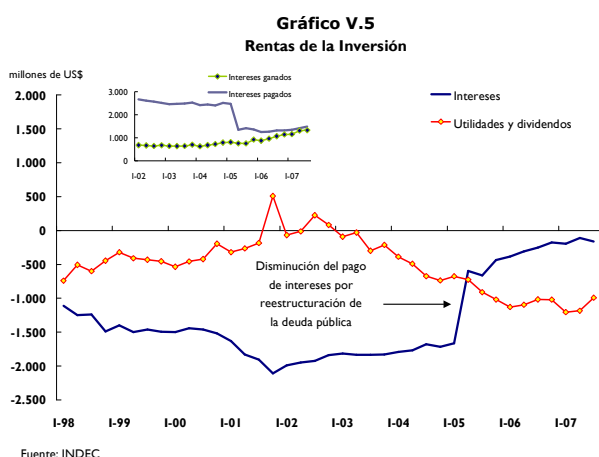
Fuente: INDEC

**Gráfico V.4**  
**Balanza de Servicios. Cuenta Viajes**  
(prom. mov. 4 trim.)



<sup>27</sup> En 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.





posibilidad de que un crecimiento de la demanda interna superior al esperado genere una expansión mayor a la proyectada de las importaciones de bienes.

### Balanza Comercial<sup>28</sup>

La balanza comercial continúa presentando resultados favorables, y habría finalizado 2007 con un superávit superior a US\$11.000 millones, mostrando una leve disminución con respecto al año anterior pero manteniéndose elevado en términos históricos. Tanto las exportaciones como las importaciones exhibieron un fuerte ritmo de expansión, superando las estimaciones vigentes a comienzos del año. Las ventas externas habrían registrado un incremento aproximado de 20% i.a., ubicándose cerca de US\$56.000 millones, con lo cual más que duplicaron los niveles previos a la devaluación. Las compras, en tanto, habrían presentado un aumento de 30% i.a., llegando a niveles récord y situándose por encima de US\$44.500 millones, destacándose las mayores importaciones de combustibles para hacer frente a la expansión de la demanda interna.

Estos resultados estuvieron influidos por la continua mejora que presentaron a lo largo de 2007 los términos del intercambio, sostenidos principalmente por el alza de las cotizaciones internacionales de las materias primas que exporta el país (ver Sección II). En este sentido, en los últimos meses del año se observó una importante aceleración de los precios de exportación, que pasaron de crecer a un promedio de 8,6% i.a. en el período enero-septiembre a aumentar 17% i.a. en el bimestre octubre-noviembre (en el acumulado de 2007, el crecimiento es de 11% i.a.). Con respecto a los precios de importación, sobre el final del año mostraron una desaceleración, luego de haber presentado un importante incremento en el tercer trimestre, en parte a causa de un cambio en la canasta importada asociado a las mayores compras de combustibles, aunque siempre creciendo a menor ritmo que los precios de exportación, que se encuentran en el máximo de los últimos veinte años (ver Gráfico V.6).

En el último trimestre de 2007 las exportaciones registraron una fuerte aceleración, superior a todas las expectativas, originada en el gran dinamismo que exhibieron los embarques del complejo sojero, a partir de los precios y la cosecha récord de dicho producto. Las restricciones en la provisión de algunos insumos que afrontó la industria aceitera durante el invierno habrían retrasado la producción de aceites y *pellets*, además de haber dejado un excedente de porotos sin industrializar que se habrían exportado en los últimos meses del año. En términos desestacionalizados (s.e.), las ventas externas totales pasaron de un promedio de US\$4.700 millones en el tercer trimestre a US\$5.420 millones en el período octubre-noviembre (ver Gráfico V.7).

Los embarques de Productos primarios (PP) y Manufacturas de origen agropecuario (MOA) explican, en conjunto, más del

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

**Cuadro V.2**  
**Exportaciones por Grandes Rubros**

Exportaciones por Estados Unidos						
Rubro	Enero-Noviembre					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2006	2007	Total	Precios	Cantidades	
Productos primarios	7.949	11.342	42,7	21	18	42,3
MOA	13.771	17.246	25,2	21	4	43,3
MOI	13.425	15.450	15,1	4	11	25,2
MOI sin Material de transporte	9.784	10.636	8,7			10,6
Material de transporte	3.641	4.814	32,2			14,6
Combustibles y energía	7.093	6.228	-12,2	7	-18	-10,8
TOTAL	42.238	50.266	19,0	11	8	100,0

Fuente: INDEC

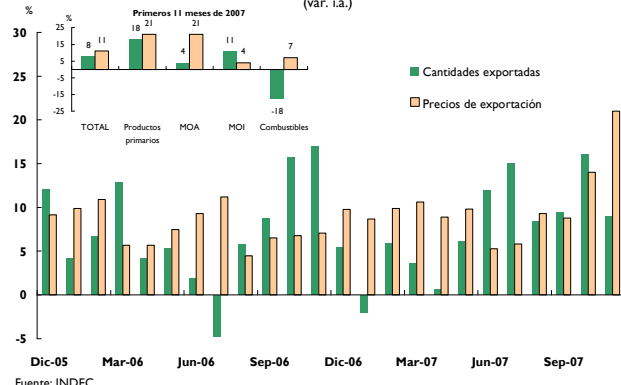
85% del crecimiento acumulado de las exportaciones en los primeros once meses del año (ver Cuadro V.2). El aporte de los mayores precios de exportación (21% i.a. en ambos casos) resultó fundamental para explicar la expansión de dichos rubros, aunque las cantidades también registraron subas (ver Gráfico V.8). Entre los PP, además del mencionado dinamismo de los despachos de porotos de soja (87% i.a.), se destacan las ventas de cereales (58% i.a.), a la vez que las exportaciones de concentrado de cobre, que en 2006 había sido uno de los productos con mejor desempeño, acumulan un alza de sólo 7% i.a..

En el caso de las MOA, más allá de la expansión de los derivados oleaginosos, se observó un fuerte incremento de las ventas de harina de trigo (242% i.a.), lo que originó diversos reclamos de parte de algunos países compradores y productores por una posible competencia desleal, debido a los sistemas de compensaciones existentes en la industria argentina y al diferencial de alícuota de los Derechos de Exportación vigentes para el trigo (28%) y para la harina (10%). Las exportaciones de productos lácteos, en tanto, acumulan hasta noviembre una caída de 21% i.a., reflejando la disminución de la producción ocurrida a lo largo del año (ver Sección III). A su vez, los despachos de carnes muestran una suba de 11% i.a., en un contexto en el que los volúmenes de exportación de carne bovina se encuentran limitados a cerca de 40.000 toneladas mensuales, esquema que se mantendrá en los primeros meses de 2008<sup>29</sup>.

Ante las fuertes subas de las cotizaciones internacionales de las materias primas, que en algunos casos se encuentran en niveles máximos históricos, el Gobierno dispuso en noviembre un alza de las alícuotas de los Derechos de Exportación para los principales productos agrícolas y para el petróleo y sus derivados<sup>30</sup>. Este incremento contribuiría a limitar el efecto sobre el mercado doméstico de las subas de precios internacionales en el caso de los combustibles, el trigo y el maíz<sup>31</sup>, a la vez que tendría un importante impacto fiscal a través de un aumento de la recaudación (ver Sección VI).

En particular, para los productos agrícolas se dispusieron subas de entre 5 y 10 puntos porcentuales (p.p.) en las alícuotas de Derechos de Exportación (ver Cuadro V.3). Para el petróleo y sus derivados, en cambio, se modificó el esquema de cálculo, estableciéndose una alícuota variable en función de las oscilaciones de los precios internacionales. El nuevo mecanismo determina una alícuota mínima de 45% (que equivale a una tasa efectiva<sup>32</sup> de 31%), que se incrementa a medida que la cotización internacional supera un determinado valor de referencia.

**Gráfico V.8**  
**Evolución de las Exportaciones. Precios y Cantidades**  
(var. i.a.)



Fuente: INDEC

**Cuadro V.3**  
**Alícuotas de Derechos de Exportación**  
**Productos Agrícolas**

Resoluciones MEyP N° 368/07 y N° 369/07

Producto	Anterior (%)	Nueva (%)
Poroto de soja	27,5	35
Girasol	23,5	32
Trigo	20	28
Maíz	20	25
Aceite de soja	24	32
Aceite de girasol	20	30
Harina y Pellets de soja	24	32
Pellets de girasol	20	30

Fuente: Ministerio de Economía y Producción

<sup>29</sup> Resoluciones MEyP N° 935/06, N° 367/07 y N° 24/07.

<sup>30</sup> Resoluciones MEyP N° 368/07 y N° 369/07, del 9 de noviembre, y N° 394/07 del 16 de noviembre.

<sup>31</sup> En el caso de la soja, sólo una pequeña fracción de la producción se destina al mercado interno, por lo cual la suba de las alícuotas de Derechos de Exportación no tendría efectos significativos sobre el consumo interno.

<sup>32</sup> A diferencia de los demás productos, la alícuota de los Derechos de Exportación de los hidrocarburos es una tasa de descuento (d), por lo cual la tasa efectiva (e) que se debe aplicar se calcula como:  $e = 1 - (1 / (1+d))$ .

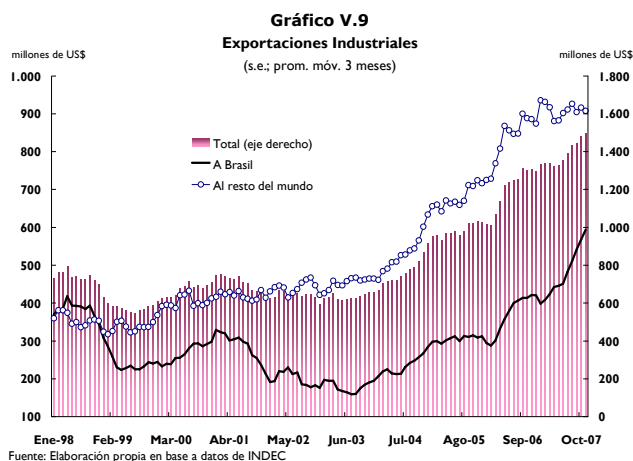
El cálculo utiliza además un valor de corte, que es el máximo precio neto de Derechos de Exportación que puede recibir el exportador<sup>33</sup>.

Adicionalmente a las modificaciones realizadas en las alícuotas de Derechos de Exportación, se continuaron introduciendo modificaciones en la normativa referida a los diversos registros que regulan los volúmenes exportados de algunos productos. En este sentido, a mediados de noviembre la Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos (SAGPyA) decidió la reapertura del registro de Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior (DJVE)<sup>34</sup> para el trigo, que se hallaba cerrado desde principios de marzo. A partir de esta medida, los exportadores procedieron a inscribir operaciones con granos de la campaña 2007/2008, llevando a que en apenas dos semanas se registraran más de 7 millones de toneladas (sobre una producción proyectada de 15,2 millones de toneladas). Frente a la gran afluencia de inscripciones y ante la disminución de las proyecciones de cosecha a causa de las heladas que afectaron la zona triguera del sur de la provincia de Buenos Aires, a fin de noviembre se decidió el cierre temporario del registro, con la intención de prevenir un eventual faltante de trigo en el mercado interno.

Por otro lado, el reciente cambio en la normativa de los registros de DJVE acortó los plazos en los cuales deben despacharse las mercaderías inscriptas<sup>35</sup>, lo que implica que la totalidad del volumen de trigo registrado hasta el momento debería embarcarse antes de marzo. En el caso del maíz, en tanto, el registro de DJVE continúa cerrado desde noviembre de 2006, con la excepción de la reapertura transitoria efectuada en mayo para inscribir 3 millones de toneladas.

Con un mayor aporte de aumento de cantidades (11% i.a.) que de precios (4% i.a.), las ventas de Manufacturas de origen industrial (MOI) continuaron creciendo en 2007, lideradas por las exportaciones automotrices, que acumulan una expansión de 32% i.a. (Gráfico V.9). La favorable evolución de las ventas externas automotrices está vinculada con el desempeño de la producción local, que en 2007 alcanzó un nuevo récord histórico (ver Sección III). La mayor parte del aumento está explicado por los envíos de automotores y autopartes a Brasil, que vienen aumentando a tasas superiores al promedio (56% i.a.). Otros rubros que presentan comportamientos destacados son los Metales comunes y sus manufacturas (32% i.a.) y las Máquinas y aparatos (22% i.a.).

Por su parte, y en línea con lo que viene sucediendo desde 2003, las exportaciones de Combustibles y energía (CyE) continúan en descenso medidas en cantidades, fenómeno sólo par-



**Cuadro V.4**  
**Importaciones por Uso Económico**

Uso Económico	Enero-Noviembre					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2006	2007	Total	Precio	Cantidad	
Bienes de capital	7.640	9.642	26,2	-	26	21,1
<i>Equipo de transporte industrial</i>	1.546	1.797	16,2			2,6
<i>Otros bienes de capital</i>	6.094	7.845	28,7			18,4
Bienes intermedios	10.950	14.236	30,0	10	18	34,6
Combustibles y lubricantes	1.650	2.644	60,2	17	37	10,5
Piezas y acc. para bienes de capital	5.649	7.077	25,3	3	22	15,0
Bienes de consumo	3.516	4.705	33,8			12,5
<i>Bienes de consumo durable</i>	620	936	51,0	7	25	3,3
Vehículos automotores de pasajeros	1.882	2.486	32,1			6,4
Resto	108	107	-0,9	-	-	0,0
TOTAL	31.395	40.897	30,3	6	23	100,0

Fuente: INDEC

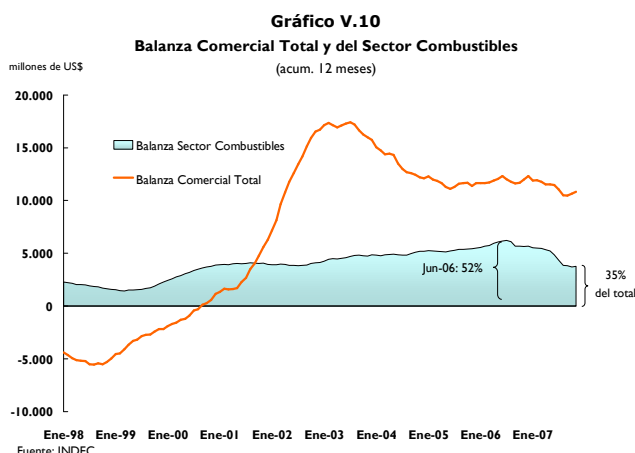
<sup>33</sup> Para el petróleo crudo el precio de corte es de US\$42 por barril, lo que implica que, sea cual fuere el precio de exportación, el exportador recibe un máximo de US\$42 y el resto se tributa en concepto de Derecho de Exportación. A modo de ejemplo, para un precio internacional de US\$90 por barril la alícuota resultante es 114,3% (tasa efectiva de 53,3%), con lo cual el exportador recibe US\$42 por barril y debe pagar US\$48 en concepto de Derechos de Exportación.

<sup>34</sup> El registro de DJVE es un trámite necesario para la exportación de productos agrícolas y consiste en la inscripción de la operación a realizar especificando, entre otros datos, el volumen físico comprometido y la fecha prevista de embarque. Este trámite puede realizarse con anticipación a la fecha efectiva de liquidación, pero el incumplimiento de las operaciones comprometidas es sancionado con una multa.

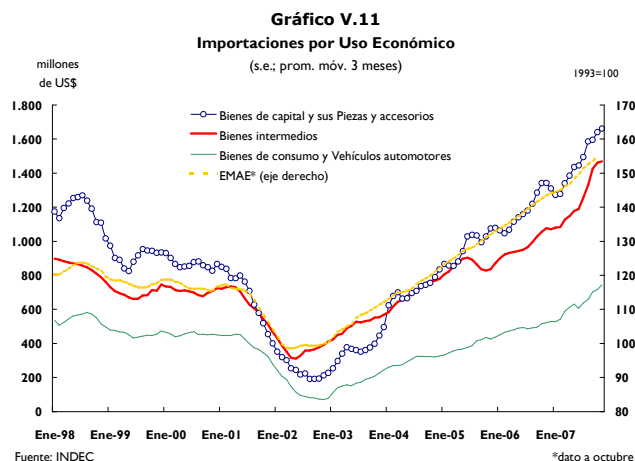
<sup>35</sup> Resoluciones SAGPyA N° 341/07 y N° 342/07.

cialmente compensado por el fuerte incremento de los precios de exportación sobre el final del año. En los primeros once meses de 2007 las ventas de petróleo crudo se redujeron casi a la mitad, a la vez que los despachos de combustibles elaborados acumularon una suba de 14% i.a..

Para 2008 se prevé que las exportaciones se mantengan en alza, superando con facilidad los US\$60.000 millones, a partir de un crecimiento de las cantidades despachadas y considerando que los precios de los principales productos de exportación continuarían en niveles elevados, en un escenario en el que no se descartan nuevas subas (aunque una desaceleración en EEUU mayor a la prevista, que afecte el crecimiento económico y el comercio mundial, podría influir negativamente en las cotizaciones de dichos bienes). Las proyecciones agrícolas para la campaña 2007/08 apuntan a una nueva cosecha récord, que permitiría una expansión de las ventas externas de productos primarios y de manufacturas agropecuarias. Por su parte, la industria automotriz continuaría liderando el crecimiento de las exportaciones industriales. Los volúmenes embarcados de Combustibles y energía, en cambio, mostrarían una nueva contracción, que sería parcialmente compensada por los mayores precios.



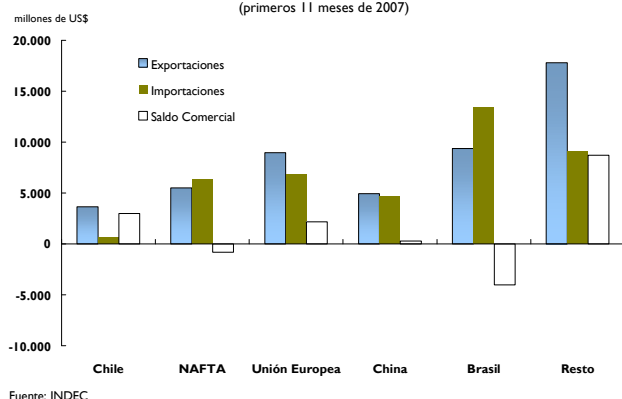
Las importaciones, en tanto, habrían presentado en 2007 un aumento superior a 30% i.a., ubicándose por encima de US\$44.500 millones. El incremento de las compras responde en mayor medida al aumento de las cantidades, aunque en la segunda mitad del año se observó también una aceleración de los precios, que estaría en parte relacionada con el cambio de la canasta de bienes importados, a partir de una mayor participación de los Combustibles y lubricantes (ver Cuadro V.4).



En efecto, la suba de las importaciones de gas-oil, fuel-oil y energía eléctrica, destinadas a abastecer la mayor demanda interna, impulsaron la aceleración de las compras externas en el segundo semestre del año. En los primeros once meses el uso de importación más dinámico fue Combustibles y lubricantes, con un alza de 60,2% i.a., contribuyendo así a disminuir el saldo comercial del sector, que en 2006 había llegado a representar alrededor de la mitad del superávit comercial total (ver Gráfico V.10).

Si bien crecen a un ritmo menor al total, las importaciones de Bienes de capital muestran un aumento importante, explicado íntegramente por una suba en las cantidades, impulsando así la inversión en Equipo durable de producción (ver Apartado 2 y Gráfico V.11). Dentro de este rubro se destacan las compras de vehículos para transporte de mercancías y celulares, además de la importación de aeronaves. Por otro lado, la importación de Bienes intermedios exhibe un aumento de 30% i.a., impulsada en parte por el crecimiento de la producción industrial. Adicionalmente, se observan mayores compras de insumos para el agro, como fertilizantes (fosfatos y mezclas de urea) y herbicidas (glifosato). En el caso de los Bienes intermedios resulta considerable el aporte de los precios de importación, que presentan un alza de 10% i.a., en buena medida vinculada con el

**Gráfico V.12**  
**Intercambio Comercial con Principales Socios**  
(primeros 11 meses de 2007)



encarecimiento de los derivados del petróleo (materias primas plásticas, algunos agroquímicos, etc.).

La importación de Bienes de consumo y Vehículos automotores muestra un ritmo de incremento ligeramente superior al promedio, con una participación creciente de los productos de origen asiático. En particular, se destaca la evolución de las compras de bienes de consumo durable (51% i.a.), como ser motocicletas y electrodomésticos. En cuanto al comercio automotriz, el alza de las importaciones determina que el sector continúe siendo deficitario, a pesar del dinamismo que presentan las ventas externas sectoriales.

Se espera que en 2008 las importaciones moderen el ritmo de expansión y exhiban un aumento cercano a 20% i.a.. La elasticidad importaciones-Producto sería de alrededor de 2,2, inferior a la estimada para 2007, debido a la menor incidencia que tendrían las compras de combustibles, pero ligeramente superior a la observada en 2005 y 2006. De esta manera, en 2008 el saldo comercial seguiría siendo superavitario, ubicándose en torno a US\$10.000 millones.

**Cuadro V.5**  
**Estimación del Balance de Pagos. Cuenta Capital y Financiera**  
(millones de US\$)

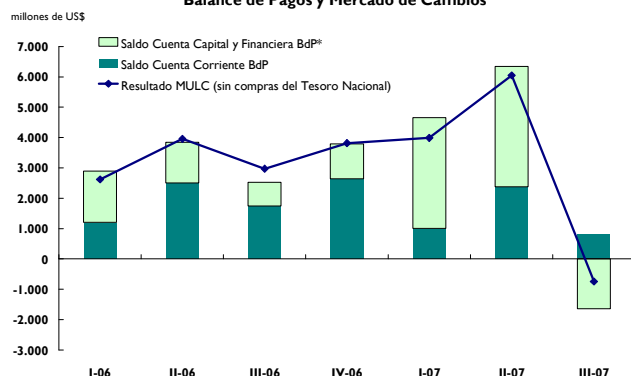
	2005	III-06	IV-06	2006	I-07	II-07	III-07	Var. III-07 / III-06
Cuenta capital y financiera	3.391	1.083	-28	-5.562	2.450	5.048	-1.686	-2.769
Cta. capital y fin. (errores y omisiones)*	3.166	788	1.153	4.968	3.653	3.965	-1.638	-2.426
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	1,9	2,0	0,0	-2,6	4,5	7,5	-2,6	-4,6
Cuenta capital	89	45	1	97	12	2	97	52
Cuenta financiera	3.302	1.038	-29	-5.659	2.438	5.046	-1.784	-2.821
Sector Bancario	-4.356	384	-562	-10.521	350	-219	991	606
Sector Público no Financiero	3.368	-356	1.416	3.132	799	991	-108	248
Sector Privado no Financiero	4.290	1.009	-883	1.730	1.290	4.274	-2.666	-3.675
Errores y Omisiones Netos	-226	-295	1.181	1.000	1.204	-1.083	49	344
Variación de Reservas Internacionales	8.857	2.530	3.791	3.530	4.660	6.340	-842	-3.372

(\*) Descartada la cancelación total de la deuda con el FMI por US\$9.530 millones efectuada el primer trimestre de 2006.

Fuente: INDEC

En relación al intercambio comercial por socios, el superávit de US\$9.368 millones logrado en los primeros once meses de 2007 estuvo explicado en gran medida por los resultados con Chile y la Unión Europea (UE). Por otro lado, se registró un considerable saldo negativo con Brasil y, en menor medida, con los países del NAFTA (Canadá, EEUU y México), bloque con el cual se pasó de tener superávit en 2006 a déficit en 2007. El saldo negativo con Brasil tuvo un moderado aumento, pasando de US\$3.575 millones a US\$4.005 millones en el período analizado, en tanto que disminuyó el superávit en el intercambio con Chile y China, en este caso debido al incremento de más de 60% en las importaciones. Compensando parcialmente dichos movimientos, se amplió el excedente con el Resto del mundo, en particular con los demás países de la ALADI<sup>36</sup> y con Medio Oriente (ver Gráfico V.12).

**Gráfico V.13**  
**Balance de Pagos y Mercado de Cambios**



\* Descartado el pago de US\$9.530 millones al FMI del primer trimestre de 2006. Incluye errores y omisiones netos.

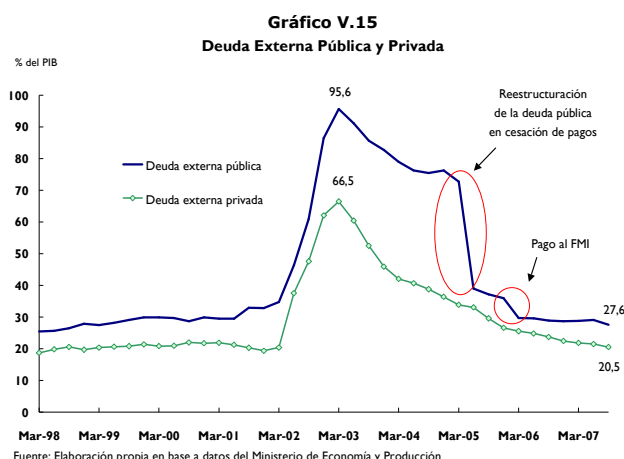
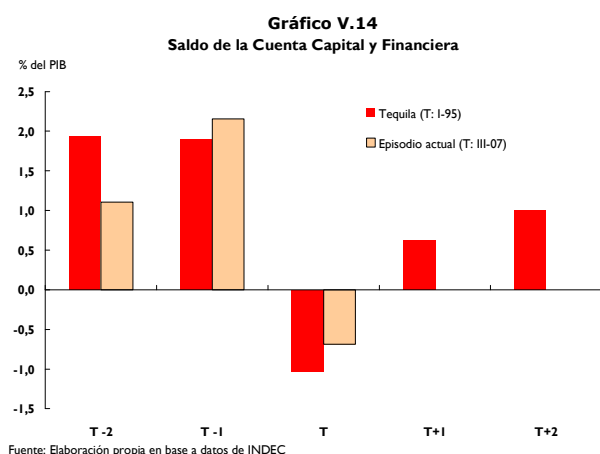
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y BCRA

En el ámbito de las negociaciones comerciales, a mediados de diciembre el Mercosur firmó un acuerdo de libre comercio con Israel, primero de este tipo que suscribe el bloque regional con un país fuera de Latinoamérica. El tratado prevé que durante los primeros cuatro años las operaciones comerciales entre Israel y el Mercosur tendrán una tasa aduanera un 40% más baja a la actual, y a los 10 años está previsto que esa tasa se elimine para la mayoría de los productos industriales y agrícolas.

Por otra parte, continúan las conversaciones entre Argentina y Brasil destinadas a establecer un mecanismo de pagos que evite la utilización del dólar estadounidense en el comercio entre ambos países, lo que permitiría agilizar el intercambio y reducir los costos de transacción. Además, se espera que en los próximos meses se definan las condiciones de un nuevo pacto sobre la Política Automotriz del Mercosur (PAM), mecanismo

<sup>36</sup> Asociación Latinoamericana de Integración: incluye, además de Chile, México y los países del Mercosur, a Colombia, Ecuador, Cuba, Perú, Venezuela y Bolivia.





**Cuadro V.6**  
**Indicadores de Sustentabilidad**

Indicador	1994	2001	2006
Cuenta corriente (en % del PIB)	-4,3	-1,7	3,8
Balance comercial (en % del PIB)	-1,6	2,8	6,5
Términos del Intercambio (1993 = 100)	101,2	105,9	120,8
Precios de Exportación (1993 = 100)	102,7	94,8	120,4
ITCRM (Dic'01=100)	112,7	98,5	235,7
Reservas Internacionales <sup>1</sup> (fin de período)	17.820	14.913	32.037
Deuda Externa Total (como % del PIB)	34,0	61,9	50,7
Deuda Externa del Sector Público no Financiero (como % del PIB) <sup>2</sup>	23,8	32,7	28,2
Servicio anual de Intereses de la Deuda Externa del Sector Público no Financiero <sup>2</sup>	1,1	2,4	1,2
. en % del PIB	16,5	43,7	8,1
Servicio anual de capital de la Deuda Externa del Sector Público no Financiero <sup>2</sup>	1,0	3,3	2,2
. en % del PIB	14,3	59,6	14,7
Posición de Inversión Internacional <sup>1-3</sup>	-15.544,0	-60.135,0	10.097,0
<b>Ratios de cobertura</b>			
Deuda Externa Total / Reservas (en %)	482,1	940,6	339,0
Deuda Externa del Sector Público no Financiero / Reservas (en %)	343,8	589,5	187,6
Cobertura de Importaciones con Reservas (en meses)	9,9	8,8	11,3

<sup>1</sup> En millones de US\$

<sup>2</sup> La reducción, en términos del PIB, de los servicios de la deuda externa del Sector Público no Financiero se ve compensada parcialmente por el Producto disminuido al ser expresado en dólares.

<sup>3</sup> Activos de residentes netos de sus pasivos con no residentes.

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

que regula el intercambio de vehículos y autopartes dentro del bloque y cuyo esquema actual vence en junio de 2008.

### V.3 Cuenta Capital y Financiera

Luego de la fuerte entrada de capitales registrada en la primera mitad de 2007, el saldo de la Cuenta Capital y Financiera pasó a ser negativo en el segundo semestre, afectado por las turbulencias observadas en los mercados financieros mundiales. No obstante, en el total del año se habría registrado un ingreso neto, sostenido por el crédito comercial al sector privado no financiero y, en menor medida, por la colocación de deuda pública entre no residentes (ver Cuadro V.5 y Gráfico V.13).

La volatilidad de los mercados internacionales comenzó a finales de julio, a partir del deterioro del mercado inmobiliario y la agudización de los problemas en el segmento de préstamos hipotecarios de baja calificación en EEUU. Este episodio, que generó una revalorización de los riesgos acerca de la real exposición del sistema bancario global a las pérdidas asociadas, constituye la crisis financiera a nivel mundial más importante de los últimos diez años, provocando una considerable salida de capitales en los mercados emergentes. Para nuestro país, la reversión de los movimientos de capitales fue comparable a la ocurrida durante el “efecto Tequila”, teniendo en cuenta que entre el segundo y el tercer trimestre de 2007 el saldo de la Cuenta Capital y Financiera pasó de 2,1% del PIB a -0,7% del PIB (caída de 2,8 puntos), magnitud similar a la registrada entre el cuarto trimestre de 1994 y el primer trimestre de 1995 (ver Gráfico V.14).

Este fenómeno se reflejó en el egreso neto de divisas de la Cuenta Financiera del sector privado no financiero en la segunda mitad del año, originado principalmente en la formación de activos externos, que contrasta con el fuerte ingreso registrado en el primer semestre. Sin embargo, la Inversión Extranjera Directa (IED) registró en el tercer trimestre del año un ligero aumento interanual, pero que resulta relevante luego de las fuertes caídas exhibidas en los primeros dos trimestres. De todas formas, los ingresos de IED se mantienen en niveles reducidos.

Por otra parte, la deuda externa alcanzó a fin de septiembre US\$118.070 millones, con una leve disminución trimestral de US\$138 millones. En términos nominales, el *stock* de deuda externa es similar al de mediados de 2005, luego de que se concretara la reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos. No obstante, la deuda medida en relación al Producto mantiene la trayectoria descendente iniciada en 2003, ubicándose actualmente en 48,1% del PIB (ver Gráfico V.15). Por su parte, los demás indicadores de sustentabilidad externa, como la Posición de Inversión Internacional o los ratios de deuda externa e importaciones con respecto a las Reservas, muestran que, antes de producirse las turbulencias, el país se encontraba significativamente mejor preparado para enfrentarlas que en el pasado (ver Cuadro V.6). En este sentido, se observó una rápi-

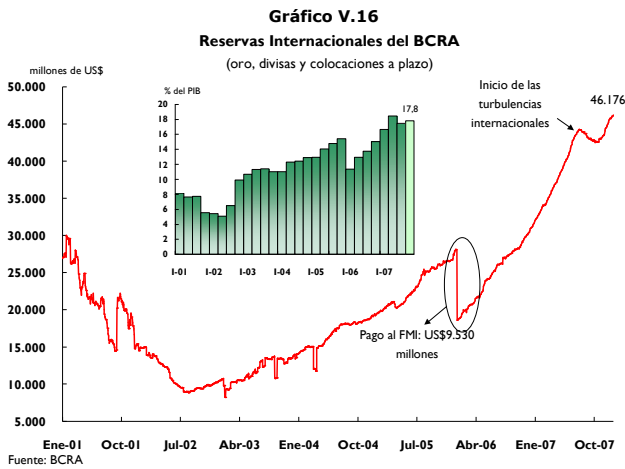


da reversión de los flujos de capitales hacia el país y un limitado impacto sobre las variables reales de la economía.

## V.4 Reservas Internacionales

Luego de la disminución del nivel de Reservas Internacionales durante el tercer trimestre, fenómeno vinculado con la intervención del BCRA en el mercado cambiario para moderar los efectos de las turbulencias internacionales en la plaza doméstica, en los últimos meses del año se retomó el proceso de acumulación de Reservas (ver Gráfico V.16). De este modo, el *stock* de Reservas Internacionales alcanzó US\$46.176 millones a fin de 2007, con lo cual la acumulación a lo largo del año totalizó US\$14.139 millones.

Actualmente, las Reservas representan 17,8% del PIB, proporción levemente inferior a la vigente a mitad de año pero que supera ampliamente el nivel máximo logrado antes de la devaluación (9,8% en el segundo trimestre de 2000). En 2008 se mantendría la política prudencial de acumulación de Reservas, estrategia de carácter anticíclico destinada a reducir la vulnerabilidad externa de la economía y que permite contar con un seguro frente a coyunturas adversas.



## VI. Finanzas Públicas

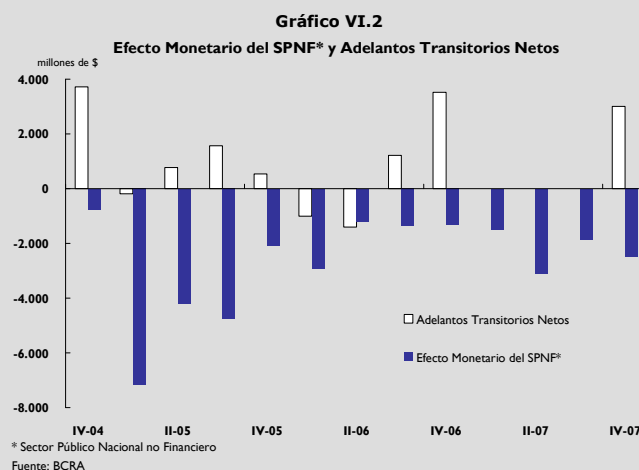
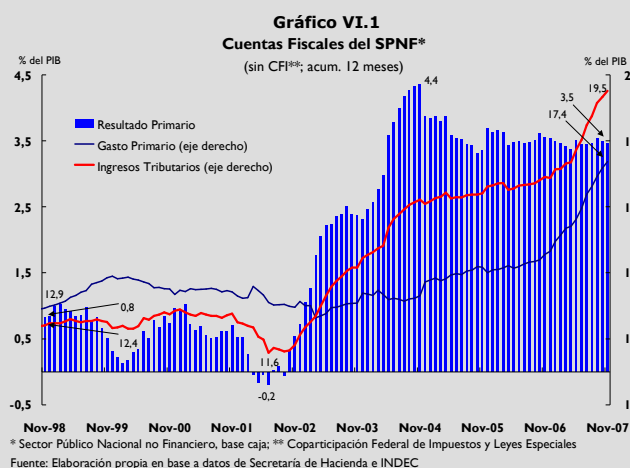
### VI.1 Síntesis

Las finanzas públicas nacionales habrían exhibido en 2007, por cuarto año consecutivo, un superávit primario superior a 3% del Producto. El resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) ascendería aproximadamente a 3,2% del PIB en 2007, superando el 2,96% pautado en el Presupuesto Nacional 2008 (PN-08) para ese año, aunque por debajo del resultado alcanzado el año anterior (3,5% del PIB). Los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional cumplieron un rol significativo para el logro de la meta presupuestaria, ya que representaron aproximadamente 1% del PIB. Asimismo, se destacó el fuerte incremento de los ingresos tributarios, en un marco en el cual el gasto primario continuó creciendo a tasas elevadas, incluso por encima del ritmo de crecimiento de los ingresos.

La Recaudación Tributaria Nacional en 2007 se elevó 33,2% interanual (i.a.) en términos nominales, representando cerca de 24,8% del PIB, impulsada básicamente por los ingresos del Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la Seguridad Social (excluyendo los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional) y el Impuesto a las Ganancias, que explicaron 73% del alza interanual. En el último trimestre del año los derechos que gravan el comercio exterior cobraron mayor relevancia, debido principalmente al dinámico desempeño de las ventas externas y a los aumentos de alícuotas de los Derechos de Exportación sobre determinados productos.

En el año que comienza, se prevé nuevamente un alza de la recaudación en términos del PIB, al considerar, entre otros factores, los aumentos de alícuotas de los Derechos de Exportación en un escenario de sostenido aumento de las ventas externas, y los mayores ingresos de la Seguridad Social. En tanto, el gasto primario crecería a tasas inferiores a las observadas en 2007, proyectándose cierta desaceleración en el crecimiento de las transferencias al sector privado y del gasto de capital, entre otros rubros. De esta forma, en 2008 se cumpliría la pauta de superávit primario del SPNF de 3,15% del PIB contemplada en el PN-08, previéndose un resultado financiero superior a 1% del Producto, en línea con los resultados que se habrían registrado en 2007.

Durante el último trimestre de 2007, el Sector Público continuó siendo factor de contracción de la Base Monetaria, previéndose que en 2008 siga generando un efecto monetario contractivo incluso mayor al de 2007. Asimismo, entre octubre y diciembre del año pasado el Gobierno Nacional realizó emisiones (la mayoría de ellas denominadas en dólares) por valor efectivo US\$2.500 millones, que sumados al uso neto de Adelantos Transitorios otorgados por el BCRA al Tesoro Nacional (TN) por \$3.000 millones, garantizarán la cobertura de parte de las necesidades de financiamiento de 2008. En este marco, el financiamiento de las obligaciones del TN para el año en curso no presentaría mayores dificultades, aunque deberá tenerse en cuenta su composición y efecto monetario. Por otra parte, un elemento a monitorear será la evolución de las cuentas públicas provinciales y la magnitud de las necesidades de financiamiento subnacionales, aún teniendo en cuenta que en parte podrían ser cubiertas por el TN.



## VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

### Ingresos

Los ingresos tributarios continuaron creciendo a tasas elevadas en 2007, en un escenario de importante expansión del PIB nominal, mostrando una aceleración en relación con el ritmo de incremento exhibido en 2006. En particular, durante el año pasado la Recaudación Tributaria Nacional medida a precios corrientes se elevó 33,2% interanual (i.a.), 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, que aportaron 73% del alza interanual (ver Cuadro VI.1). Entre el resto de los tributos se destacó el dinámico desempeño de los tributos que gravan al comercio exterior, que aportaron 15% de la suba interanual de la recaudación total. Así, en 2007 la recaudación sumó \$199.781 millones, en línea con la previsión incluida en el Presupuesto Nacional 2008 (PN-08) para el año pasado<sup>37</sup>. Adicionalmente, se verificó un nuevo aumento de la participación de la recaudación tributaria en relación al Producto, ubicándose en torno a 24,8% del PIB (1,9 puntos porcentuales -p.p.- interanuales). En particular, en el último trimestre del año la recaudación tributaria continuó acelerándose y se elevó 35% i.a., luego de crecer 33% i.a. entre enero y septiembre (ver Gráfico VI.3).

Los ingresos acumulados del IVA<sup>38</sup> en 2007 totalizaron cerca de 7,8% del PIB, mostrando un alza de 0,6 p.p. en relación con 2006, en un escenario de importante expansión del consumo privado (ver Gráfico VI.4). Para 2008 se espera un leve aumento de la participación del tributo en términos del Producto, alentado por las perspectivas de desempeño del consumo privado.

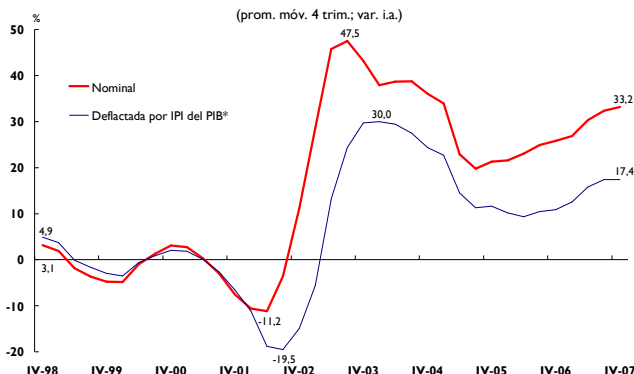
Por su parte, los recursos de la Seguridad Social, que excluyen los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional, mostraron nuevamente el mejor desempeño entre todos los tributos durante 2007, incrementándose 50% i.a. en términos nominales y aumentando 0,8 p.p. del PIB hasta representar aproximadamente 4,4% del Producto (ver Gráfico VI.5). El fuerte crecimiento de los ingresos respondió al aumento del empleo formal y de las remuneraciones (ver Sección IV). Asimismo, a partir de abril de 2007 se elevó la remuneración máxima sujeta a aportes personales, que pasó de \$4.800 a \$6.000 mensuales<sup>39</sup>, actualizándose en septiembre el límite hasta \$6.750 mensuales<sup>40</sup>. De esta forma, la evolución de los ingresos de la Seguridad Social explicó una porción relevante del alza de la presión tributaria en 2007. Cabe señalar que a partir de enero de 2008 comenzarán a recaudarse los aportes personales asociados al traspaso de afiliados desde el sistema de capitalización individual al de reparto, lo que sumado al aumento pre-

**Cuadro VI.1**  
Recaudación Tributaria Nacional  
(millones de \$)

Impuesto	Acum. a Diciembre		Diferencia		Contrib. Acum. %
	2006 (A)	2007 (B)	Absoluta (B)-(A)	% (B)/(A)-1	
Ganancias	33.615	42.855	9.240	27,5	18,6
IVA Total (1)=(2)+(3)	50.367	66.659	16.292	32,3	
IVA DGI (2)	30.075	39.260	9.185	30,5	
IVA DGA (3)	20.292	27.399	7.107	35,0	
Devoluciones de IVA (4)	3.263	3.990	726	22,3	31,3
IVA (5)=(1)-(4)	47.104	62.669	15.565	33,0	
Ganancia Mínima Presunta	1.084	1.299	215	19,8	0,4
Bienes Personales	2.077	2.492	415	20,0	0,8
Derechos de Importación	5.019	6.859	1.841	36,7	3,7
Derechos de Exportación	14.712	20.450	5.738	39,0	11,5
Combustibles	6.573	7.466	893	13,6	1,8
Internos	4.092	4.718	626	15,3	1,3
Seguridad Social	23.603	35.330	11.727	49,7	23,6
Créditos y Débitos en Ctas. Bancarias	11.686	15.065	3.379	28,9	6,8
Otros	445	579	134	30,0	0,3
<b>TOTAL (sin capitalización)</b>	<b>150.008</b>	<b>199.781</b>	<b>49.773</b>	<b>33,2</b>	

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

**Gráfico VI.3**  
Recaudación Tributaria Nacional  
(prom. móv. 4 trim.; var. i.a.)



\* Índice de Precios Implícitos del PIB

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

<sup>37</sup> Como es habitual, el Presupuesto Nacional 2008 (PN-08) contiene previsiones para el año anterior. Los datos no son estrictamente comparables, porque el PN-08 indica los ingresos tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), en tanto que los datos comentados se refieren a la recaudación tributaria de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP). No obstante, en general la diferencia no es significativa y no afecta el sentido de la comparación.

<sup>38</sup> Neto de devoluciones.

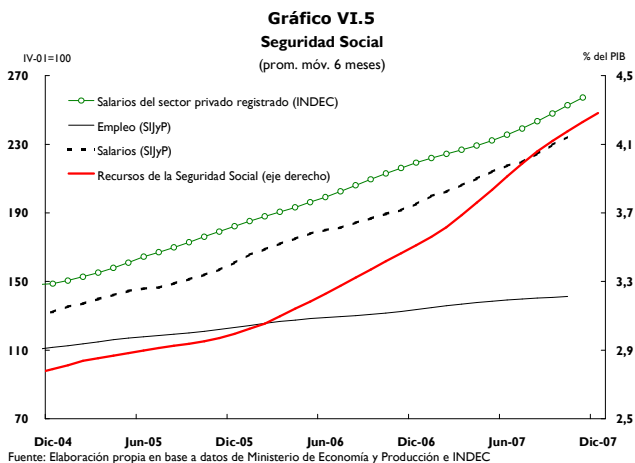
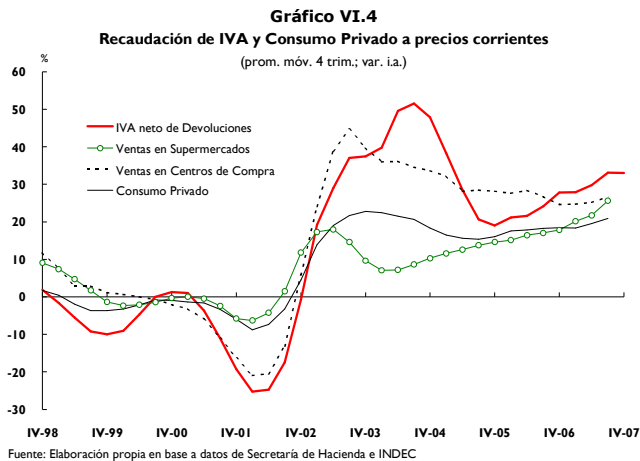
<sup>39</sup> El artículo 1° de la Ley N° 26.222 de Reforma Previsional establece el haber máximo sujeta a aportes personales en 75 Módulos Previsionales (MOPRE).

<sup>40</sup> El artículo 5° del Decreto N° 1.346/07 establece el haber máximo sujeta a aportes personales en 84,375 MOPRE.

visto en los salarios y en el empleo formal, permitiría sostener el desempeño positivo de los ingresos de la Seguridad Social para este año, aunque previéndose una variación interanual algo menor a la verificada durante 2007.

En tanto, los ingresos del Impuesto a las Ganancias exhibieron un incremento de 28% en términos nominales durante 2007, en un marco de sostenida expansión del nivel de actividad, aumento del impuesto determinado de las empresas y suba de las remuneraciones imponibles, que generaron principalmente mayores ingresos por anticipos de sociedades y retenciones. Sin embargo, el crecimiento se vio atenuado por el aumento de las deducciones personales y la modificación del porcentaje de disminución de las deducciones para ganancias netas por montos inferiores o iguales a \$91.000 para el período fiscal 2007<sup>41</sup>. Con todo, los ingresos del Impuesto a las Ganancias se incrementaron desde 5,1% del PIB en 2006 a cerca de 5,3% del PIB el año pasado (ver Gráfico VI.6). En 2008, se prevé un incremento interanual similar en términos del Producto, consistente con la proyección de mayor nivel de actividad económica y de suba de las remuneraciones, que generarían un alza en los impuestos determinados, y por lo tanto, en los saldos de declaraciones juradas, anticipos y retenciones.

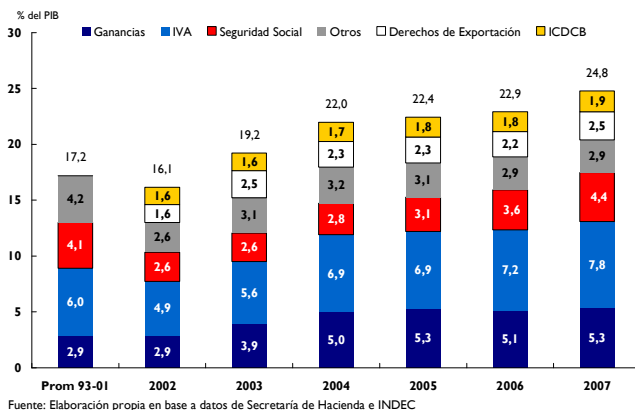
Por su parte, los tributos relacionados al comercio exterior cobraron mayor relevancia durante 2007, creciendo a un ritmo superior al de la recaudación total, en el marco del dinámico desempeño de las ventas y compras externas. Asimismo, hacia fines de año comenzaron a incidir los aumentos de alícuotas de los Derechos de Exportación sobre determinados productos definidos en noviembre (ver Sección V). En particular, los Derechos de Exportación crecieron 39% i.a., mostrando un aumento superior al de las ventas externas valuadas en pesos, que subieron 20% en los primeros once meses del año. En tanto, los Derechos de Importación aumentaron 37% i.a. en términos nominales, en línea con la suba de las compras externas, que entre enero y noviembre de 2007 crecieron 32% i.a. (medidas en pesos), en un contexto de fuerte expansión de la economía. Cabe señalar que, 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 28% i.a. entre enero y septiembre de 2007, para luego elevarse 67% i.a. en el último trimestre del año (ver Gráfico VI.7). Esto respondería, en parte, al desempeño de las exportaciones que más tributan, especialmente las vinculadas al complejo sojero, que tuvieron un mayor dinamismo en el último trimestre del año y a la mencionada modificación de las alícuotas sobre determinados bienes agrícolas y sobre los hidrocarburos. Para 2008, el efecto pleno de la suba de las alícuotas, en conjunto con las perspectiva de elevados precios y aumento de las cantidades de las principales materias primas que exporta el país, aportarían ingresos equivalentes a cerca de 1 p.p. del Producto adicional a lo recaudado durante 2007.



<sup>41</sup> Decreto N° 298/07, Ley N° 26.287 y Resolución General AFIP N° 2.299/07.

Los recursos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) se elevaron 29% i.a. en términos nominales en 2007, impulsados por el aumento de las transacciones bancarias gravadas, en un escenario en el que el sistema financiero gana profundidad. Así, el año pasado la recaudación diaria promedio del tributo alcanzó \$61 millones, exhibiendo una suba de \$14 millones (30%) en relación con 2006. Sin embargo, el crecimiento de los ingresos del ICDCB fue levemente inferior al de la recaudación tributaria total.

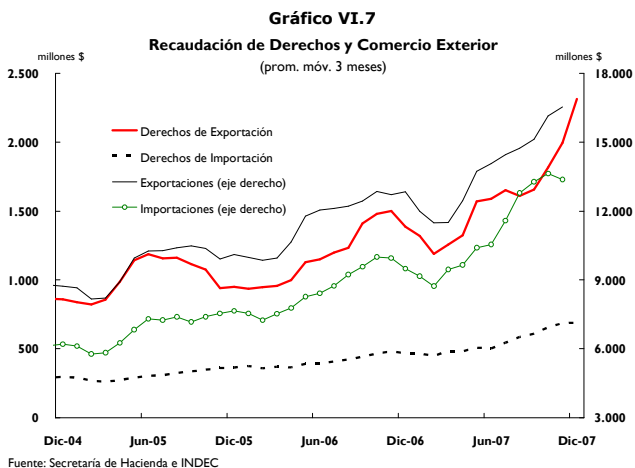
**Gráfico VI.6**  
Composición de la Recaudación Tributaria Nacional



Así, durante 2007 la presión tributaria habría ascendido a 24,8% del PIB, alcanzando un nuevo récord histórico. Para 2008, se prevé que los recursos impositivos mantengan la tendencia ascendente, impulsados principalmente por los ingresos por Derechos de Exportación y por los recursos de la Seguridad Social. De esta forma, la presión tributaria nacional podría exhibir una suba similar a la de 2007 y superaría 26,5% del PIB en el año.

Por su parte, entre los otros recursos tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) se verificó el ingreso extraordinario, en el marco de la Reforma Previsional, de \$7.788 millones acumulados a noviembre. Así, en línea con lo estimado en los últimos tres **Informes de Inflación**, la Reforma Previsional habría sumado ingresos por un monto aproximado equivalente a 1% del Producto en todo 2007. Para 2008, el ingreso de estos recursos extraordinarios será considerablemente menor e involucraría únicamente las transferencias al sistema de reparto de los saldos capitalizados inferiores a \$20.000 de aquellas personas que en 2008 alcancen la edad mínima exigida.

## Gasto y Resultado



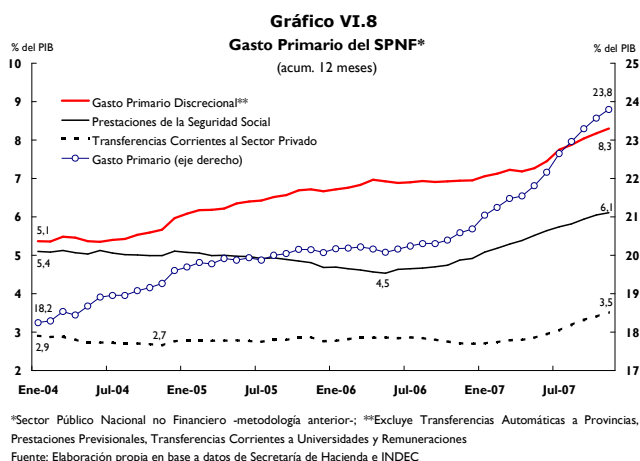
El gasto primario del SPNF siguió mostrando una tendencia ascendente en 2007 y habría continuado creciendo a tasas superiores a las observadas en los años anteriores (en torno a 43% i.a.)<sup>42</sup>. Sin embargo, durante el último trimestre del año el crecimiento del gasto primario habría exhibido una desaceleración respecto del trimestre anterior, aunque todavía sería mayor al ritmo de crecimiento de los ingresos (ver Gráfico VI.8). La suba fue impulsada principalmente por las Prestaciones de la Seguridad Social y por las Transferencias al Sector Privado. Así, los subsidios al sector privado, sumados al aumento del gasto de capital, explican la suba observada en el gasto primario discrecional<sup>43</sup> (cerca de 50% i.a.).

Las Prestaciones de la Seguridad Social mostraron un importante aumento en 2007 (alrededor de 57% i.a.) impulsando el incremento del gasto primario, en un marco de actualización de haberes<sup>44</sup> y de fuerte incorporación de beneficiarios a la Moratoria Previsional y a la Prestación Anticipada por Desem-

<sup>42</sup> Según la metodología actual, que excluye de los ingresos y gastos a las Transferencias Automáticas a Provincias, Leyes Especiales y otros conceptos de afectación automática a Provincias, el crecimiento del gasto primario rondaría 48% i.a..

<sup>43</sup> Excluye Transferencias Automáticas a Provincias, Prestaciones Previsionales, Transferencias Corrientes a Universidades y Remuneraciones.

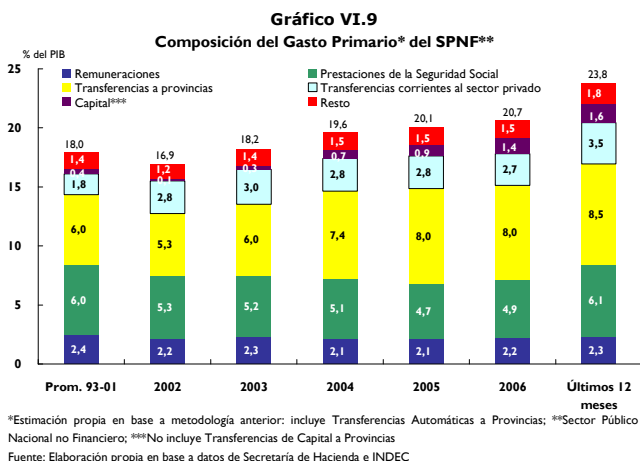
<sup>44</sup> El artículo 45° de la Ley N° 26.198 de Presupuesto Nacional 2007 determinó una movilidad de 13% a partir de enero de 2007, en tanto que el Decreto N° 1.346/07 estableció un aumento de 12,5% a partir de septiembre de ese año.



pleo<sup>45</sup>. Así, los haberes previsionales representaron aproximadamente 6,1% del PIB, exhibiendo un aumento interanual de 1,2 p.p. (ver Gráfico VI.9). En 2008, la tendencia del gasto previsional continuaría su sendero ascendente, aunque se espera una moderación del ritmo de crecimiento asociada a una menor incidencia interanual de la incorporación de beneficiarios a la Moratoria Previsional y a la Prestación Anticipada por Desempleo. Cabe señalar que si bien la Ley N° 26.337 de PN-08 no prevé actualización de los montos de los haberes, el artículo 43° de esa Ley encomendó al Poder Ejecutivo Nacional a elevar al Congreso un proyecto de Ley referido a la movilidad de las prestaciones previsionales<sup>46</sup>.

Por otro lado, las transferencias al sector privado crecieron aproximadamente 60% i.a. en 2007, influidas por las erogaciones destinadas a solventar los subsidios al transporte urbano de pasajeros y al sector energético para estabilización de tarifas, la asistencia médica y social de los afiliados al Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSSpJyP) y las asignaciones familiares, entre otros conceptos. En 2008, las transferencias al sector privado mantendrían una tendencia ascendente, aunque se espera cierta desaceleración en su crecimiento, debido, entre otros aspectos, a la actualización de algunas tarifas de servicios públicos, como las ya evidenciadas en el transporte público de pasajeros.

Por su parte, ligado al importante incremento de la Recaudación Tributaria Nacional comentado anteriormente, la Coparticipación Federal de Impuestos (CFI) y los otros conceptos de afectación automática a provincias se incrementaron cerca de 31% en 2007, lo que significó una suba interanual de aproximadamente 0,5 p.p. del PIB.



A su vez, a pesar de que su incidencia en términos nominales fue menor que la de los rubros previamente mencionados, el gasto de capital creció alrededor de 33% i.a., registrando un aumento inferior al exhibido en 2006 (65% i.a.). En particular, la Inversión Real Directa (IRD) aumentó casi 40% i.a., notándose una importante desaceleración en el último trimestre del año, en tanto que las transferencias de capital a provincias subieron cerca de 22% i.a., impulsadas por las transferencias no automáticas. Por su parte, la inversión financiera se habría duplicado, asociada principalmente a los mayores préstamos destinados al financiamiento del Fondo Unificado Eléctrico. De esta forma, la participación del gasto de capital en términos del Producto continuó en ascenso y habría finalizado el año en torno a 2,6% del PIB (ver Gráfico VI.10). Para 2008, el PN-08 proyecta una desaceleración en el ritmo de crecimiento del gasto de capital.

<sup>45</sup> La Moratoria Previsional, que previó un mecanismo de regularización para convertir en beneficiarios del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP) a aquellas personas que, teniendo la edad para jubilarse, no han realizado los aportes necesarios, se implementó mediante las Leyes N°24.476/1995, N°25.865/2004, y N°25.994/2004, beneficiando a más de 1.200.000 adultos mayores. La Prestación Anticipada por Desempleo (PAD), establecida por la Ley N°25.994/2004, benefició a más de 50.000 personas que, habiendo acreditado los aportes necesarios, no tenían la edad requerida para jubilarse y se encontraban desempleadas.

<sup>46</sup> Este artículo respondió al fallo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación del 8 de agosto de 2006 sobre el caso "Badaro, Adolfo Valentín c/ ANSeS s/ reajustes varios", en el cual exhortó al Congreso de la Nación a que dicte una ley que establezca pautas de aplicación permanentes que aseguren el objetivo constitucional de garantizar la movilidad de los haberes jubilatorios. En tanto, el 26 de noviembre de 2007, la Corte ordenó que el beneficio jubilatorio del demandante se ajustara, entre el 1° de enero de 2002 y el 31 de diciembre de 2006, según las variaciones anuales del nivel general del índice de salarios del INDEC.



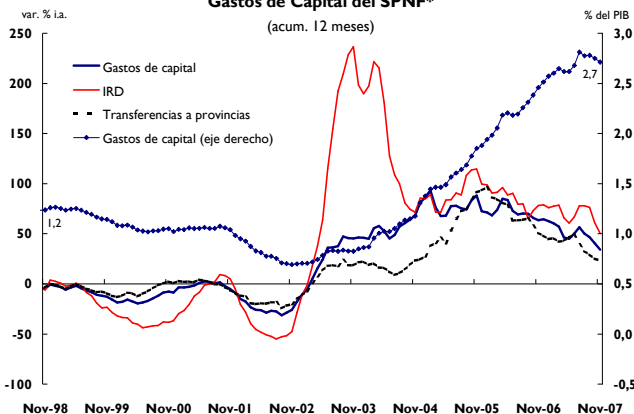
En tanto, el gasto en remuneraciones creció el año pasado cerca de 30% i.a., impulsado por el aumento escalonado de 17% otorgado por el Gobierno Nacional a empleados de la Administración Pública Nacional y de las Fuerzas Armadas y de Seguridad<sup>47</sup>. Cabe destacar que el PN-08 no contempla pautas de actualización de los salarios públicos para el ejercicio 2008.

Así, en 2007, el gasto primario habría representado aproximadamente 24% del PIB<sup>48</sup>, registrando un nivel elevado en términos históricos.

Considerando la evolución de los ingresos y gastos, el SPNF habría registrado en 2007 un superávit primario de aproximadamente 3,2% del PIB, por debajo del registro de 2006 (3,5%), pero superior a las pautas del PN-08 para el año pasado (2,96% del PIB<sup>49</sup>; \$23.143 millones). Dicho resultado fue apuntalado por los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional (\$7.788 millones acumulados a noviembre de 2007; cerca de 1% del PIB). Por su parte, se prevé que este año el superávit primario cumpla la pauta en términos del Producto establecida en el PN-08 (3,15% del PIB), manteniéndose en niveles históricamente elevados (ver Gráfico VI.11). Adicionalmente se proyecta un resultado financiero del SPNF superior a 1% del PIB, en línea con lo esperado para 2007, aunque también mostrando un descenso respecto de períodos previos. Cabe destacar que dado que en 2008 se espera alcanzar un superávit primario similar al de 2007 y que no se prevén ingresos extraordinarios significativos asociados a la Reforma Previsional, la meta presupuestaria implica un esfuerzo de política fiscal.

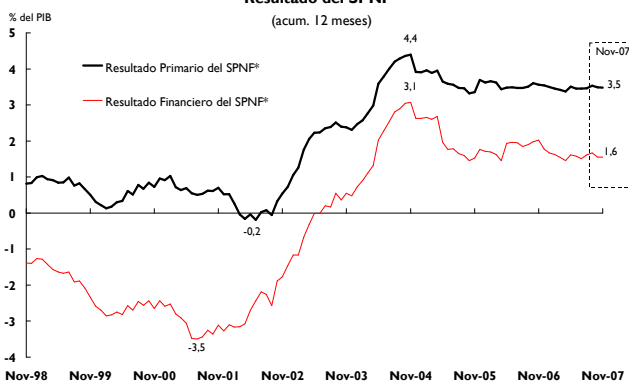
Durante el último trimestre de 2007, el Sector Público continuó siendo factor de contracción de la Base Monetaria, previniéndose que en 2008 siga generando un efecto monetario contractivo incluso mayor al del año pasado. Desde el punto de vista del financiamiento, el superávit primario acumulado en 2007 por el Tesoro Nacional (TN) fue suficiente para atender el pago de los intereses y parte de las amortizaciones de la deuda pública. El resto de las necesidades financieras fueron cubiertas con emisiones de deuda, el financiamiento neto a través de colocación de Letras intra-sector público y el uso de Adelantos Transitorios (AT), dentro de los límites establecidos en la Carta Orgánica del BCRA. Adicionalmente, estas operaciones permitieron que el TN garantice la cobertura de parte de las necesidades de financiamiento de 2008. En este marco, el financiamiento de las obligaciones del TN para el año en curso no presentaría mayores dificultades, aunque deberá tenerse en cuenta su composición y efecto monetario. Por otra parte, un factor de incertidumbre será la evolución de las cuentas públicas provinciales y la magnitud de las necesidades de financiamiento subnacionales, aún teniendo en cuenta que en parte podrían ser cubiertas por el Gobierno Nacional.

**Gráfico VI.10**  
Gastos de Capital del SPNF\*  
(acum. 12 meses)



\* Sector Público Nacional no Financiero; Nota: Estimación propia en base a metodología anterior  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

**Gráfico VI.11**  
Resultado del SPNF\*  
(acum. 12 meses)



\*Sector Público Nacional no Financiero  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

<sup>47</sup> Se concedieron aumentos de 10% en junio y 6,5% en agosto, en el marco de la aplicación de los principales acuerdos salariales establecidos en los Decretos N° 757/07, N° 861/07, N° 871/07, N° 872/07 y N° 885/07.

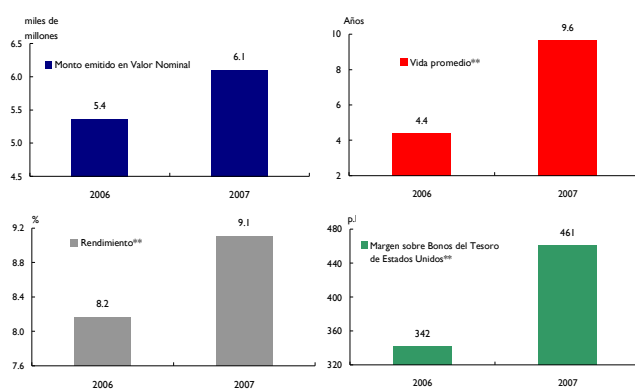
<sup>48</sup> Según la metodología actual, la participación del gasto primario sobre el Producto habría representado cerca de 17,2%.

<sup>49</sup> 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.

Cuadro VI.2					
Emisiones de Bonos en 2006 y 2007					
Bono	Fecha de Licitación o Colocación	Monto de Emisión <sup>1</sup>	Precio de Corte <sup>2</sup>	Rendimiento <sup>2</sup>	Spread sobre Bono del Tesoro de EE.UU. <sup>3</sup>
<b>2006</b>					
<b>En dólares</b>					
BODEN 2012*	19-Ene-06	312	80,0	8,5	418
BODEN 2012*	27-Ene-06	308	81,1	8,3	381
BODEN 2012*	14-Feb-06	308	81,1	7,8	311
BODEN 2012*	21-Feb-06	307	81,4	7,6	298
BONAR V	22-Mar-06	500	94,5	8,4	367
BONAR V	03-May-06	500	96,4	8,1	338
BODEN 2012*	09-May-06	239	83,7	7,5	253
BODEN 2012*	07-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	07-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
<b>Total en dólares 2006</b>		<b>5.365</b>			
<b>2007</b>					
<b>En dólares</b>					
BONAR VII	25-Ene-07	500	99,0	7,7	287
BODEN 2015*	13-Feb-07	779	96,3	8,0	320
BONAR VII	15-Feb-07	500	99,5	7,7	303
BONAR X	12-Abr-07	750	90,3	8,5	372
BONAR X	10-May-07	750	90,9	8,4	378
BODEN 2015*	06-Ago-07	605	82,7	10,7	608
BODEN 2015*	13-Nov-07	604	82,8	10,4	637
BONAR X	14-Nov-07	574	80,0	10,5	627
DESCUENTO**	19-Nov-07	542	111,9	8,9	460
BODEN 2015**	31-Dic-07	503	82,4	10,7	690
<b>Total en dólares 2007</b>		<b>6.106</b>			
<b>En Pesos</b>					
BONAR ARG \$ V	07-Jun-07	1.500	95,6	11,7	-
<b>Total en pesos 2007</b>		<b>1.500</b>			

(1) Valor nominal en millones, en moneda de origen; (2) En %; (3) En puntos básicos  
 (\*) Colocaciones directas a la República Bolivariana de Venezuela; (\*\*) Colocaciones directas a la Administración Nacional de la Seguridad Social - ANSeS-  
 Fuente: Secretaría de Finanzas

**Gráfico VI.12**  
**Indicadores de Emisiones de Deuda**  
 (Colocaciones en dólares\*)



\* Incluye licitaciones y colocaciones directas; \*\* Promedio ponderado por Valor Nominal  
 Fuente: Secretaría de Finanzas

Entre octubre y diciembre de 2007 el Gobierno Nacional realizó emisiones de bonos en dólares por valor efectivo (VE) US\$1.980 millones (ver Cuadro VI.2 y Gráfico VI.12). A mediados de noviembre se realizó una adjudicación directa a la República Bolivariana de Venezuela por VE US\$500 millones de BODEN 2015 con un rendimiento de 10,4% (*spread* sobre el bono del Tesoro de EE.UU. de 637 puntos básicos -p.b.-), que implicó un incremento de 29 p.b. respecto de la anterior colocación efectuada en agosto. De esta forma, las adjudicaciones directas a la República Bolivariana de Venezuela representaron en 2007 aproximadamente un 30% de las emisiones totales de bonos, a diferencia de 2006, cuando la proporción de ese financiamiento se ubicó cerca de la mitad. Adicionalmente, se colocaron en el mercado BONAR X por VE US\$459 millones, con un rendimiento de 10,5% (627 p.b. sobre el bono del Tesoro de EE.UU.). Posteriormente la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) suscribió en forma directa bonos DESCUENTO en dólares –ley argentina– por VE US\$607 millones y BODEN 2015 por VE US\$414 millones.

En cumplimiento de lo dispuesto en las normativas relacionadas con el Canje de Deuda realizado en 2005<sup>50</sup> se procedió a aplicar el 5% del excedente de crecimiento del año 2005 a la recompra de títulos públicos correspondientes a los instrumentos emitidos en la respectiva reestructuración de deuda. Así, se rescataron en moneda de origen bonos DESCUENTO en pesos por VN \$483 millones, bonos PAR en pesos por VN \$160 millones, Bonos CUASIPAR por VN \$632 millones, 3.606 millones de valores nominales de cupón ligado al PIB en pesos y 20 millones de valores nominales de cupón ligado al PIB en dólares (legislación argentina). Adicionalmente, se verificó un desembolso del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) al TN por US\$350 millones. Asimismo, en 2007 el BCRA otorgó A T al TN por \$3.000 millones adicionales a los concedidos durante 2006. En tanto, el TN se financió en términos netos, mediante Letras a otros organismos públicos, por \$1.649 millones, de los cuales \$1.300 millones correspondieron a una nueva Letra colocada a la ANSeS. De esta forma, el financiamiento intra-sector público (mediante letras y bonos) sumó cerca de US\$1.550 millones en 2007.

## Deuda Pública

La Deuda Pública Nacional (DPN) se mantuvo prácticamente estable desde el fin del proceso de la reestructuración de la mayor porción de los pasivos públicos en 2005, y a septiembre de 2007 totalizó US\$137.114 millones<sup>51</sup>, aumentando US\$388 millones (0,3%) durante los primeros tres trimestres de 2007. Asimismo, el continuo crecimiento nominal del Producto permitió que la DPN siga disminuyendo en términos del PIB. En efecto, al 30 de septiembre de 2007 la relación entre el *stock* de la DPN y el Producto fue de 56,7%, cayendo la participación

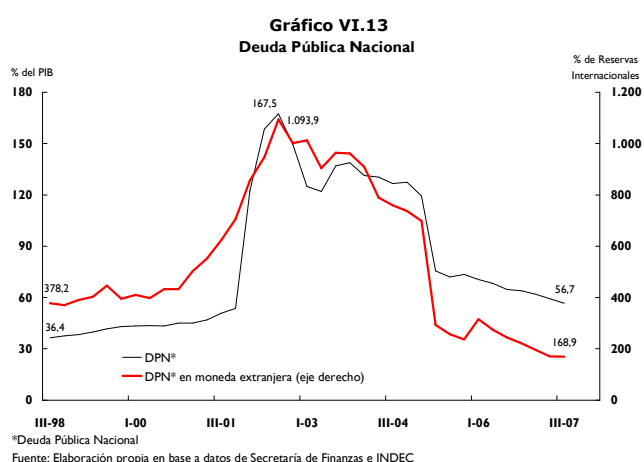
<sup>50</sup> Decreto N°1.735/04 y Resolución N°20/05 del Ministerio de Economía y Producción.

<sup>51</sup> Cabe destacar que el *stock* de la DPN no incluye el saldo de los títulos que no ingresaron al Canje 2005 (*holdouts*). Al respecto, de acuerdo a la Ley N°26.017, el Poder Ejecutivo no puede reabrir la oferta global de canje para dicha deuda, figurando en el Prospecto dentro de los *risk factors* que los *holdouts* pueden permanecer impagos indefinidamente.

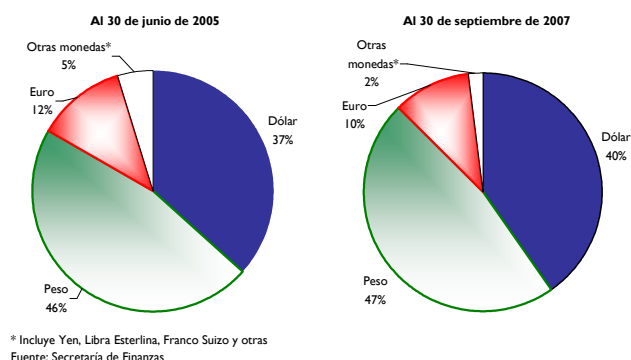
en 7,2 p.p. durante los primeros nueve meses del año (ver Gráfico VI.13).

La composición por moneda se mantuvo similar a la de los trimestres anteriores. En efecto, la participación de la deuda en dólares alcanzó 40%, mientras que la deuda denominada en pesos representó 47% del total, manteniendo una proporción similar desde el Canje de Deuda realizado en 2005, a pesar de la baja participación que las emisiones de deuda en pesos han tenido en el total de colocaciones (ver Gráfico VI.14). Este comportamiento se explicaría como consecuencia de que 41% de la DPN se ajusta por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) que acumuló, desde junio de 2005, un aumento de 23%, compensado levemente por la depreciación nominal del peso frente al dólar acumulada en igual período (9%).

Finalmente, en un contexto de aumento de los *spreads* de deuda soberana de las economías emergentes, se verificó un incremento en la tasa de interés promedio ponderada de los distintos instrumentos de la DPN. En particular se destaca la suba verificada en los últimos trimestres de la tasa correspondiente a títulos emitidos en pesos sin actualización por CER. Dicho aumento respondería mayormente al cambio en la composición de la deuda que se origina al amortizar títulos públicos a tasas de interés contractuales relativamente bajas y emitir nuevos instrumentos a tasas más cercanas a las del mercado, tales como las letras intra-sector público.



**Gráfico VI.14**  
**Deuda Pública Nacional**  
(Composición por moneda)



## VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

### VII.1 Síntesis

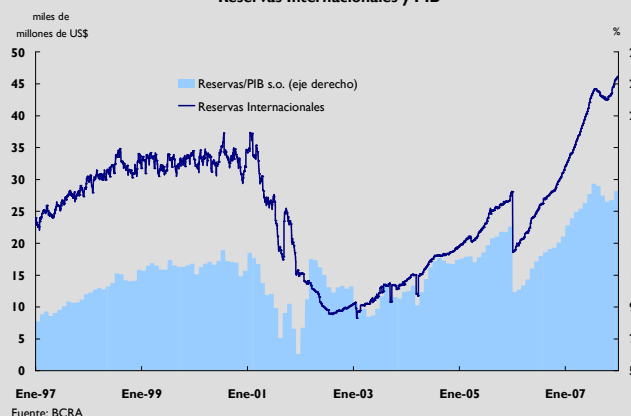
El Banco Central completó dieciocho trimestres consecutivos de cumplimiento del Programa Monetario al ubicarse el M2 en \$145.750 millones en diciembre 2007. De esta forma, como en los últimos seis trimestres, el crecimiento anual de este agregado se ubicó por debajo del correspondiente al producto nominal, reflejando el compromiso de esta institución en mantener la disciplina monetaria. En particular, en el cuarto trimestre, el M2 redujo su crecimiento interanual (i.a.), tanto debido a la desaceleración de los depósitos a la vista como por el menor ritmo de crecimiento del circulante en poder del público, cuya tasa de crecimiento disminuyó 2 puntos porcentuales (p.p.) en el trimestre.

En el marco de un contexto internacional caracterizado por la incertidumbre y la volatilidad de los mercados financieros, las políticas llevadas adelante por la autoridad monetaria contribuyeron a amortiguar los efectos sobre el desempeño económico y favorecieron la estabilidad monetaria y financiera local. En efecto, al cierre de 2007 pudo constatare que el impacto de la crisis externa sobre los depósitos en pesos del sector privado fue transitorio, las tasas de interés de corto plazo se estabilizaron en niveles sensiblemente inferiores a los máximos que habían alcanzado en el tercer trimestre y, los indicadores de liquidez bancaria a fin de 2007 reflejaban una sólida posición del sistema financiero.

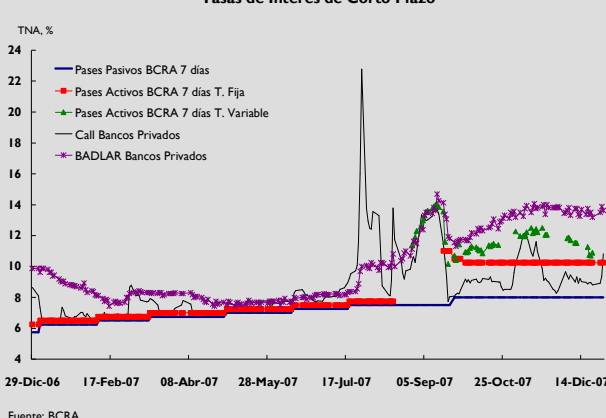
A pesar del delicado escenario, los préstamos al sector privado continuaron mostrando muy buen desempeño y, considerando los créditos en pesos y dólares, en 2007 acumularon un incremento de 40,7% en términos nominales. Así, su nivel respecto al PIB alcanzó a 12,2%, valor 1,8 p.p. superior al observado un año atrás. En el segmento en pesos el aumento fue generalizado a todas las líneas de financiamiento, destacándose los préstamos otorgados con garantía real, que totalizaron un crecimiento anual de 46,6%, incremento explicado en su mayoría por los créditos hipotecarios, casi duplicando la tasa de crecimiento de 2006. En tanto, los créditos comerciales en pesos aumentaron 25,5% en el año.

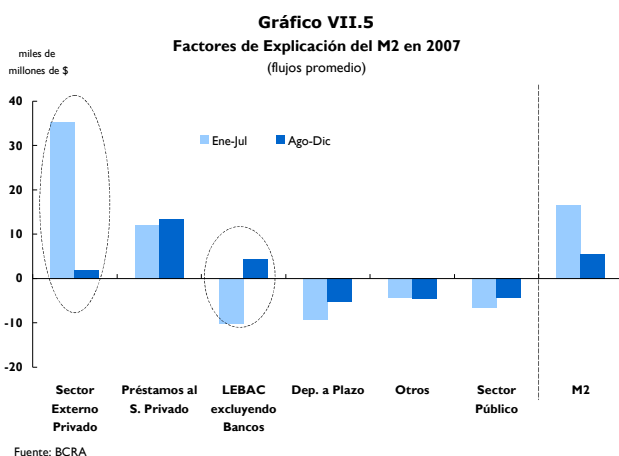
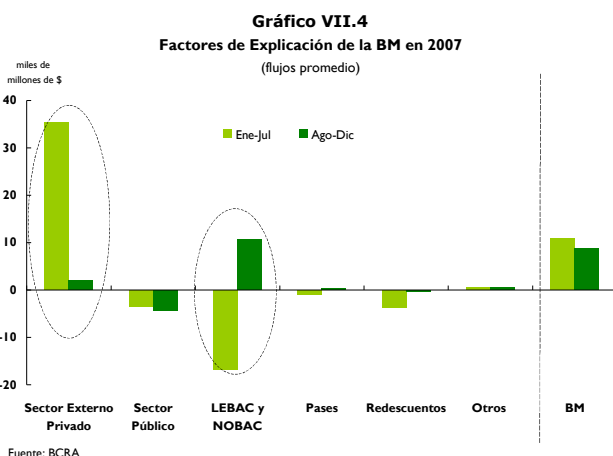
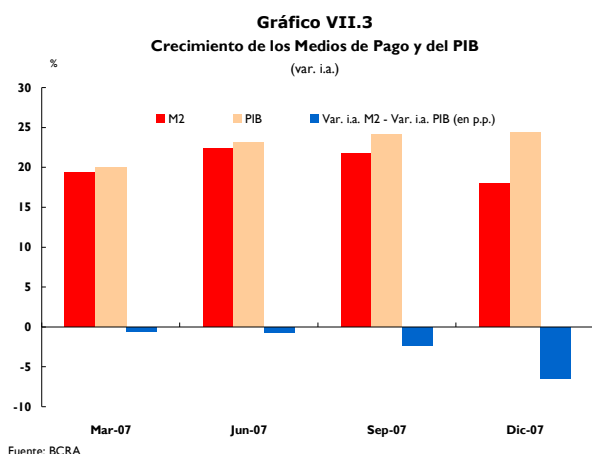
El Programa Monetario 2008 continuará enfatizando la evolución controlada de los medios de pago e incluye nuevamente metas trimestrales en términos del nivel del M2 total. Además, con el objetivo de generar un marco de mayor previsibilidad, incorpora una meta anual definida sobre el saldo promedio de diciembre del M2 del sector privado (que incluye el circulante en poder del público y los depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorros en pesos del sector privado no financiero). Adicionalmente, el Banco Central dará a conocer proyecciones monetarias para los doce meses siguientes al término de cada trimestre.

**Gráfico VII.1**  
Reservas Internacionales y PIB



**Gráfico VII.2**  
Tasas de Interés de Corto Plazo





## VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

En diciembre, el Banco Central completó 18 trimestres consecutivos de cumplimiento de las metas monetarias, al registrarse un saldo promedio del M2 de \$145.750 millones. Con este nivel, el incremento anual de los medios de pagos fue del 18% y estuvo nuevamente por debajo del crecimiento estimado para el Producto nominal. Esta relación entre las tasas de crecimiento del M2 y la del Producto se ha mantenido durante los últimos 6 trimestres, reflejando el compromiso del BCRA en mantener la disciplina monetaria (ver Gráfico VII.3).

En el último trimestre de 2007 el M2 redujo su ritmo de crecimiento interanual (i.a.) en aproximadamente 4 puntos porcentuales (p.p.), tanto a través de la desaceleración de los depósitos a la vista como del circulante en poder del público, cuya tasa de crecimiento disminuyó 2 p.p. en el trimestre.

El deterioro del contexto financiero internacional iniciado a fines de julio que afectó a buena parte de las economías mundiales, delimitó dos etapas netamente diferentes en los mercados locales con su correlato en el plano monetario. En la primera de ellas, que abarcó los primeros siete meses del año, el BCRA, como lo vino haciendo durante los últimos años, prosiguió con su política de acumulación de Reservas Internacionales, al igual que otros Bancos Centrales de países emergentes. En este período, el equilibrio en el mercado monetario fue asegurado mediante una profunda esterilización principalmente a través de colocaciones de LEBAC y NOBAC en el mercado primario y el cobro de redescuentos. En el segundo período, en cambio, el BCRA afrontó las repercusiones del contexto internacional adverso acudiendo al colchón que había formado con las reservas internacionales acumuladas, con el objetivo de minimizar la volatilidad cambiaria y, a su vez, pasó a proveer la liquidez necesaria para atemperar la volatilidad de las tasas de interés del mercado local.

El cambio de las condiciones en el mercado monetario tuvo su reflejo en los factores que explicaron la base monetaria (BM) y el M2 en los períodos mencionados. Así, en los primeros meses del año las compras de divisas del BCRA habían sido la principal fuente de crecimiento tanto de la BM como del M2. A su vez, como se mencionó, en esta etapa el BCRA llevó adelante una política de esterilización utilizando como principal instrumento la colocación de títulos, que se reflejó en un factor contractivo tanto de la BM como del M2. En contraste, principalmente desde fines de julio y hasta el término de octubre, la demanda de base monetaria pasó a ser abastecida fundamentalmente mediante la disminución del *stock* de LEBAC y NOBAC (vía recompras en el mercado primario y secundario y renovaciones parciales de los vencimientos), en tanto que la demanda de medios de pago fue provista por la creación secundaria, a través del crédito al sector privado, que continuó presentando un muy buen desempeño (ver Gráficos VII.4 y VII.5). El sector financiero, a través de la cancelación de redescuentos fue un factor contractivo de la BM durante todo el año, y el sector público, que mantuvo superávit en sus cuentas du-

rante 2007, fue un factor de contracción de la BM y del M2 en los dos períodos analizados.

Se destaca que a partir de noviembre, las medidas que venía implementando el BCRA favorecieron el retorno de condiciones más normales en cuanto a la evolución de los agregados monetarios, las tasas de interés y los indicadores de liquidez de las entidades financieras.

Al respecto, la liquidez bancaria inmediata, definida como el efectivo en bancos, las cuentas corrientes de los bancos en el BCRA y los pases pasivos concertados para el BCRA como porcentaje de los depósitos totales en pesos, ascendió a 18,5% al finalizar el año (ver Gráfico VII.6). Este valor representa un nivel de liquidez comparable con los observados en los meses de abril y mayo de este año, previos a las turbulencias en los mercados financieros internacionales.

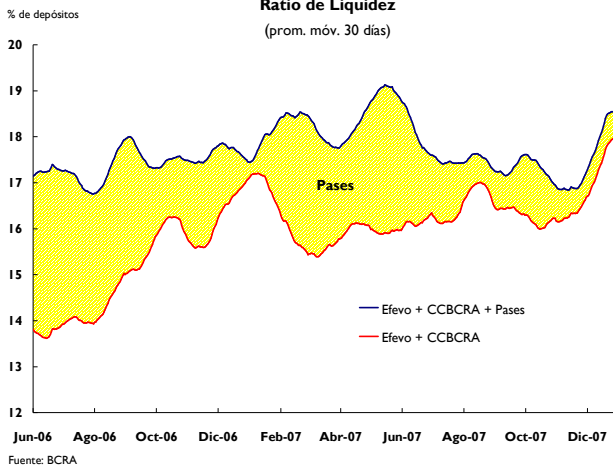
Este incremento en el ratio de liquidez observado a fin de año respondió en parte a la mayor demanda de liquidez de las familias y empresas por motivos estacionales, con lo cual las entidades financieras mantuvieron un *stock* mayor de dinero en efectivo. Además los bancos aumentaron los saldos de sus cuentas corrientes en el BCRA, mientras que mantuvieron el *stock* de pases estable como proporción de los depósitos totales.

Debido a que la volatilidad de los mercados financieros internacionales todavía permanecía en niveles elevados a fines del tercer trimestre, el Banco Central dispuso una posición de efectivo mínimo unificada para octubre-noviembre de 2007. En esta oportunidad, los bancos pudieron trasladar el defecto de integración de octubre hacia el mes siguiente. Sin embargo, en el caso de que hubiesen terminado el primer mes con una posición de efectivo mínimo excedente, ésta no pudo ser computada para la integración de noviembre. De esta forma, los bancos pudieron suavizar los posibles descalses de liquidez en el contexto menos favorable y durante los meses de octubre y noviembre la posición de efectivo mínimo finalizó con un excedente del 0,3% de los depósitos totales en pesos.

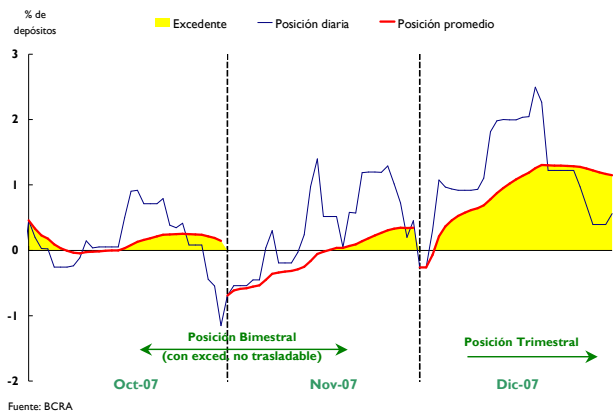
En cambio, en el último mes del año la posición de efectivo mínimo mostró un amplio excedente, con un promedio de 1,1% de los depósitos en diciembre, muy por encima del observado a lo largo del año (ver Gráfico VII.7) aunque similar a la que se acumuló en el mismo mes de 2006. No obstante, cabe mencionar que el excedente registrado en diciembre no conforma una posición cerrada sino que se computa dentro de un período trimestral que abarcará además los meses de enero y febrero, tal como se viene efectuando durante los últimos años.

En el segmento en moneda extranjera, la posición de efectivo mínimo se mantuvo prácticamente sin cambios durante todo el trimestre con un excedente del 10% del total de los depósitos en dólares.

**Gráfico VII.6**  
**Ratio de Liquidez**  
(prom. móv. 30 días)

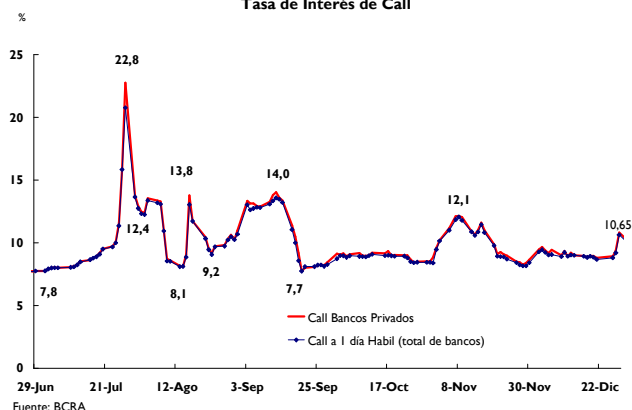


**Gráfico VII.7**  
**Posición de Efectivo Mínimo**



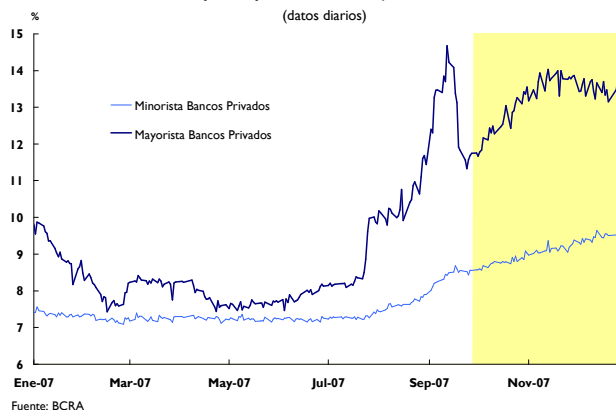


**Gráfico VII.8**  
Tasa de Interés de Call



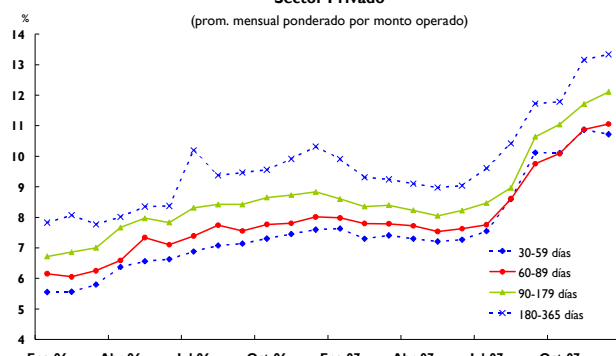
Fuente: BCRA

**Gráfico VII.9**  
Tasa de Interés por Depósitos a Plazo Fijo en Pesos de 30-35 días  
(datos diarios)



Fuente: BCRA

**Gráfico VII. 10**  
Tasa de Interés por Depósitos a Plazo Fijo en Pesos  
Sector Privado  
(prom. mensual ponderado por monto operado)



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

Fuente: BCRA

## Tasas de Interés<sup>52</sup>

Las tasas de interés que, con el inicio de la crisis internacional, habían mostrado una tendencia creciente generalizada, desde fines de octubre, como producto de la implementación de múltiples medidas del BCRA orientadas a satisfacer la demanda de liquidez, se estabilizaron o directamente comenzaron a caer.

Durante el último trimestre del año, el BCRA siguió utilizando las operaciones de pases activos como uno de los instrumentos para proveer liquidez al sistema financiero y reducir la volatilidad de las tasas de interés de corto plazo. En particular, continuó licitando pases a tasa de interés variable y, además, a partir de octubre duplicó el plazo máximo ofrecido en pases activos a tasa de interés fija, que pasó de 30 días a 60 días. En este segmento, la tasa de interés por operaciones de 7 días se redujo 0,25 p.p. y terminó el año en 10,25%. Por otra parte, las tasas de interés en el segmento a tasa variable se mantuvieron estables, a pesar de la suba de la tasa BADLAR<sup>53</sup> (ver Gráfico VII.9), como consecuencia de la reducción en los *spreads*. A su vez, en el caso de las operaciones activas a tasa de interés fija, el BCRA incrementó el *stock* disponible a ser distribuido entre las entidades de acuerdo a su participación sobre los depósitos totales de \$2.000 a \$3.000 millones. En tanto, las tasas de interés de pases pasivos, se mantuvieron en 8% y 8,25% para 1 y 7 días, respectivamente.

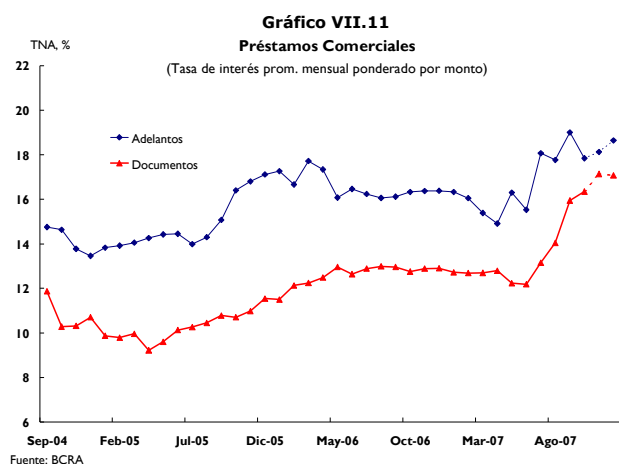
Por otro lado, en lo que respecta a las LEBAC y NOBAC, las renovaciones parciales de sus vencimientos también se utilizaron como mecanismo para liberar fondos al mercado monetario local, contribuyendo con una expansión monetaria de \$5.200 millones en el cuarto trimestre. En lo que respecta a las tasas de interés del mercado primario, en el trimestre se mantuvieron relativamente estables, en tanto que las colocaciones se concentraron en las especies de más corto plazo.

Asimismo, en el mercado de préstamos interbancarios, la tasa de interés promedio de diciembre en el segmento de operaciones de 1 día, estuvo 2 p.p. por debajo del nivel de septiembre. Tras producirse algunos aumentos puntuales en la primera parte del trimestre, ya a mediados de noviembre, con la consolidación de una situación de liquidez más cómoda para las entidades financieras, comenzó a afianzarse una trayectoria nuevamente descendente para estas tasas de interés (ver Gráfico VII.8). La suba puntual que se puede observar a fin de diciembre se debió exclusivamente a necesidades de fondos acordes a la elevada demanda de liquidez estacional de fin de año.

En lo que respecta a las tasas de interés pasivas, hubo un comportamiento heterogéneo según el segmento que se considere. En el mercado de depósitos de más de \$1 millón, que habitualmente responde más rápidamente a las condiciones de liquidez imperantes, la tasa de interés BADLAR de bancos privados subió 1,9 p.p. en el trimestre, finalizando en diciembre

<sup>52</sup> Con excepción de las tasas de interés del BCRA, el resto de las tasas de interés son promedios ponderados por montos operados.

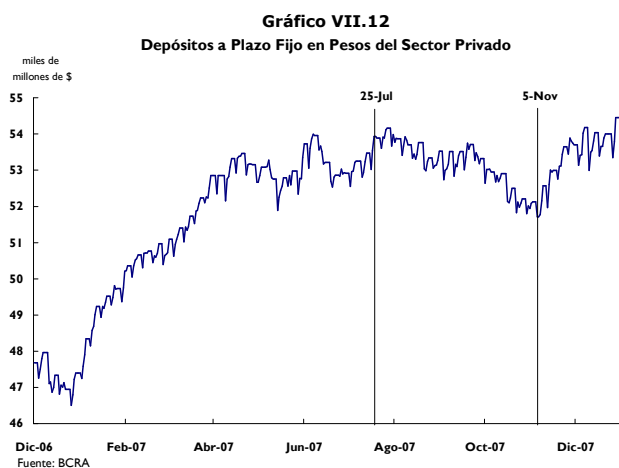
<sup>53</sup> La BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) es una tasa de interés de depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos, de 30 a 35 días de plazo.



en 13,5% y aumentando en el año 3,7 p.p.. En este caso, es importante destacar que también predominó una tendencia descendente a partir de la segunda quincena de noviembre y que el nivel de diciembre resultó sensiblemente inferior al máximo (cercano a 15%) que había alcanzado esta tasa durante los días de mayor volatilidad en los mercados. En tanto, para las colocaciones minoristas en bancos privados la tasa de interés de diciembre fue 9,5% presentando un incremento en el año inferior al de las colocaciones mayoristas, de 2,2 p.p. (ver Gráfico VII.9).

Al analizar las colocaciones del sector privado por tramo de plazo, se observa que en el tramo más corto, de 30 a 59 días, el incremento de las tasas de interés durante el trimestre fue de 3,1 p.p. alcanzando en diciembre un nivel de 9,6% (ver Gráfico VII.10). Este aumento fue explicado principalmente por el ascenso de las tasas de interés de las colocaciones de las compañías prestadoras de servicios financieros (Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión –AFJP–, Fondos Comunes de Inversión –FCI–, compañías de seguro, etc.) que en diciembre obtuvieron en promedio un rendimiento de 13,7%, mientras que en las colocaciones del resto de las empresas la tasa de interés fue 10,7% y para los depósitos de personas físicas 10,3%.

En cuanto a las tasas de interés activas<sup>54</sup>, al inicio del cuarto trimestre se apreció un aumento en la mayoría de las líneas de préstamos que fue desacelerándose en diciembre.



La tasa de interés de adelantos aumentó en el trimestre 0,4 p.p. alcanzando un nivel promedio en diciembre de 18,6%. En este caso el incremento se registró principalmente en la línea de adelantos otorgados a grandes empresas donde la tasa de interés ascendió para el último mes del año a un nivel promedio de 18,9%. En tanto, para los documentos otorgados a sola firma el crecimiento respecto al trimestre anterior fue de 1,1 p.p. y la tasa de interés promedio fue de 17,1% en diciembre (ver Gráfico VII.11).

Las tasas de interés de los préstamos para consumo también registraron subas. De esta forma, la tasa de interés de préstamos personales en promedio fue de 29,8% en diciembre, con un aumento de 3,6 p.p. en el trimestre, mientras que para el financiamiento con tarjetas de crédito el incremento promedio hasta noviembre (último dato disponible) fue de 0,2 p.p..

Por último, de manera similar, las tasas de interés de las financiaciones de más largo plazo mostraron incrementos en el trimestre. En el caso de la tasa de préstamos hipotecarios, tras haber disminuido en el primer semestre del año, a diciembre se recuperaron los niveles de fin del año pasado. De esta forma, alcanzó un promedio mensual de 12%. Por otra parte, la tasa de interés correspondiente a las financiaciones de los préstamos prendarios continuó en ascenso y se ubicó en 16,1%. Esta suba se explica por la elevada participación de las compañías

<sup>54</sup> La información sobre tasas de interés activas surge del requerimiento informativo mensual SISCEN 08 el cual presenta información hasta octubre de 2007, los valores de noviembre y diciembre de 2007 fueron estimados a partir del requerimiento diario SISCEN 18, con datos de préstamos otorgados al sector privado en Capital Federal y Gran Buenos Aires. Todos los datos son provisorios y están sujetos a revisión.

financieras (que habitualmente prestan a tasas de interés superiores a las promedio) en los montos otorgados, que alcanzó cerca de un tercio del total.

### VII.3 Agregados Monetarios Amplios y Crédito

En el cuarto trimestre el agregado en pesos más amplio, M3, que resulta de la sumatoria del circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos, creció 4% (\$9.600 millones) y, acumuló en el año un incremento del 20,7%.

El efecto de la turbulencia de origen externo sobre las colocaciones a plazo del sector privado fue transitorio, de tal forma que en noviembre volvieron a alcanzar los niveles previos a la crisis, luego de haber sufrido una caída entre agosto y octubre. La recuperación de estos depósitos permitió que en 2007, tras incrementarse cerca de \$500 millones en el último trimestre, acumularan un crecimiento del 14% (ver Gráfico VII.12).

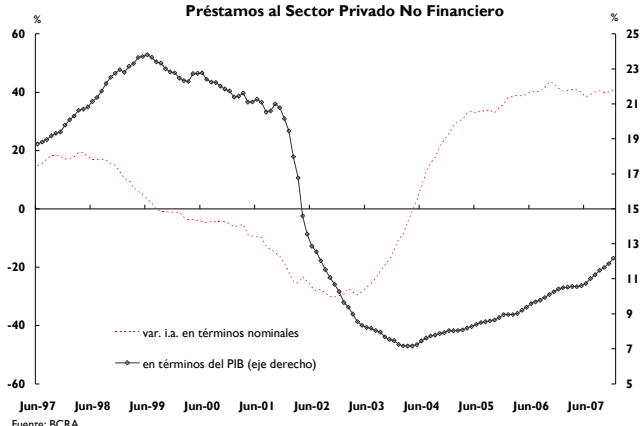
En definitiva, el deterioro de los mercados financieros internacionales tuvo un carácter transitorio sobre los depósitos y pudo constatarse a partir de la evolución de los depósitos totales en pesos del sector privado, que en 2007 acumularon un crecimiento del 23%, levemente por encima del que registraron los últimos años: 20% en 2006 y 19% en 2005.

Por su parte, en el transcurso de 2007 el sector público mejoró la administración de sus recursos, nutridos por los buenos resultados que continuaron arrojando sus balances, trasladándolos desde depósitos a la vista hacia colocaciones a plazo. De esta forma, a diciembre la participación de las colocaciones a plazo sobre el total de depósitos públicos en pesos había aumentado 13 p.p. en el año.

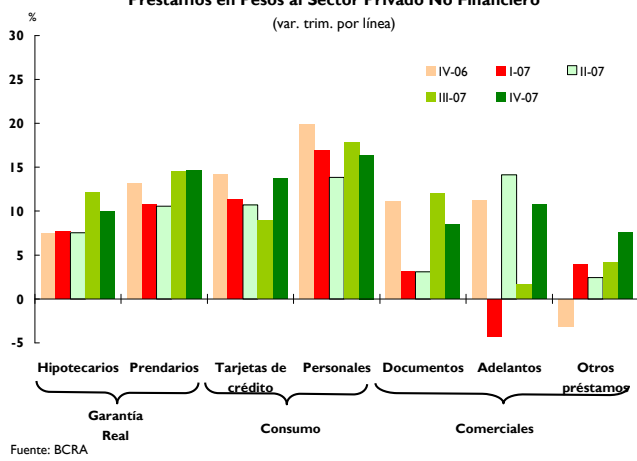
En lo que respecta a los depósitos en moneda extranjera, en el trimestre acumularon un crecimiento de US\$530 millones, de los cuales US\$430 millones correspondieron al aumento de los saldos del sector privado. Así, los depósitos en dólares del sector privado continuaron incrementándose, aunque a un menor ritmo que en el trimestre anterior. En definitiva, a pesar del renovado dinamismo que mostraron las colocaciones a plazo en dólares durante los meses de mayor volatilidad, el crecimiento anual de las imposiciones en dólares del sector privado resultó 5 p.p. inferior al que acumularon en 2006.

Finalmente, el agregado más amplio M3\*, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos y en moneda extranjera, aumentó \$11.200 millones (4,5%) en el trimestre, acumulando una suba de 21,8% en 2007.

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



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



## Crédito al Sector Privado<sup>55</sup>

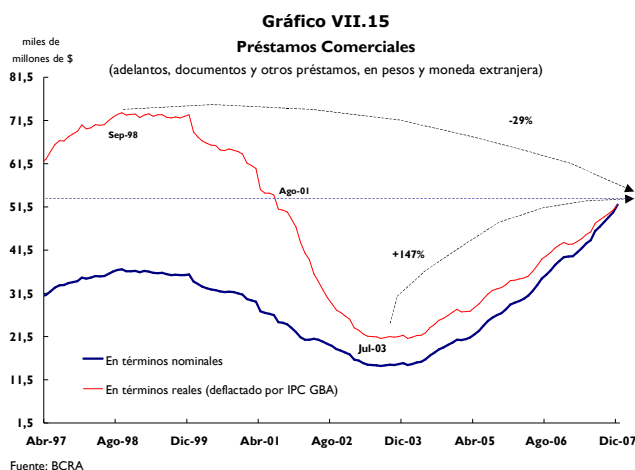
En el escenario descripto, los créditos al sector privado (en pesos y en moneda extranjera) continuaron exhibiendo un significativo dinamismo, alcanzando en diciembre los \$105.000 millones y registrando en el último trimestre de 2007 una suba de \$10.500 millones (11,1%). Esto les permitió acumular en 2007 un incremento en términos nominales de 40,7% (ver Gráfico VII.13). Su nivel respecto al PIB alcanzó 12,2%, valor 1,8 p.p. mayor al observado en igual mes del año anterior.

Las financiaciones en pesos mostraron en el trimestre un crecimiento generalizado en todas sus líneas. Este aumento de \$9.500 millones (11,9%) representa en términos interanuales una variación de 40,1%. Durante el cuarto trimestre las líneas con garantía real aumentaron \$2.020 millones (11,3%) y a diciembre, acumularon un aumento anual de 46,6% (ver Gráfico VII.14). Los créditos hipotecarios exhibieron un incremento de \$1.270 millones (10%), suavizando su evolución luego de la fuerte expansión que registraron en el trimestre previo. De esta manera, las financiaciones para la vivienda parecen tender a estabilizar su crecimiento en niveles más cercanos a los observados durante la primera mitad del año (ver Apartado 4). Por su parte, los préstamos prendarios presentaron un aumento de aproximadamente \$750 millones (14,6%), acompañando el buen momento de la industria automotriz.

Las financiaciones comerciales mostraron en el trimestre un crecimiento de \$3.100 millones (9,3%), acumulando en los últimos 12 meses un incremento de 25,5%. Los adelantos en cuenta corriente experimentaron una expansión de \$1.380 millones (10,8%), revirtiendo la tendencia decreciente observada desde el comienzo de las turbulencias internacionales. Por su parte, las financiaciones instrumentadas mediante documentos crecieron \$1.420 millones (8,5%).

Las financiaciones en moneda extranjera presentaron un aumento trimestral de US\$340 millones (6,9%), impulsadas principalmente por los documentos vinculados a operaciones de comercio exterior. Al considerar estos préstamos comerciales junto con los realizados en moneda local, se observa que los mismos totalizaron en diciembre pasado cerca de \$52.000 millones (ver Gráfico VII.15).

Finalmente, las líneas destinadas al consumo evidenciaron un incremento respecto al trimestre anterior de \$4.380 millones (15,5%). El crecimiento estuvo explicado principalmente por los préstamos personales que aumentaron durante el período \$3.060 millones (16,4%). Por su parte, en los últimos tres meses las financiaciones con tarjeta de crédito crecieron \$1.320 millones (13,8%), suavizando ligeramente su expansión con respecto a igual período del año previo.



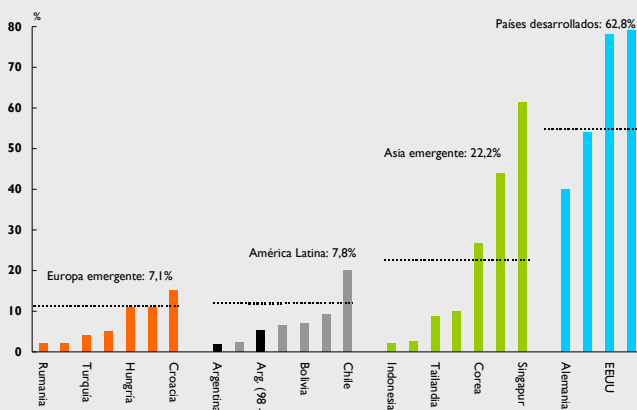
<sup>55</sup> Al igual que en los trimestres pasados, en los últimos meses se han producido movimientos contables, ocasionados por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros. En el momento de la conformación de un fideicomiso financiero con cartera de préstamos de un banco, esa parte de la cartera se quita del rubro "Préstamos" en el balance y se transfiere al fideicomiso. Análogamente, cuando se transfieren préstamos desde un fideicomiso a la cartera de préstamos de un banco los créditos trasladados se registran en el rubro "Préstamos" del balance. Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por este tipo de operatoria que, si bien altera los saldos contables, no afectan al stock de financiaciones otorgadas.

## Apartado 4 / Desarrollo del mercado de financiamiento para la adquisición de vivienda

El acceso a la vivienda es un tema central para toda sociedad, al tiempo que el sector construcción se erige como uno de los principales dinamizadores de la economía por el alto nivel de interrelaciones sectoriales que genera. A nivel local, tras ser un motor de la recuperación del PIB, la inversión residencial parece enfrentar una necesidad creciente por encontrar los medios de financiamiento adecuados, acercando la adquisición de viviendas a sectores cada vez más amplios de la población.

Los indicadores a nivel internacional sobre crédito hipotecario a las familias muestran que a lo largo de las últimas dos décadas la deuda con destino a la adquisición de viviendas ha crecido de forma continua. Tanto el ratio deuda hipotecaria a PIB, como la relación hipotecas sobre ingresos, mostraron incrementos significativos alrededor del mundo, resultando algunos países emergentes entre los de mayor impulso. De todas formas, y aún teniendo en cuenta la tendencia creciente en diferentes regiones, el grado de penetración del financiamiento a la vivienda continúa siendo muy dispar, observándose que en los países desarrollados el ratio deuda hipotecaria/PIB supera el 60%, mientras que en promedio en Europa emergente y América Latina representa menos del 10% (ver Gráfico N° 1). En este sentido, analizar la experiencia internacional permite ampliar los conocimientos y las opciones disponibles que sirvan a nuestro país.

**Gráfico N° 1 | Profundidad del Crédito Hipotecario**  
(en % del PIB; último dato disponible)

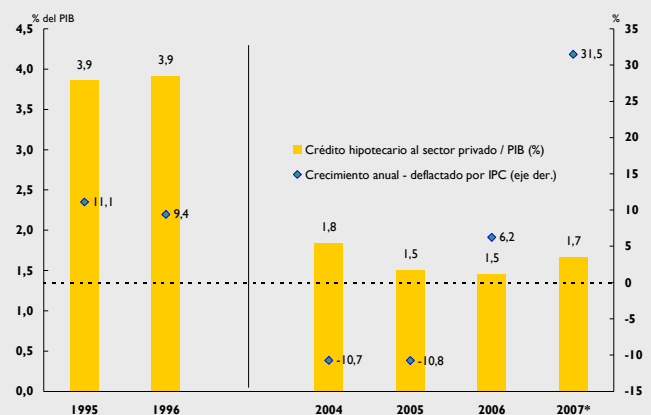


Fuente: Bancos centrales de los respectivos países

Dado el carácter de largo plazo que implica el financiamiento a la vivienda, las experiencias de desarrollo de estos mercados pueden separarse en etapas acordes a distintos objetivos. La primera está fundamentalmente relacionada con las políticas habitacionales públicas y el impulso dado al crédito inmobiliario. El Estado ha cumplido, en general, una función de subsidiariedad, cediendo los recursos que cada estrato de la población necesita para poder acceder a una vivienda. Existen diversas políticas que van desde el otorgamiento directo de la vivienda, hasta la entrega de subsidios parciales. Otro componente en la acción estatal de

estímulo al crédito ha sido el fomento de la estabilidad macroeconómica que, si bien no se plantea como una condición estrictamente necesaria en los momentos iniciales, si surge como un rasgo común y fundamental para mejorar la profundidad del mercado hipotecario. Por esto, en el caso de países con problemas inflacionarios, en una fase previa a la estabilización macroeconómica, se desarrollaron diversos instrumentos que permitían generar crédito acorde con las circunstancias.

**Gráfico N° 2 | Crédito Hipotecario al Sector Privado**



\* a noviembre. El crecimiento es acumulado once meses de 2007 (anualizado).  
Fuente: BCRA.

En una segunda fase, la continuidad del proceso de expansión del crédito a la vivienda descansaría en el desarrollo de mercados de capitales capaces de aportar instrumentos secundarios relacionados con hipotecas, así como otras herramientas financieras, apuntando a sectores de menores recursos o menor capacidad de ahorro. Ejemplos de este tipo son los seguros hipotecarios o el concepto de segunda hipoteca. En la etapa de expansión del mercado secundario también se ha encontrado al Estado tomado un rol activo en su desarrollo, tal como sucedió en México a través del INFONAVIT<sup>56</sup>. El accionar ha abarcado también la generación de un marco jurídico estable y apropiado, realizando operaciones de securitización y brindando garantías sobre los créditos otorgados.

De todas formas, en términos de las estructuras de los créditos hipotecarios, la mayoría de los países continúan enmarcados en préstamos tradicionales a tasa fija o variable, aunque en años recientes comenzaron a surgir estructuras nuevas:

- créditos sobre los que se pagan sólo intereses.
- otros que tienen pagos de capital variables.

<sup>56</sup> Es una entidad que administra ahorros y créditos de los empleados del sector privado y dirigida de forma tripartita por las cámaras empresariales, los sindicatos y el gobierno federal. En una primera etapa, el Gobierno Federal aportó fondos del presupuesto público para que este ente desarrollara el mercado, y posteriormente se crearon las condiciones legales para la aparición de diferentes actores en la generación y estructuración posterior de créditos hipotecarios.



- créditos denominados en monedas extranjeras.
- créditos con plazos ajustables por cambios en las tasas.

Adicionalmente, se fueron desarrollando mecanismos para permitir un incremento en los montos de los préstamos respecto del valor de la propiedad a adquirir (*Loan to value* ó LTV), apuntando a solucionar un aspecto más del problema de acceso a la vivienda, vale decir la capacidad de contar con ahorro previo. Un caso importante en esta línea es el de Canadá, donde se cuenta con uno de los mercados de seguros hipotecarios más maduros, mediante el cual se logró que los ratios LTV promedio pasen desde 75% hacia niveles cercanos al 100%. De esta forma, actualmente existe un importante y amplio menú de financiaciones que se utilizan en diversos países, más allá de las líneas clásicas de créditos hipotecarios, que permiten ampliar a mayores estratos de la población y adaptarse a las necesidades propias de cada país.

niveles de endeudamiento de las familias. En este sentido, no debe escapar al análisis la situación de incertidumbre que atraviesan los mercados financieros a nivel mundial, producto de la forma en que se realizó el manejo de riesgos asociados al sector de préstamos denominado *subprime*. Así, se hace más evidente la necesidad de las regulaciones prudenciales que apunten a mejorar la administración del riesgo asociado a la actividad crediticia y hacerlas extensivas a los nuevos instrumentos del mercado secundario.

En síntesis, la necesidad de ampliar la generación de préstamos hipotecarios, que todavía exhibe un estado incipiente en nuestro país (ver Gráfico N° 2), se presenta como una importante oportunidad para satisfacer una necesidad básica de la población y, al mismo tiempo, sostener el ciclo de expansión de la actividad de la construcción en particular, así como de toda la economía en general. En este sentido, las experiencias de diferentes países muestran un camino en común, donde el Estado ha tenido un papel fundamental en

**Cuadro N° 1 | Instrumentos del mercado hipotecario**

Productos del mercado primario	Descripción	Fuente de fondos	Destino	Mercado secundario
Crédito Hipotecario con Letras de Crédito	Se adjunta a un instrumento que emite el banco, llamado "letra hipotecaria" mediante la cual la entidad puede recurrir al mercado de capitales	Banco o mercado de capitales mediante la transferencia de la "letra hipotecaria"	Adquisición de vivienda	Sólo la letra
Mutuo Hipotecario Endosable	Es un préstamo sustentado en una escritura de contrato. El prestamista puede transferir el contrato mediante endoso. La administración del crédito queda radicada en el banco	El prestamista o un tercero mediante el endoso del contrato	Adquisición de vivienda	Si
Mutuo Hipotecario No Endosable	Es un préstamo sustentado en una escritura de contrato, no transferible	Banco	Adquisición de vivienda	No
Leasing habitacional	Es un contrato mediante el cual una parte entrega a la otra una propiedad para su uso, a cambio de un canon periódico, durante un plazo convenido, a cuyo vencimiento, el bien se restituye a su propietario o se transfiere al locatario, si éste último decide ejercer una opción de adquisición que, generalmente, se pacta a su favor por un valor prefijado.	Prestamista	Alquiler o adquisición de vivienda	No
Productos secundarios	Descripción	Situación patrimonial	Destino	Mercado secundario
Mortgage Backed Securities o Collateralized Mortgage Obligations (MBS o CMO)	Son títulos de deuda respaldados por hipotecas. Se basan en la venta por parte del originador de la hipoteca a alguna otra entidad financiera	Se transfiere el riesgo de los créditos y se eliminan del balance del originador primario	Fondeo para sostener la actividad crediticia	Si
Bonos cubiertos	Son instrumentos de deuda respaldados por un conjunto de préstamos hipotecarios o deuda del sector público, sobre los cuales los inversores tienen derechos de cobro prioritario ante un evento de default.	El subyacente permanece en el balance del originador	Permite a los bancos obtener recursos relativamente más baratos para poder otorgar créditos hipotecarios.	Si
Seguro hipotecario	Es un seguro que paga el deudor para acceder a LTV más elevados		Es una protección contra pérdidas por default a favor de los prestamistas de créditos hipotecarios	No

Fuente: BCRA

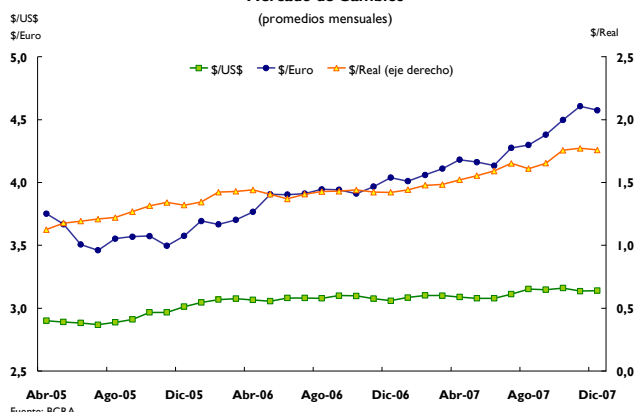
Por su parte, las fuentes de fondeo de los préstamos para la adquisición de viviendas han evolucionado hacia instrumentos más sofisticados que la estructura de los créditos subyacentes. Dado que el tradicional uso de depósitos para canalizar a crédito genera importantes problemas de descalce de plazos, los originadores de hipotecas se han volcado hacia el mercado de capital como origen alternativo de fondos. El desarrollo de instrumentos como las *Mortgage Backed Securities* (MBS) y *Covered Bonds* se destacan como los principales generadores de recursos por fuera del sistema bancario a nivel global, aunque con un grado de penetración muy disímil entre países (ver Cuadro N° 1).

Si bien el desarrollo de este conjunto de instrumentos permitió un mayor acceso a la vivienda de las familias (en términos globales), aún en un contexto de escalada de precios inmobiliarios, se manifiesta un aumento en el riesgo financiero a nivel internacional, en particular por los actuales

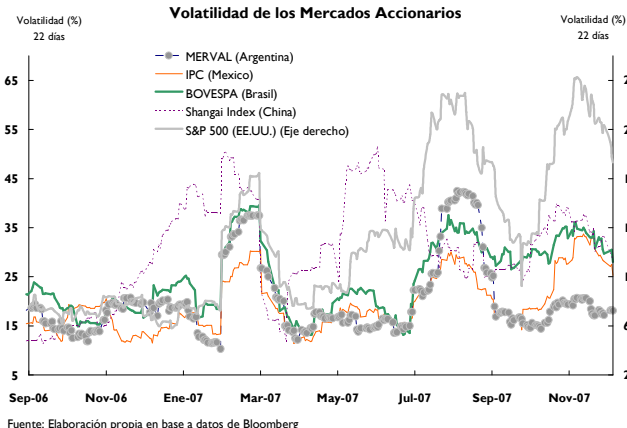
su rol de dinamizador sectorial, aunque también como regulador de los mercados financieros. Adicionalmente, la reciente volatilidad de los mercados internacionales originada por una mala administración de riesgos asociados al sector de préstamos denominado *subprime*, debe tomarse como un indicador de los flancos débiles que puede presentar un sector particularmente importante como el del financiamiento a la vivienda, de modo que la regulación apunte también hacia un manejo más prudente del riesgo.



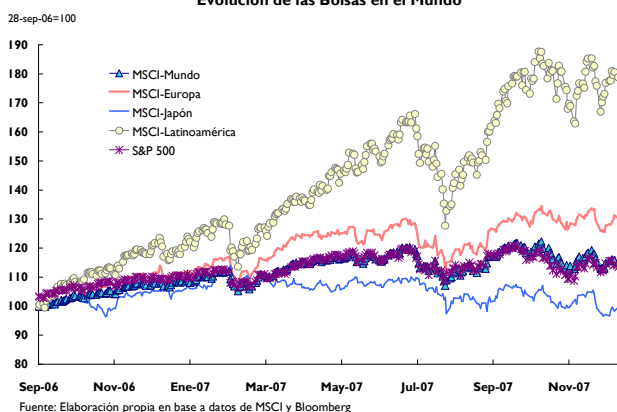
**Gráfico VII.16**  
**Mercado de Cambios**  
(promedios mensuales)



**Gráfico VII.17**  
**Volatilidad de los Mercados Accionarios**



**Gráfico VII.18**  
**Evolución de las Bolsas en el Mundo**



## VII.4 Mercado de Cambios

El *stock* de Reservas Internacionales se ubicó en US\$46.176 millones al finalizar el cuarto trimestre del año, período en el que aumentaron aproximadamente US\$3.300 millones. De esta forma, en el año las Reservas Internacionales acumularon un incremento de US\$14.140 millones. En la variación trimestral, los factores que más contribuyeron al aumento fueron la compra neta de divisas del BCRA en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), por casi US\$1.600 millones y el efecto conjunto que tuvieron la valuación de tipo de cambio, el rendimientos de las Reservas y otros factores por alrededor de US\$1.300 millones. Adicionalmente, los ingresos de divisas por operaciones asociadas al sector público fueron alrededor de US\$900 millones. En cambio, los movimientos de las cuentas corrientes en dólares de las entidades financieras en el BCRA involucraron una disminución de las Reservas Internacionales de aproximadamente US\$500 millones.

En el mercado de cambios, la cotización mayorista promedio del peso respecto al dólar (Referencia) en diciembre fue 3,1396 \$/US\$, presentando una apreciación de 0,3% en términos nominales respecto al trimestre anterior. En cambio, respecto al euro, el peso se depreció 4,5% para igual período, donde la cotización de diciembre se ubicó en 4,5755 \$/Euro y respecto al real la depreciación de la moneda local fue de 6,4%, alcanzando una cotización de 1,7596 \$/Real (ver Gráfico VII.16).

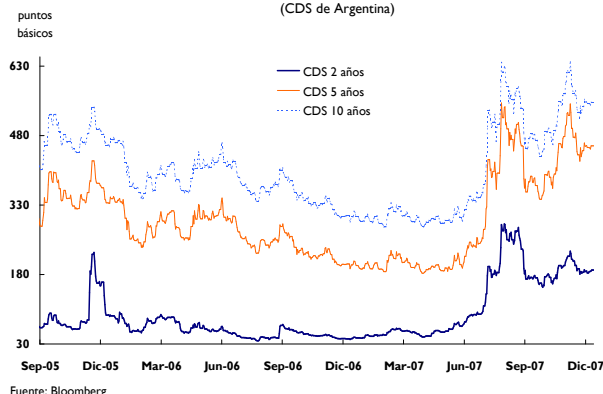
En términos reales, la evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) evidenció una depreciación del peso de 3% en el trimestre, en tanto que en el año la depreciación acumulada fue del 9,7%.

## VII.5 Otros Activos

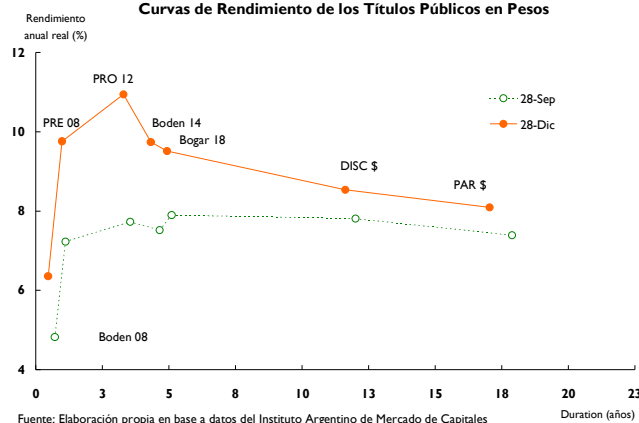
Los mercados de activos financieros mostraron mayor volatilidad (tanto en los países emergentes como en los países desarrollados) respecto del primer semestre, mientras que la variación en la volatilidad entre el tercer y cuarto trimestre fue heterogénea entre regiones (ver Gráfico VII.17). El promedio de las cotizaciones de las bolsas del mundo redujo su valor en el trimestre, por el impacto de la crisis del segmento *subprime* de hipotecas de EE.UU. en los balances de las entidades financieras y en los principales indicadores de la economía estadounidense. Esta performance se dio a pesar de que en el trimestre la Reserva Federal de EE.UU. llevó a cabo una política monetaria más flexible, a partir de la reducción en las tasas de referencia y inyecciones de liquidez en coordinación con las principales autoridades monetarias del mundo.

Según los índices bursátiles *Morgan Stanley Capital International* (MSCI), durante el trimestre se registraron pérdidas para Japón (6,2%) y el agregado del mundo (2,7%), mientras que el indicador correspondiente a América latina evidenció cierta volatilidad. Por su parte, el S&P500 de EE.UU. también arrojó un rendimiento negativo de 3,8% (ver Gráfico VII.18). Dentro de la región latinoamericana (medidos en dólares) se destacó la

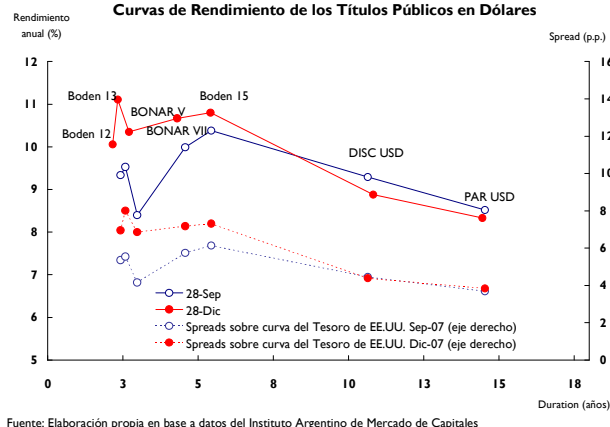
**Gráfico VII.19**  
Indicadores de Riesgo Soberano  
(CDS de Argentina)



**Gráfico VII.20**  
Curvas de Rendimiento de los Títulos Públicos en Pesos



**Gráfico VII.21**  
Curvas de Rendimiento de los Títulos Públicos en Dólares



performance de la Bolsa de Valores del Estado de San Pablo (Bovespa) de Brasil con un elevado crecimiento, de 9%. El resto de la región exhibió pérdidas, encabezadas por el índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) de Perú, con una caída de 17%, seguido por el índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de México con una reducción de 2,3%, el índice del Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL) de 1,6% y, por último, el índice General del Precio de las Acciones (IGPA) de Chile que cayó 1,2%.

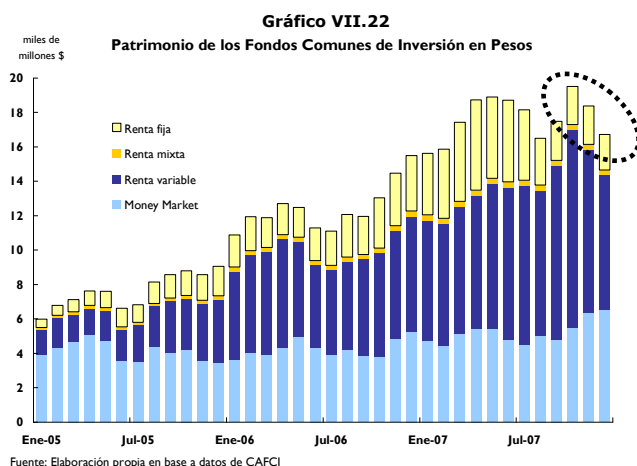
Los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años de los títulos públicos argentinos se incrementaron 70 p.b., mientras que los CDS de Brasil del mismo plazo se incrementaron 11 puntos básicos (p.b.) En el mismo sentido se movieron los CDS a 10 años; que en el caso de Argentina aumentaron 72 p.b., mientras que los de Brasil aumentaron 17 p.b.. Por su parte, los *spreads* de la deuda externa de América latina, medidos por el EMBI+Latin exhibieron una variación positiva de 46 p.b.. El mismo comportamiento se observó para los países emergentes en general, con un aumento de 38 p.b. del EMBI+. En tanto, el *spread* de Argentina se incrementó a un ritmo menor, en 12 p.b. (ver Gráfico VII.19).

La curva de rendimientos de los títulos en pesos se aplanó, al observarse un incremento mayor en el rendimiento de los títulos de corto plazo que el observado en los de mayor *duration*. Por su parte, la curva de rendimientos de los títulos denominados en dólares también alcanzó mayores rendimientos en los tramos cortos y medios, no así en los más largos (ver Gráficos VII.20 y VII.21). Las Unidades Vinculadas al PIB (UVP) en dólares cayeron 11% respecto del trimestre anterior, mientras que las UVP denominadas en pesos se redujeron un 9%.

Los volúmenes diarios operados en el mercado de títulos públicos disminuyeron respecto al trimestre anterior, mientras que en el mercado de acciones el volumen negociado aumentó. En el primer caso, el monto operado diariamente en promedio fue de \$1.497 millones, cifra inferior a los \$1.681 millones del trimestre anterior. En el mercado de acciones se operó un promedio diario de \$132 millones, \$48 millones más que en el trimestre previo.

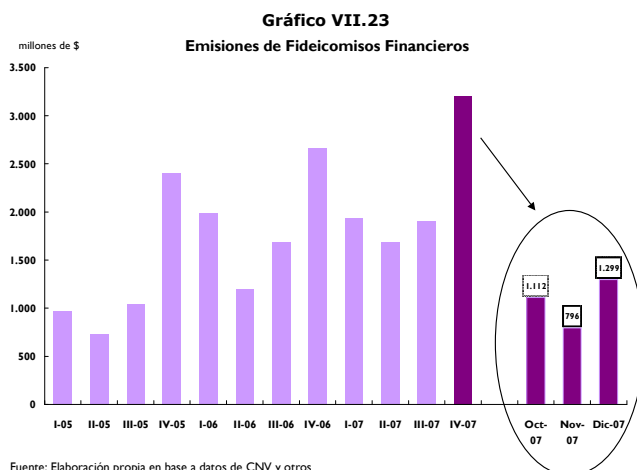
En lo que respecta al desempeño de los fondos comunes de inversión (FCI) locales, registraron caída en sus patrimonios en el último trimestre de 2007, básicamente como producto del rescate de cuotas partes de las AFJP con el objeto de cumplir la normativa respecto a las inversiones en el MERCOSUR<sup>57</sup>. En efecto, el trimestre comenzó con un récord en la serie (\$19.505 millones a fin de octubre, ver Gráfico VII.22) para finalizar 14% por debajo (\$16.721 millones a fin de diciembre). Los tipos de fondo que mayor descenso experimentaron en su patrimonio fueron los de renta variable, mientras que los de *money market* fueron los únicos que evidenciaron variaciones patrimoniales positivas. No obstante, respecto al año anterior, el patrimonio de los FCI se vio incrementado en 8%.

<sup>57</sup> Resolución Conjunta de la SAFJP 10 de 2007, del BCRA 209 y de la CNV 517, e Instrucción de la SAFJP 18 de 2007.



La colocación de Fideicomisos Financieros (FF) durante el cuarto trimestre respetó el patrón estacional ya que se incrementó respecto al trimestre anterior. El financiamiento a través de esta herramienta se realizó mediante 101 emisiones las cuales totalizaron \$3.206 millones (ver Gráfico VII.23), cifra \$540 millones superior a la de igual período del año pasado (20,3%), lo cual posiciona el último cuarto del año en un récord tanto en monto como en cantidad de colocaciones. Esto se dio en un trimestre en donde las tasas de interés (promedio ponderado por montos) de corte se redujeron (ubicándose en 17,6% para el caso de los títulos *senior* colocados a tasa fija y en 18,9% para el caso de tasa variable), luego de que a fin del tercer trimestre casi se duplicaran las tasas debido a las turbulencias financieras internacionales, llegando de esta manera al 20%.

En 2007, los montos emitidos suman \$8.729 millones, valor que resultó 16% superior al de 2006. Los activos subyacentes más relevantes continuaron siendo las financiaciones al consumo (préstamos personales y tarjetas de crédito), que concentraron en el trimestre el 85% de lo securitizado. Entre los fiduciarios, los comercios minoristas concentraron el 35% de los montos. Le siguieron las entidades financieras (32%), y las instituciones financieras no reguladas (26%), anotando una distribución similar para las emisiones del cuarto trimestre. Al realizar la comparación con lo emitido en 2006 se observa una menor participación de los bancos como fiduciarios y una mayor intervención de los comercios minoristas.



Adicionalmente, de acuerdo a la información de los estados contables presentada a la Comisión Nacional de Valores (CNV), el *stock* de activos subyacentes de los FF ascendió a \$13.875 millones en septiembre de 2007 tras registrar un incremento interanual de 22%. Sin embargo, vuelven a observarse niveles estables respecto a los últimos tres trimestres. De dicho *stock*, el mayor porcentaje (37,5%) continúa correspondiendo a FF que tienen títulos públicos como activo subyacente, seguidos por los respaldados por flujos de fondos ligados al consumo (35%). Desde el lado de los fiduciarios, el 60% corresponde a entidades financieras, a la vez que las instituciones financieras no reguladas y los comercios minoristas son fiduciarios del 13% y el 12% del *stock* en circulación, respectivamente. En comparación con el mismo período de 2006 se apreció un incremento en la importancia de las instituciones financieras no reguladas y de los comercios minoristas, en detrimento de los bancos y otras instituciones.

Los bancos continúan siendo los principales inversores en FF (los tenedores de valores de deuda fiduciaria), ya que poseen el 40% de las especies, mientras que las tenencias de las AFJP y los FCI, alcanzaron el 30% y el 8% del total del *stock*, respectivamente. El 22% restante corresponde a compañías de seguro y otros inversores.

## VIII. Inflación

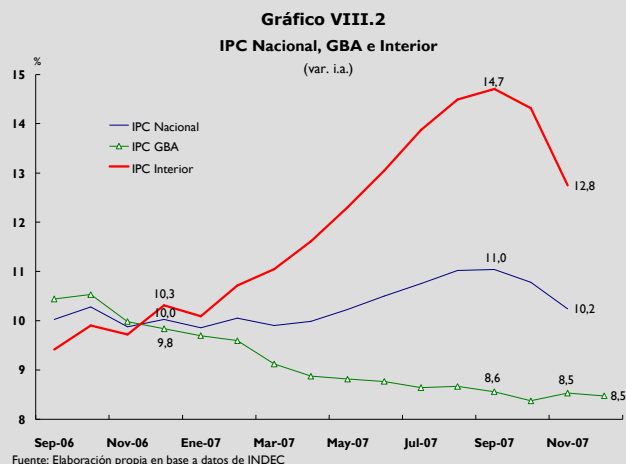
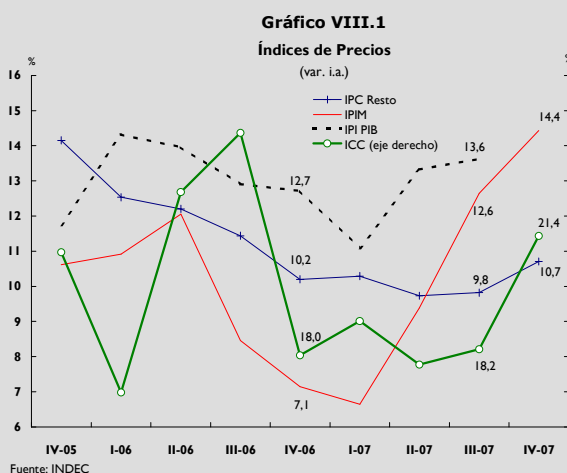
### VIII.1 Síntesis

El Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) se mantuvo relativamente estable en torno a 8,5% interanual (i.a.) en 2007, mientras el subíndice Resto (aproximación del INDEC a la inflación subyacente) registró una desaceleración en el primer semestre para luego revertir la tendencia hacia finales del año. En efecto, este subíndice alcanzó un alza de 10,7% i.a. en el cuarto trimestre, resultando 0,5 puntos porcentuales (p.p.) mayor que el crecimiento verificado un año antes. Esta situación respondió a que las tasas mensuales resultaron moderadas en los primeros tres trimestres para luego elevarse por sobre el promedio de 2006 en el último tramo de 2007.

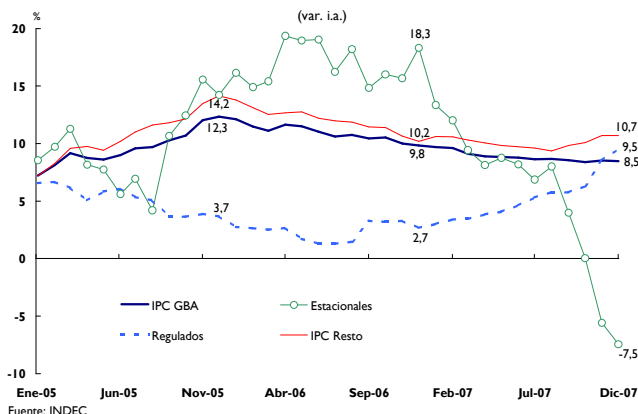
Paralelamente, el IPC Nacional luego de trepar hasta 11,0% i.a. en septiembre, reflejando el mayor crecimiento de los precios en los aglomerados del interior del país, en los últimos meses del año pasado moderó su trayectoria hasta 10,2% i.a. en noviembre, también obedeciendo a la desaceleración en el interior (de 14,7% i.a. en septiembre a 12,8% i.a. en noviembre). La dispersión entre la evolución de los precios al consumidor en el interior del país y en el GBA se puede explicar, en parte, por el componente de alimentos y, en menor medida, por algunos servicios.

Por su parte, los precios mayoristas medidos por el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM), aumentaron 14,4% i.a., respondiendo mayormente al encarecimiento de los Productos primarios, aunque los Manufacturados también mostraron incrementos por encima de lo observado un año antes. Las alzas en las cotizaciones de los Productos primarios obedecieron a las subas de las materias primas agrícolas, mientras que las Manufacturas estuvieron impulsadas por los aumentos en Alimentos y bebidas. En tanto, los costos de la construcción registraron un alza de 21,4% i.a. en diciembre, marcando una suba promedio en 2007 de 19,9%, similar a la registrada en 2006. En este contexto, un indicador de precios más amplio como el índice de precios implícitos del PIB (IPI PIB) exhibió una desaceleración en el ritmo de crecimiento interanual a principios de 2007, que luego se vio revertido en el segundo y tercer trimestre del año pasado, alcanzando una variación de 13,6% i.a..

Si bien las condiciones fiscales y externas no dan lugar a la posibilidad de que la inflación se acelere, la transición hacia tasas compatibles con la inflación mundial está vinculada al desempeño de la política monetaria, junto con la evolución de la política fiscal, de ingresos y de competencia implementada por el Gobierno Nacional. Adicionalmente, las presiones por parte de los precios de los alimentos, que operaron en gran parte de 2007, se fueron disipando hacia el final del año y se prevé que continúen reduciéndose en 2008, factor que daría lugar a mejoras adicionales en la evolución de los índices de precios.



**Gráfico VIII.3**  
**IPC GBA. Subíndices**  
(var. i.a.)

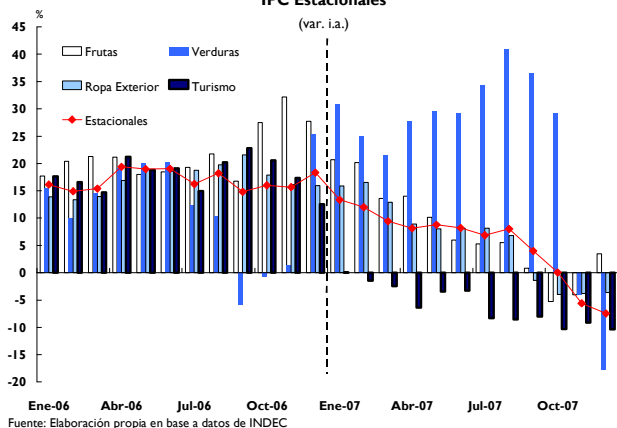


## VIII.2 Precios Minoristas

La inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) mostró una reducción en el ritmo de crecimiento en términos interanuales (i.a.) en la primera mitad del año, para luego mantenerse relativamente estable en el segundo semestre en torno a 8,5% i.a.. Así, el IPC GBA finalizó 2007 marcando un descenso de 1,4 puntos porcentuales (p.p.) respecto de la variación interanual observada un año atrás (ver Gráfico VIII.3).

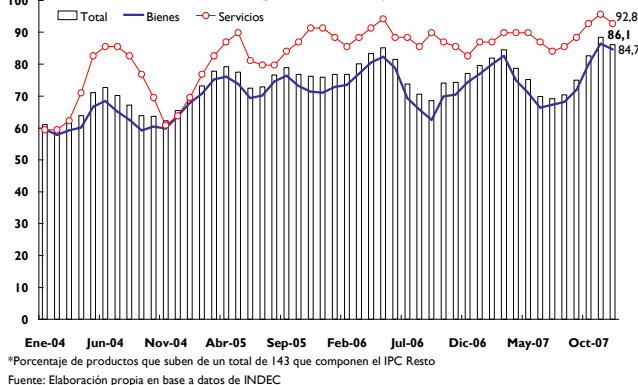
La medición de los precios de los bienes y servicios agrupados en el subíndice Estacionales (aquellos con una marcada estacionalidad y/o volatilidad) moderaron su ritmo de crecimiento a lo largo de todo el año, alcanzando tasas interanuales negativas a partir de noviembre. Así, la magnitud de la suba interanual pasó de 18,3% en diciembre de 2006 a -7,5% en diciembre del año pasado, la tasa más baja desde octubre de 2001 (ver Gráfico VIII.4).

**Gráfico VIII.4**  
**IPC Estacionales**  
(var. i.a.)



La evolución de los precios Estacionales permitió contrarrestar en parte las mayores subas exhibidas por los bienes y servicios regulados o con alto componente impositivo (subíndice Regulados). Este subíndice elevó su tasa de crecimiento interanual a lo largo de todo el año hasta 9,5% en diciembre, la tasa más alta desde mayo de 2003. Este comportamiento obedeció a aumentos puntuales principalmente en el segundo semestre, habiéndose autorizado incrementos en las tarifas de taxis en la Ciudad de Buenos Aires, subas en los precios de los cigarrillos y aumentos en los precios de algunos combustibles, tanto para las viviendas como para el transporte<sup>58</sup>. Esta situación determinó que los Regulados alcancen tasas de crecimiento interanual superiores a las del nivel general del IPC GBA, tras más de dos años de relativa estabilidad.

**Gráfico VIII.5**  
**Índice de Difusión IPC Resto\***  
(prom. mov. 3 meses)

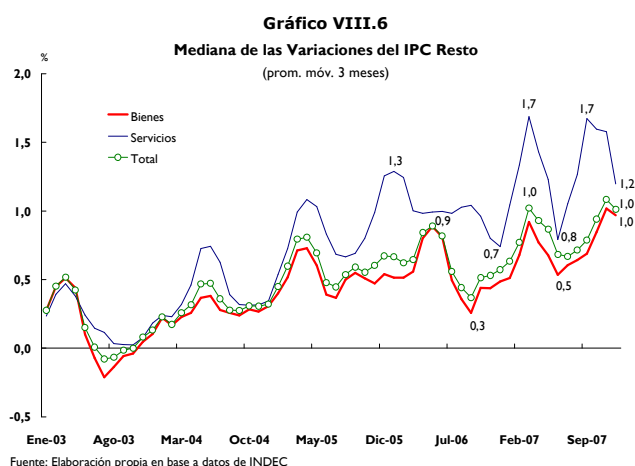


En tanto, el IPC Resto (aproximación del INDEC a la inflación subyacente), tras desacelerar su ritmo de crecimiento interanual en el primer semestre, en la segunda mitad del año comenzó a revertir paulatinamente esa tendencia. Así, el subíndice finalizó 2007 con un alza de 10,7% i.a. que resultó 0,5 p.p. superior a la suba verificada en diciembre de 2006. Esta situación responde a que el incremento mensualizado en los primeros nueve meses fue moderado y estuvo en línea con el promedio de 2006 (0,8%), para luego elevarse y registrar en el lapso octubre-diciembre una variación mensualizada de 1,1%.

Este comportamiento en las tasas de inflación del IPC Resto se reflejó en los indicadores de difusión, magnitud y persistencia de manera disímil. En particular, la cantidad de productos que tuvieron incrementos de precio (difusión), así como la proporción que exhibió subas reiteradas (persistencia), habían mostrado mejoras en el primer semestre, pero desde julio están en alza y superaron a los valores de fin de 2006. Por su parte, la

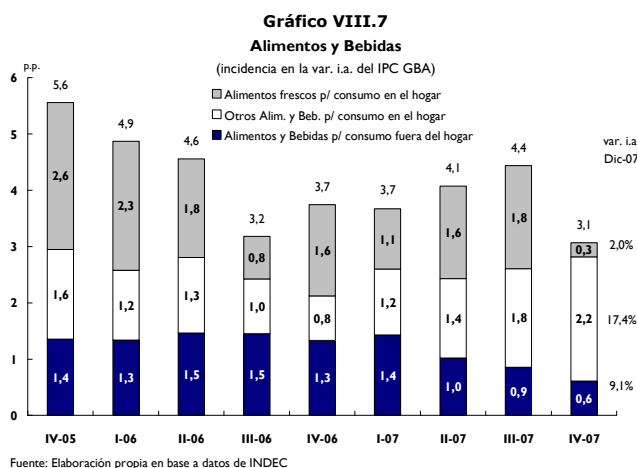
<sup>58</sup> Los combustibles exhibieron tasas de incremento de precios mensualizadas en el segundo semestre que superan ampliamente a la variación mensualizada promedio de 2006. En el caso de los combustibles para la vivienda, en el segundo semestre la suba fue de 0,7%, mientras que en 2006 había sido 0,0%. En cuanto a los combustibles para el transporte, el incremento fue de 1,7% en el último tramo de 2007, mientras que la suba mensualizada registrada en 2006 fue de 0,1%.





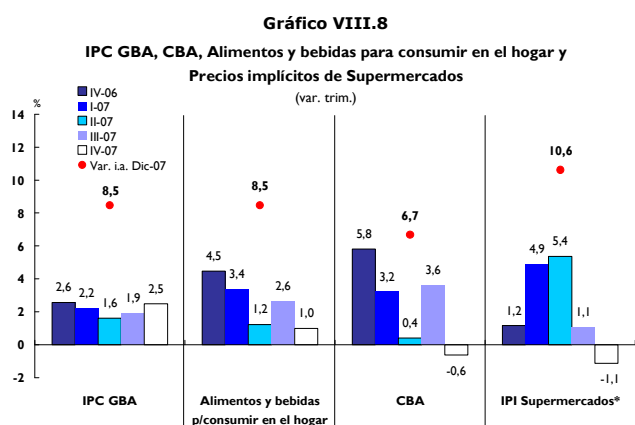
magnitud de los aumentos (variación mediana) en el cuarto trimestre retrotrajo parte de la aceleración verificada en el tercer trimestre, pero aún se mantiene en valores históricamente elevados (ver Gráficos VIII.5 y VIII.6).

La trayectoria interanual del IPC Resto a partir de septiembre obedeció tanto a mayores alzas en los bienes como en los servicios. En particular, mientras que los bienes registraron una tendencia creciente a lo largo del año, pasando de 7,8% i.a. en enero de 2007 a 9,6% i.a. en diciembre, los servicios habían registrado una desaceleración desde el 15,3% i.a. observado en enero hasta el 10,1% i.a. de agosto, para luego elevarse hasta 11,1% i.a. en diciembre. Este comportamiento determinó que en los últimos meses el ratio de precios relativos entre bienes y servicios se haya mantenido relativamente estable.



A nivel desagregado, la evolución anual del IPC GBA respecto de 2006 se explicó principalmente por las subas de inferior magnitud en Esparcimiento, Indumentaria y Salud en gran parte del año. Estos rubros explicaron conjuntamente 1,2 p.p. del descenso en el ritmo interanual del IPC GBA durante 2007, sobre un retroceso del nivel general de 1,4 p.p.. En este sentido, los precios agrupados en Esparcimiento e Indumentaria registraron variaciones mensuales más moderadas que en 2006, reduciendo su ritmo de incremento interanual hasta niveles cercanos a cero.

En cambio, las presiones alcistas provenientes de los precios de Alimentos y bebidas, que operaron en gran parte de 2007, fueron cediendo hacia fines de año, contribuyendo así a disminuir la trayectoria interanual del IPC GBA en cerca de 0,7 p.p.. Esta situación respondió principalmente a la moderación en la senda de crecimiento del componente de alimentos frescos para consumo en el hogar, que pasó de registrar tasas de incremento de 14,0% i.a. en septiembre a 2,0% i.a. en diciembre, destacándose el abaratamiento de las verduras frescas (-25,9% i.a.). Asimismo, el comportamiento de los Alimentos y bebidas para consumo fuera del hogar acompañó la tendencia de desaceleración y redujo su incidencia en el alza interanual del IPC GBA hasta 0,6 p.p. (ver Gráfico VIII.7).

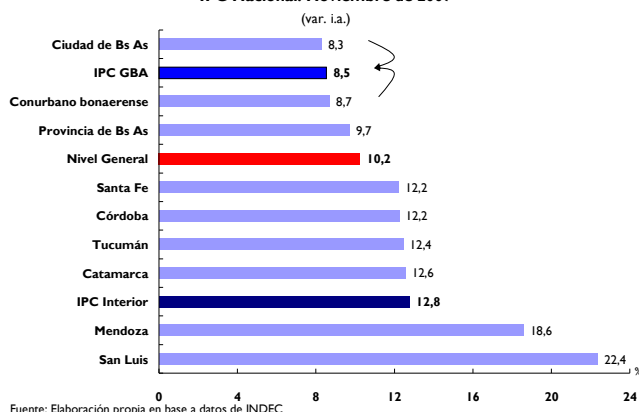


La dinámica de los precios de los alimentos medidos en el IPC GBA determinó que la Canasta Básica Alimentaria (CBA) se desacelere marcadamente hacia fines de 2007. En efecto, el ritmo de encarecimiento de la CBA pasó de 13,6% i.a. en septiembre a 6,7% i.a. en diciembre, quedando incluso por debajo del aumento registrado el mismo mes del año previo (7,7% i.a.). En tanto, otro indicador de precios de alimentos, como el índice de precios implícitos en la encuesta de supermercados que realiza el INDEC en todo el territorio nacional (IPI Supermercados) verificó similar comportamiento, con una desaceleración en la tasa de crecimiento interanual (hasta 10,6% i.a. en noviembre), aunque situándose en niveles superiores a los otros índices (ver Gráfico VIII.8).

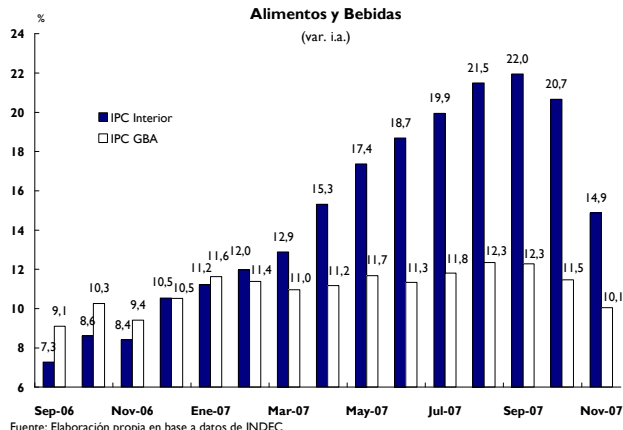
En adelante, el comportamiento de los precios de los alimentos continuará reflejando las distintas realidades sectoriales, con



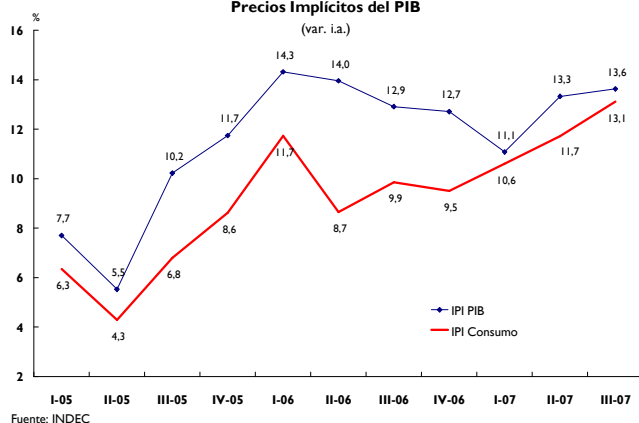
**Gráfico VIII.9**  
**IPC Nacional. Noviembre de 2007**  
(var. i.a.)



**Gráfico VIII.10**  
**Alimentos y Bebidas**  
(var. i.a.)



**Gráfico VIII.11**  
**Precios Implícitos del PIB**  
(var. i.a.)



los productos frescos sujetos, en parte, a la volatilidad que generan los shocks de oferta y los farináceos y aceites fuertemente vinculados a la evolución de la cotización internacional de sus principales insumos. Así, en la medida que en 2008 no se repitan los problemas climáticos sucedidos en 2007, los precios de los productos frescos exhibirían una tendencia en línea con el promedio de los últimos años, lo cual daría lugar a mejoras marginales en la evolución de los índices de precios minoristas. En cambio, los productos con alta incidencia de precios internacionales seguirían influidos por la evolución de los principales *commodities* en los mercados mundiales.

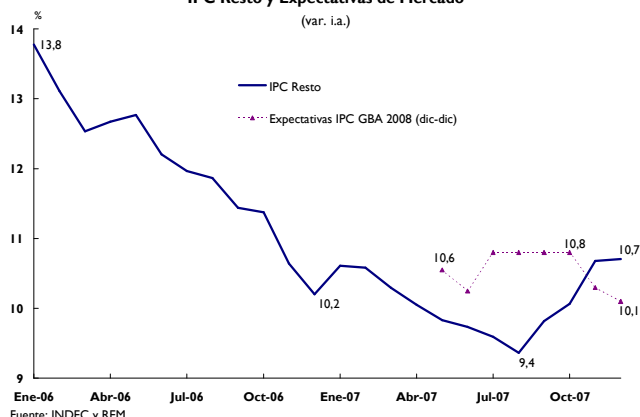
En este marco, las medidas lanzadas en 2007 con el objetivo de amortiguar estos efectos, abasteciendo el mercado interno y conteniendo los precios minoristas, como los mecanismos de compensaciones a los productores de agroalimentos (pollo, carne vacuna, harinas, lácteos y aceites) y la restricción de exportaciones de algunos productos agropecuarios, se mantendrían en 2008, contribuyendo a que en el año la oferta alcance a satisfacer la demanda interna. De todos modos, si bien la alta volatilidad de los precios de los alimentos es un fenómeno habitual y conocido, la persistencia actual de estos encarecimientos se plantea como un fenómeno posiblemente estructural (ver Apartado 1).

Por su parte, los precios minoristas medidos a nivel nacional, luego de mostrar un incremento en su ritmo de crecimiento interanual hasta 11% en septiembre, arrastrados por el fuerte impulso proveniente de la evolución de los precios en el interior del país (14,7% en septiembre), en los últimos meses moderaron su trayectoria (hasta 10,2% en noviembre). Esta evolución se fue observando a medida que cedieron las presiones provenientes del encarecimiento de los alimentos y se absorbieron los impactos de las subas de tarifas en el interior del país verificadas en la primera parte del año, entre otros factores. Así, ante la relativa estabilidad del IPC GBA, en el último trimestre se redujo la brecha entre las tasas de variación interanual de estos índices que se había ampliado significativamente en el primer semestre (ver Gráfico VIII.2).

De todos modos, la dispersión en los incrementos interanuales entre distritos se mantuvo en niveles elevados (ver Gráfico VIII.9). El primer trimestre finalizó con un margen de 2,6 p.p. entre los valores extremos, que se fue ensanchando hasta un pico de 15,7 p.p. en octubre, para luego reducirse levemente hasta 13,8 p.p. en noviembre (San Luis 22,4% i.a. con el mayor aumento y el GBA 8,5% i.a. con el menor). La diferencia en niveles responde en parte a los ajustes en las tarifas de servicios públicos realizados por la mayoría de las provincias, pero la fuerte ampliación en la dispersión obedece principalmente al encarecimiento de los alimentos captados por los distintos índices de precios.

Así, a medida que comenzaron a moderarse las subas en los precios de los alimentos, se observó cierta disminución en la diferencia entre los aglomerados. El encarecimiento de los alimentos en el interior del país fue acelerándose a lo largo del

**Gráfico VIII.12**  
IPC Resto y Expectativas de Mercado  
(var. i.a.)



año hasta alcanzar 22,0% i.a. en septiembre, para luego moderarse hasta 14,9% i.a. en noviembre. En cambio, en el GBA el ritmo de incremento de los precios de los alimentos fue más moderado, llegando a 12,3% i.a. en septiembre y luego desacelerándose hasta 10,1% i.a. en noviembre (ver Gráfico VIII.10). Además, estos efectos se magnifican en el interior dada la mayor incidencia de los alimentos en la canasta de consumo respecto del GBA<sup>59</sup>.

Adicionalmente, el ajuste a nivel nacional de precios relativos entre bienes y servicios en el segundo semestre pasó a favorecer a los bienes a medida que éstos elevaron sus tasas de variación en mayor magnitud que los servicios. En efecto, los servicios en el interior pasaron de aumentar 12,9% i.a. a fin de 2006 a una tasa de 9,2% i.a. en noviembre. En tanto, los bienes en el interior se elevaron de 9% i.a. a 11,4% i.a. en el mismo lapso.

Por otro lado, si se considera un indicador de precios más amplio como el índice de precios implícitos del PIB (IPI PIB) publicado por el INDEC, se puede observar una desaceleración en el ritmo de crecimiento interanual desde principios de 2006 hasta comienzos de 2007, que se vio revertida en el segundo y tercer trimestre del año pasado. En efecto, el IPI PIB aumentó 13,6% i.a. en promedio en el lapso julio-septiembre, quedando por encima de la suba de igual período del año previo (12,9%). Sin embargo, si se consideran los precios implícitos del componente de consumo privado (IPI Consumo) se observó una tendencia alcista más persistente, hasta 13,1% en el tercer trimestre, aproximándose así al incremento del IPI PIB (ver Gráfico VIII.11).

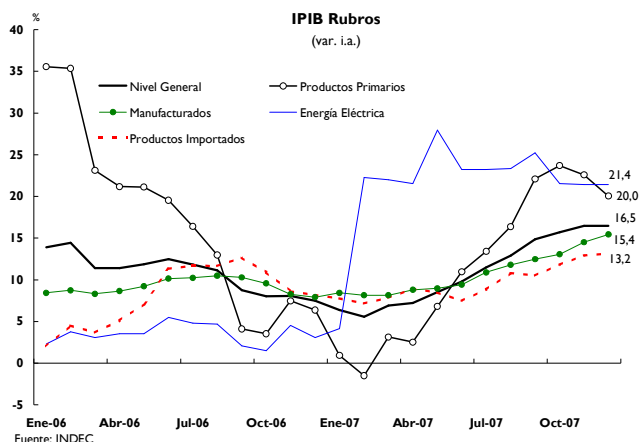
En términos prospectivos, del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) surge que la variación esperada para el IPC GBA en diciembre de 2008 contra diciembre de 2007 sería de 10,1%, dentro del rango 7%-11% contemplado en las proyecciones oficiales (ver Gráfico VIII.12). En tanto, el IPI PIB exhibiría una leve moderación en su ritmo de crecimiento, para finalizar 2008 con un alza promedio de 12,2%, inferior a la suba de 13% proyectada para 2007.

Si bien las condiciones fiscales y externas no dan lugar a la posibilidad de que la inflación se acelere, la transición hacia tasas compatibles con la inflación mundial está vinculada al desempeño de la política monetaria, junto con la evolución de la política fiscal, de ingresos y de competencia implementada por el Gobierno Nacional.

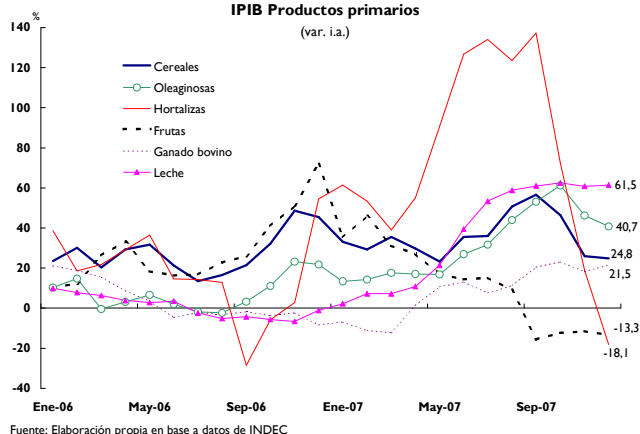
### VIII.3 Precios Mayoristas

Los precios mayoristas verificaron en el año 2007 un alza superior a la de 2006, sean medidos por el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM; 14,4% i.a.), como el Índice de Precios Internos Básicos (IPIB<sup>60</sup>; 16,5% i.a.). Esta situación respondió mayormente al encarecimiento de los Productos primarios, aunque los Manufacturados también mostraron aumentos por

**Gráfico VIII.13**  
IPIB Rubros  
(var. i.a.)



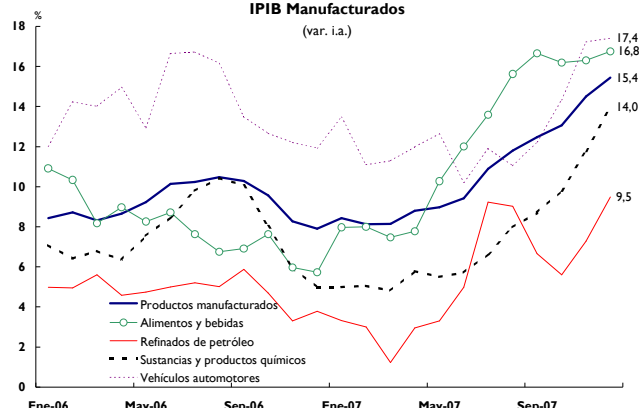
**Gráfico VIII.14**  
IPIB Productos primarios  
(var. i.a.)



<sup>59</sup> Los Alimentos y bebidas representan 36% de la canasta del GBA mientras que componen el 41% de la del interior del país.

<sup>60</sup> El Índice de Precios Internos Básicos (IPIB) representa la evolución de los precios mayoristas (IPIM) neto de impuestos y subsidios

**Gráfico VIII.15**  
**IPIB Manufacturados**  
(var. i.a.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

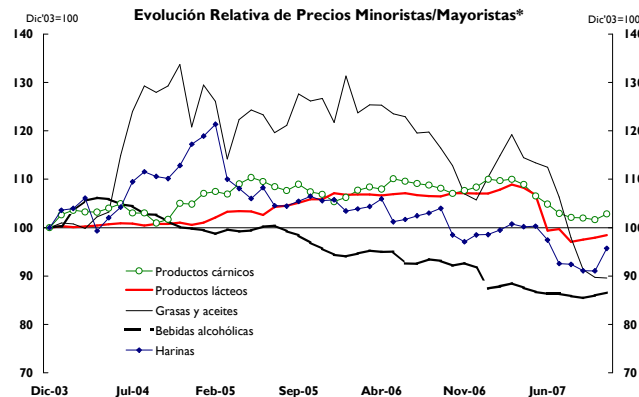
encima de lo observado un año antes (ver Gráfico VIII.13). Así, las subas en las cotizaciones mayoristas se ubicaron por encima de las variaciones en los precios minoristas, aunque continúan siendo inferiores a las de los costos de la construcción.

La evolución de los Productos primarios continuó determinada por los precios de los Productos agropecuarios (cereales, oleaginosas, carnes y lácteos) y en menor cuantía por las cotizaciones del Petróleo. Los encarecimientos se dieron en un marco de suba de precios internacionales y de problemas de oferta en los mercados locales, entre otros factores, con algún traslado a nivel minorista. Así, en 2007 los Productos primarios crecieron 20% contra 6,4% registrado durante 2006 (ver Gráfico VIII.14).

Los Productos agropecuarios mostraron un incremento de 28,9% i.a. impulsados por las subas en las cotizaciones de los agrícolas (22,7% i.a.) y de los ganaderos y de granja (33,4% i.a.). Dentro del sector agrícola, se destacaron las alzas en los precios los cereales (24,8% i.a.), principalmente el trigo (40,7% i.a.), dada la importancia que tiene como insumo principal de la harina y el pan. La situación del cereal, continuó con la tendencia alcista internacional, donde el precio alcanzó un nuevo récord histórico, principalmente explicado por los bajos niveles de *stocks* mundiales, en un contexto de una demanda en continuo crecimiento (ver Sección II). En tanto, los encarecimientos en los precios de las oleaginosas (40,7% i.a.), también resultaron influenciados por los mercados internacionales, en particular por los altos precios del petróleo que hicieron más rentable la producción de biodiesel y el sostenido aumento de la demanda asiática. En particular, las cotizaciones de la soja y el girasol presentaron aumentos de 33,4% i.a. y 70% i.a., respectivamente.

**Gráfico VIII.16**

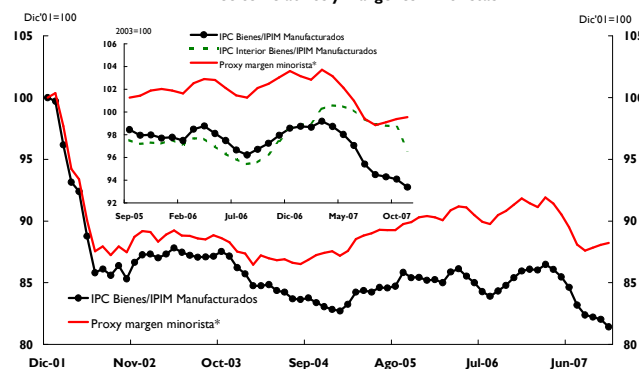
**Evolución Relativa de Precios Minoristas/Mayoristas\***



\* Se toma como referencia minorista los componentes del IPC GBA  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

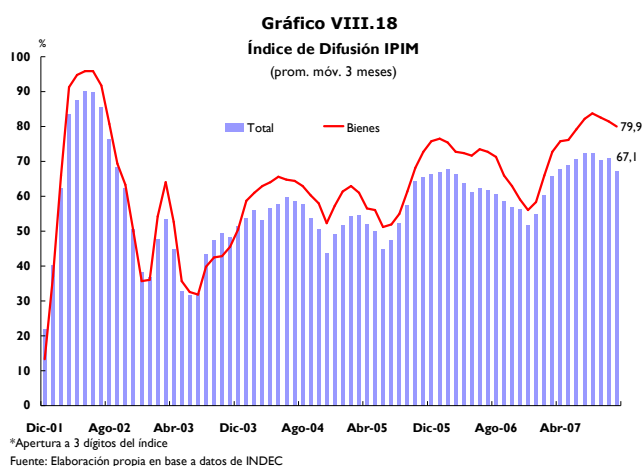
En el caso de los precios de las hortalizas, luego de mostrar fuertes incrementos en la primera mitad de 2007, ocasionadas por las importantes heladas, finalizaron el año con caídas de precios debido a la paulatina recomposición de la oferta. Así es que las cotizaciones de las verduras mostraron un descenso de 18,1% i.a., determinados por la evolución de los precios del tomate (-40% i.a.) y la lechuga (-70% i.a.). De manera similar, las cotizaciones de las frutas evidenciaron una merma de 13,3% i.a., donde la naranja y la manzana bajaron 40% i.a. y 16% i.a., respectivamente.

**Gráfico VIII.17**  
**Precios Relativos y Márgenes Minoristas**



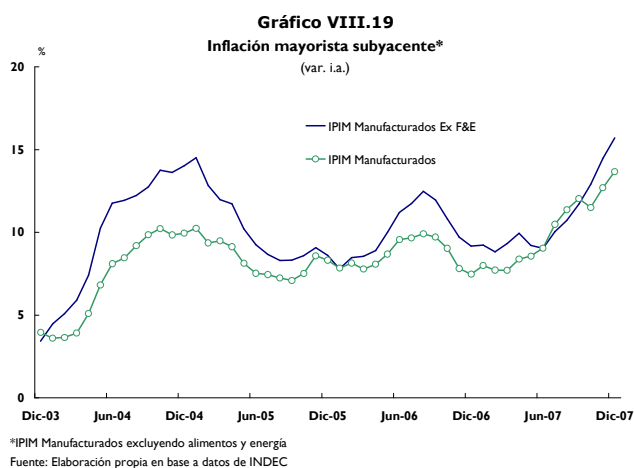
\*IPC Bienes/IPIM Productos manufacturados y otros que tienen un rubro equivalente en el IPC  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Por su parte, durante 2007 los Productos ganaderos y de granja siguieron evolucionando acordes al fuerte aumento en el precio de la leche (61,5% i.a.) y en menor grado por la suba en el ganado bovino (21,5% i.a.). El mercado lechero continuó con problemas de oferta en los tambos ocasionadas por las heladas y las inundaciones que arruinaron gran parte de las pasturas a comienzos de 2007. Por su parte, el ganado bovino también sufrió el problema climático, reflejándose en los encarecimientos de todas las categorías. A esto se le agrega el desplazamiento de más territorio hacia la actividad agrícola en detrimento de la pecuaria (ver Sección III).



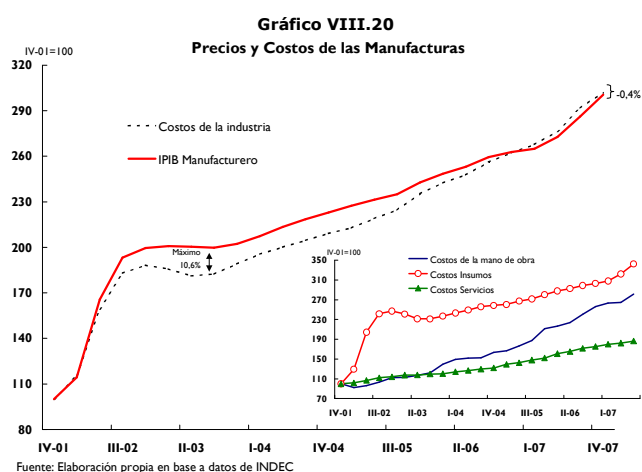
La cotización del petróleo a nivel mayorista mostró un aumento de 7,8% i.a., significativamente inferior al incremento que evidenció el crudo en los mercados internacionales. El petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) superó la barrera de los US\$100 por barril (46,8% i.a.) principalmente explicado por los problemas de oferta, una demanda creciente y conflictos geopolíticos (ver Sección II). Por su parte, el precio del gas mostró un leve incremento (1,5% i.a.) evidenciando una clara desaceleración respecto de un año atrás (13,2% i.a.).

Los Productos manufacturados se elevaron 15,4% i.a., continuando con la tendencia ascendente de los primeros meses de 2007. Esta situación estuvo mayormente determinada por el encarecimiento de los Alimentos y bebidas (lácteos, aceites y harinas), lo que seguiría presionando sobre los precios minoristas. Adicionalmente, los Vehículos y automotores (17,4% i.a.), Sustancias y productos químicos (14% i.a.) y Productos refinados de petróleo (9,5% i.a.) también evidenciaron importantes incrementos durante 2007 (ver Gráfico VIII.15).



Dentro de Alimentos y bebidas (16,8% i.a.), durante 2007 los productos que tuvieron mayores subas fueron los lácteos, cárnicos, harinas, aceites y grasas vegetales, que adquieren importancia por su incidencia dentro del consumo de los hogares. Así, los precios de los productos alimenticios a nivel mayorista presentaron un aumento por encima del observado en el IPC GBA y el IPC Interior.

En este sentido, indicadores *proxy* de márgenes minoristas<sup>61</sup> mostraron un notorio deterioro durante el año. En efecto, el sector de Alimentos y bebidas, particularmente por la evolución de los precios de grasas y aceites, productos lácteos y harinas, habría registrado descensos en sus márgenes. En tanto, la comercialización al por menor de otros bienes de consumo como Indumentaria y Vehículos, también habrían registrado significativas caídas de sus márgenes durante 2007, de acuerdo a los índices oficiales (ver Gráficos VIII.16 y VIII.17).



El índice de difusión de los precios mayoristas presentó en 2007 un aumento en la cantidad de productos con subas de precios, luego de la tendencia descendente registrada durante 2006. Así, la difusión se ubicó en niveles históricamente altos, destacándose las mayores alzas en los productos manufacturados en comparación con el total del IPIM (ver Gráfico VIII.18).

El IPIM Manufacturados excluido alimentos y energía (aproximación a la inflación subyacente) alcanzó una importante suba, acelerándose frente a los primeros meses del año. En efecto, en diciembre el índice presentó un alza de 15,7% i.a., mientras que en el mismo mes de 2006 el aumento fue de 9,2% i.a. (ver Gráfico VIII.19).

Los Productos importados tuvieron un crecimiento de 13,2% i.a., mostrando una aceleración respecto de lo observado un

<sup>61</sup> Una primera aproximación del margen minorista tiene en cuenta la relación entre el IPC Bienes (GBA) y los precios mayoristas de los productos manufacturados y otros que tienen un rubro equivalente en el IPC Bienes (GBA). En tanto, otros indicadores se elaboraron a partir del ratio entre IPC Bienes (GBA) y el IPIM Manufacturados y el ratio entre IPC Bienes (interior) y el IPIM Manufacturados.

año atrás (8,2% i.a.). Las subas más significativas se registraron en productos agropecuarios (cauchos naturales y frutas y cafés) y productos manufacturados (alimentos y bebidas, abonos y fertilizantes y productos metales básicos).

En tanto, el rubro Energía eléctrica mostró un fuerte incremento durante 2007 (21,4% i.a.), debido al ajuste tarifario realizado a comienzos del año a los grandes usuarios.

Por otro lado, debe tenerse en cuenta que los costos del sector manufacturero continúan presentando importantes aumentos, pudiendo generar un mayor impulso de los precios mayoristas. Así, la brecha de los costos de la industria y el IPIB continuaron mostrando descensos, al igual que lo evidenciado en los últimos años. Esta situación estaría indicando una nueva caída de los márgenes unitarios a nivel mayorista, principalmente impulsados por la suba de los costos de los insumos y de la mano de obra, mientras que los servicios mantienen su tendencia más moderada (ver Gráfico VIII.20).

Con todo, en 2008 los precios mayoristas seguirían respondiendo a la volatilidad de los Productos primarios, principalmente por las subas en las materias primas agrícolas, en un contexto de altos precios internacionales de commodities. En tanto, las Manufacturas podrían registrar nuevas presiones sobre los márgenes unitarios asociadas a aumentos en los costos salariales y de insumos energéticos, mostrando variaciones de precios similares a las de 2007.

#### VIII.4 Costos de la Construcción

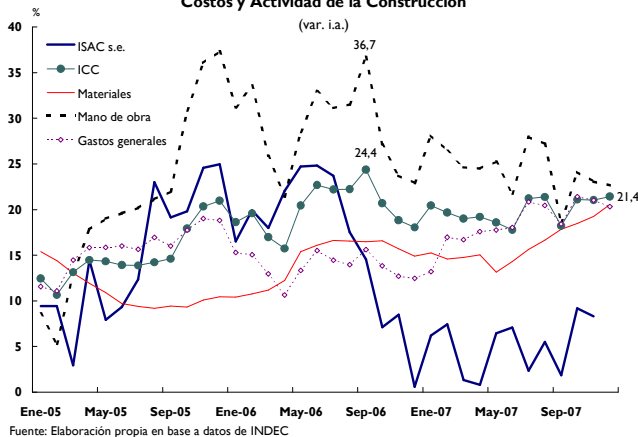
El Índice de Costos de la Construcción (ICC) continuó con el elevado ritmo de aumentos de los períodos previos. En términos interanuales presentó una variación de 21,4% en diciembre, de manera que en 2007 registró una tasa promedio de 19,9% i.a., similar a la verificada en 2006 (20,0% i.a.). De este modo, las subas en los costos de la construcción se mantienen sustancialmente por encima de las variaciones registradas por los precios minoristas y mayoristas, a pesar de la desaceleración que presenta la actividad sectorial (ver Gráfico VIII.21 y Sección III).

La relativa estabilidad en términos interanuales del ICC respondió a que, luego de cierta moderación en la primera mitad del año (reduciéndose hasta 17,8% i.a. en junio), en el segundo semestre retomó la senda ascendente, elevando la tasa de incremento nuevamente por sobre el 20% i.a..

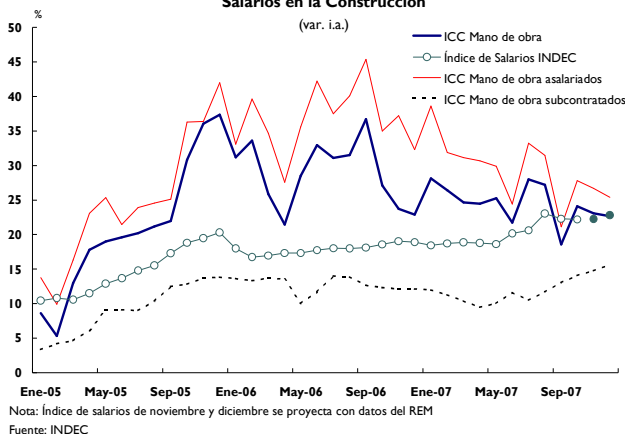
En términos desagregados, se observaron subas generalizadas en los distintos componentes. El costo de la Mano de obra (22,7% i.a. en diciembre) fue el subíndice de mayor suba, aunque sigue registrando una moderación respecto de los últimos años. Adicionalmente, se mantuvo la elevada diferencia entre la evolución de la remuneración a los asalariados directos (25,4% i.a.) respecto de la de los subcontratados (15,6% i.a.), a pesar de que en el último trimestre se produjo un mayor au-

**Gráfico VIII.21**

**Costos y Actividad de la Construcción**  
(var. i.a.)

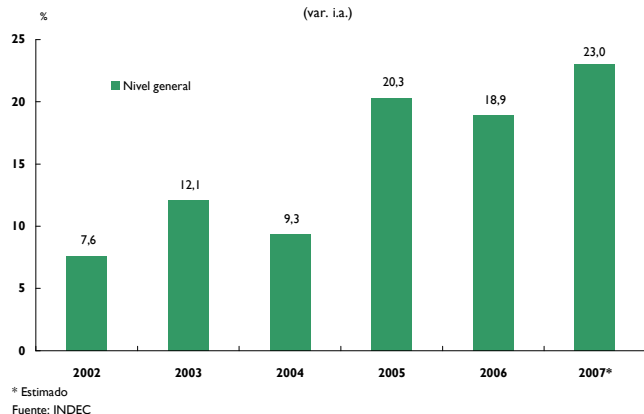


**Gráfico VIII.22**  
**Salarios en la Construcción**  
(var. i.a.)





**Gráfico VIII.23**  
Salarios Nominales  
(var. i.a.)



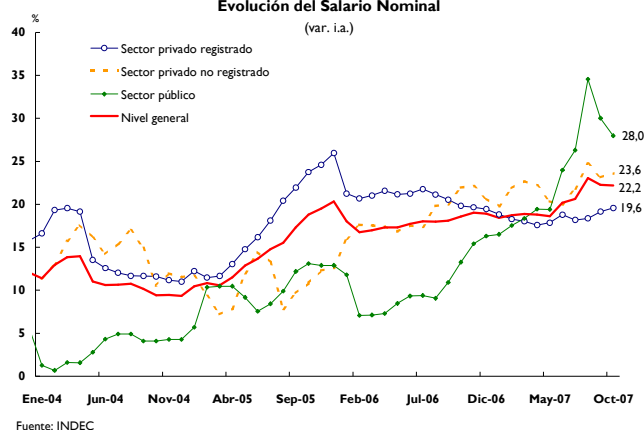
mento en este último segmento, marcando la tasa interanual más alta de la serie histórica (ver Gráfico VIII.22).

Por su parte, el costo de los Materiales continuó acelerando su ritmo de incrementos, alcanzando a 20,6% i.a. en diciembre, la más alta desde abril de 2003. Las subas siguen lideradas por los ítems que se mantenían más rezagados desde el inicio del ciclo expansivo de la actividad sectorial. En este sentido, los Ladrillos y otros productos cerámicos, Vidrios y Áridos continúan encareciéndose a mayor ritmo que el promedio, en tanto que aquellos con alto componente de *commodities* (como los Productos de cobre, plomo y estaño) siguen reflejando la presión proveniente de las subas en los precios internacionales.

En tanto, los Gastos generales mantuvieron su ritmo de aumento relativamente estable con una tasa de 20,3% i.a. en diciembre, en un marco en el que los servicios de alquileres de diferente tipo registraron las mayores subas (por encima de 30% i.a.). Así, tanto los Materiales como los Gastos Generales se ubican en variaciones interanuales inferiores a las del Nivel general del ICC, aunque habiendo reducido en los últimos meses la diferencia respecto de la trayectoria que siguen los salarios.

En adelante, este indicador de costos sectoriales seguiría mostrando incrementos interanuales elevados, acompañando el encarecimiento de los salarios y de los materiales por el aumento en los precios de las materias primas industriales.

**Gráfico VIII.24**  
Evolución del Salario Nominal  
(var. i.a.)



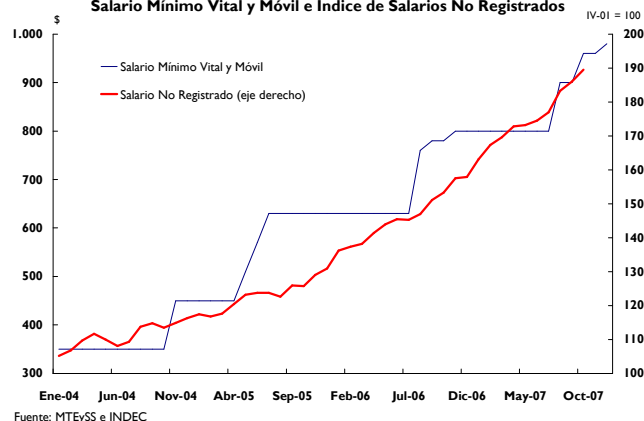
## VIII.5 Salarios

Las remuneraciones nominales de los asalariados continuaron exhibiendo mejoras en 2007 (ver Sección IV). Luego de crecer cerca de 5% en el cuarto trimestre, durante el año los salarios habrían mostrado un aumento del orden de 23% i.a., logrando el mayor ascenso nominal del actual ciclo expansivo (ver Gráfico VIII.23).

Desagregando los diferentes segmentos laborales, se evidencia que, a diferencia de los años anteriores, en 2007 las mejoras no fueron lideradas por el Sector privado registrado. Por el contrario, las mayores subas fueron otorgadas al Sector público y al Sector privado no registrado, segmentos cuyos ingresos se encuentran más rezagados y que aún no logran recuperar el poder adquisitivo de diciembre de 2001 (ver Gráfico VIII.24 y Sección IV).

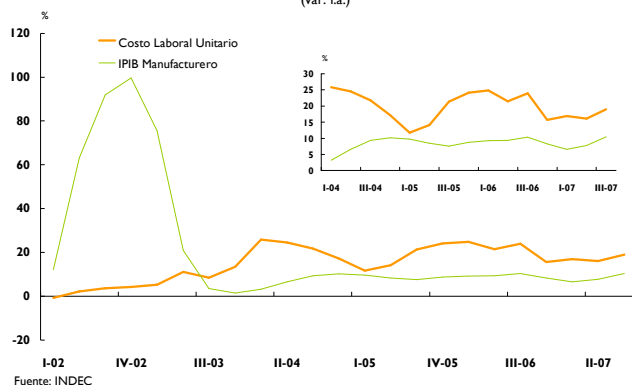
En particular, los ingresos de los agentes del sector público fueron los que más crecieron al presentar un aumento aproximado durante 2007 de 28% i.a.. El sector público nacional (por la evolución de bancos nacionales, fuerzas armadas y de seguridad y universidades), junto al provincial son los que lideran las subas, con incrementos que rondarían 30% i.a.. Los municipios presentarían mejoras salariales del orden de 21% i.a., mientras que las alzas de los empleados de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires serían de casi 20% i.a., constituyéndose como el distrito con menores subas.

**Gráfico VIII.25**  
Salario Mínimo Vital y Móvil e Índice de Salarios No Registrados





**Gráfico VIII.26**  
**Costo Laboral Unitario e IPIB Manufacturero**  
 (var. i.a.)



En tanto, los salarios de los trabajadores privados no registrados mostrarían una expansión de 24% i.a.. La suba respondería al alza de dos indicadores considerados como referencia para el sector como la canasta básica de alimentos y el Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVM). Cabe notar que el SMVM en el transcurso de 2007 pasó de \$800 a \$980 mensuales, reflejando un aumento de 22,5% (ver Gráfico VIII.25).

Por último, los empleados del segmento privado registrado habrían recibido en 2007 un alza en sus remuneraciones del orden de 21% i.a., algo mayor a la del año anterior, como resultado de los nuevos convenios colectivos, que en los primeros nueve meses ascendieron a 719 (11% superior en comparación a igual período de 2006), cubriendo a más de 4 millones de asalariados. Cabe notar que a fines de 2007 se acordaron pagos extraordinarios no remunerativos en los principales sectores de actividad, que podrían constituirse como el “piso” de las siguientes negociaciones colectivas, a la vez que algunos gremios estudian acortar los plazos de los acuerdos salariales a pactarse en el corriente año.

En este contexto, el costo laboral unitario de la industria continuó su tendencia ascendente, impactando en los precios manufactureros. No obstante, la variación del costo laboral se habría trasladado sólo parcialmente a precios, ya que su evolución se ubicó nuevamente por encima del Índice de Precios Internos Básicos de la industria, dado que parte de las subas salariales habrían sido absorbidas por las empresas (ver Gráfico VIII.26).

En relación a 2008, las estimaciones de incrementos salariales apuntan a mejoras del orden de 20% i.a. según previsiones informadas por el REM, aunque las respuestas presentan una variabilidad creciente y significativa (ver Sección IX).

## IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

### IX.1 Síntesis

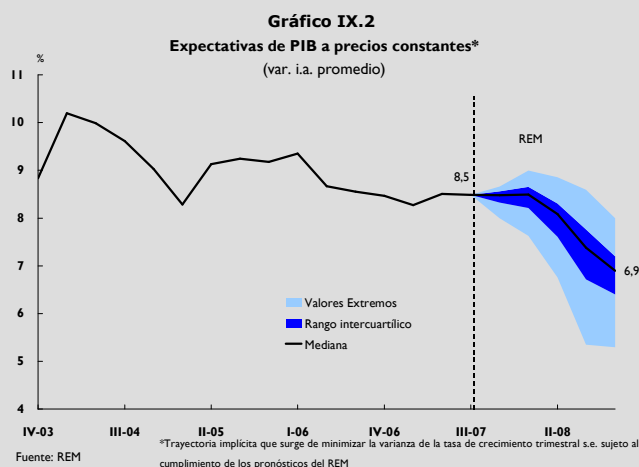
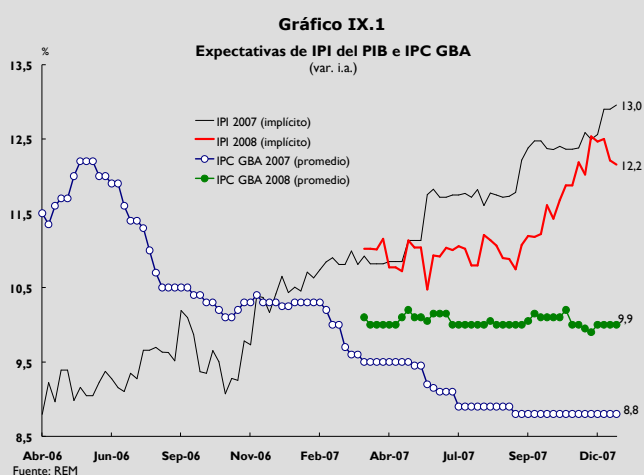
Durante el cuarto trimestre de 2007, las estimaciones de crecimiento real del PIB aumentaron 0,5 puntos porcentuales (p.p.) a 8,5% para 2007 y 0,6 p.p. a 6,9% para 2008, impulsadas en mayor medida por las expectativas de consumo. A su vez, las estimaciones de crecimiento del Índice de Precios Implícitos del PIB (IPI PIB) se ajustaron en el mismo sentido a 13,0% para 2007 y 12,2% para 2008. Por su parte, la variación del Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) de 2007 se ubicó en línea con lo anticipado por el REM en oportunidad del último **Informe de Inflación**, en tanto que las expectativas para 2008 disminuyeron 0,7 p.p. a 10,1%.

Las previsiones de Tasa de Desocupación continuaron su trayectoria descendente, ubicándose en 7,5% para 2007 y 7% para 2008. Asimismo, el incremento proyectado en el Índice de Salarios fue corregido al alza a 22,1% para 2007 y 18,0% para 2008.

Las perspectivas del Saldo de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos se incrementaron para 2007 y se mantuvieron estables para 2008, mientras que las estimaciones implícitas de ingresos netos de capital no registraron modificaciones para 2007 y se corrigieron al alza para el presente año. El stock de Reservas Internacionales se ubicó en 2007 por encima de las previsiones del REM, corrigiéndose al alza los pronósticos para 2008 a US\$54.500 millones.

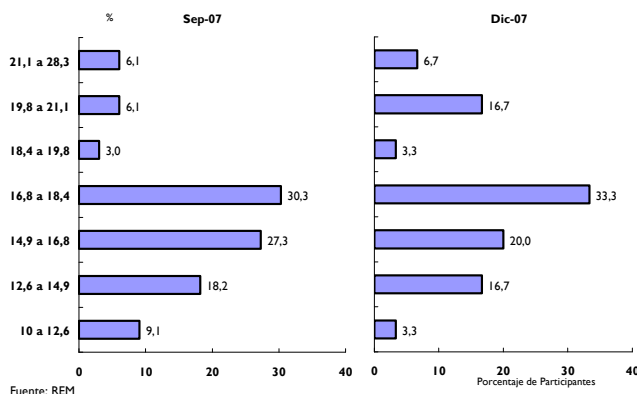
Respecto de las variables financieras, las tasas de interés de plazo fijo y BADLAR esperadas para 2008 aumentaron, mientras que el tipo de cambio nominal esperado registró un descenso. Por su parte, las proyecciones de Depósitos del Sector Privado no Financiero y del Agregado Monetario M2 para este año registraron un moderado crecimiento, en tanto que se observó un aumento en las previsiones de préstamos. En este contexto, la mediana de M2 se ubicó en \$170.100 millones (17,3% inter-anual -i.a.-), mientras que el 82% de los participantes espera que este agregado se ubique dentro de las bandas del Programa Monetario (PM 2008).

Finalmente, las proyecciones de Recaudación Tributaria Nacional para el corriente año aumentaron \$15.000 millones a \$255.000 millones (27,6% i.a.) y las estimaciones de Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) crecieron \$2.100 millones a \$30.000 millones (11,5% i.a.). Así, el REM espera que la recaudación para 2008 aumente 1,6 p.p. del PIB a 26,5%. Por su parte, el Resultado Primario del SPNF para el corriente año representaría 3,1% del Producto, mientras que el 71% de los participantes anticipa que se ubicará por encima de la estimación nominal del Presupuesto Nacional 2008 (PN 2008).



## IX.2 Evolución y Principales Resultados<sup>62</sup>

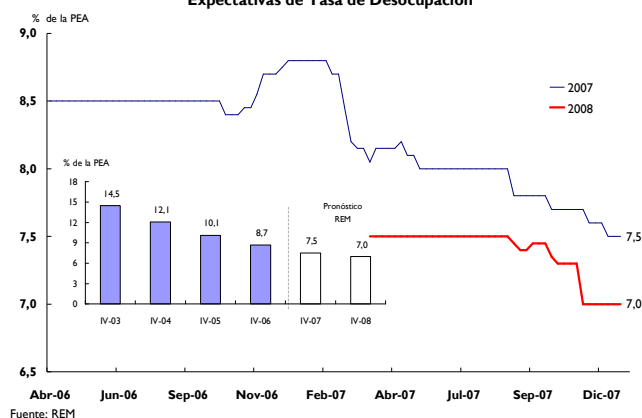
**Gráfico IX.3**  
Expectativas de Salarios para 2008  
(var. i.a.)



La variación del Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) de 2007 se ubicó en línea con las previsiones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), y durante el cuarto trimestre los pronósticos para 2008 se redujeron 0,7 puntos porcentuales (p.p.) a 10,1%. Con todo, la expectativa para el corriente año se sitúa levemente por encima del valor alcanzado en 2007. El desvío estándar de las perspectivas individuales para dicho indicador se mantiene en niveles bajos, reflejando un grado de consenso sobre la evolución de la variable similar al del trimestre anterior.

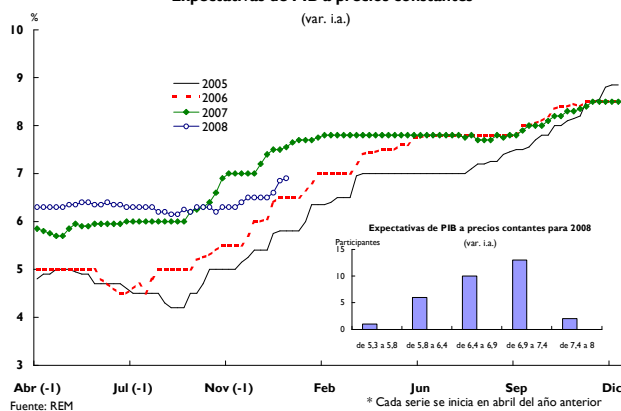
El aumento del Índice de Salarios de agosto y octubre superó las expectativas del REM, y la proyección para 2008 aumentó 1,5 p.p. a 18%. No obstante, el incremento salarial previsto para el presente año se ubica 4,1 p.p. por debajo de lo estimado para el año previo. De esta forma, los participantes estarían anticipando una desaceleración en los ajustes salariales respecto de 2007. En tanto, el desvío estándar de las estimaciones individuales aumentó pese a la reducción del horizonte de pronóstico. Por su parte, las proyecciones del REM exhiben una Tasa de Desocupación para 2008 de 7%, 0,5 p.p. por debajo de lo estimado en el último **Informe de Inflación** y de lo previsto para 2007 (ver Gráficos IX.3 y IX.4).

**Gráfico IX.4**  
Expectativas de Tasa de Desocupación



Durante el cuarto trimestre la estimación de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB<sup>63</sup> aumentó 0,5 p.p. a 13,0% para 2007 y 1,0 p.p. a 12,2% para 2008. Así, las proyecciones de crecimiento del IPI del PIB se ubican por encima de las perspectivas de variación del IPC GBA promedio para ambos años. El desvío estándar de las respuestas duplica al del IPC GBA y se ubica en niveles similares a la dispersión de las estimaciones de incremento salarial.

**Gráfico IX.5**  
Expectativas de PIB a precios constantes\*  
(var. i.a.)



La variación del PIB real del tercer trimestre de 2007 se ubicó en 8,7% interanual (i.a.), 0,8 p.p. sobre lo esperado por el REM en oportunidad del último **Informe de Inflación**. Esto se debió a que el crecimiento del consumo<sup>64</sup> resultó superior al proyectado, compensando el menor incremento respecto del previsto para la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF). En este contexto, el pronóstico de aumento del Producto para el cuarto trimestre de 2007 se corrigió al alza, llevando a la variación del PIB real del año a 8,5% i.a. (ver Gráfico IX.5).

La expectativa de evolución del Producto para 2008 aumentó 0,6 p.p. a 6,9% i.a. principalmente por el aporte del consumo, cuya contribución<sup>65</sup> esperada aumentó a 5,2 p.p., en tanto que el aporte proyectado de la IBIF aumentó a 2,6 p.p.. Las Exportaciones Netas (XN) tendrían un impacto negativo de 0,9 p.p. en el crecimiento del PIB, en línea con la estimación anterior. De esta manera, la participación<sup>66</sup> de la IBIF aumentaría res-

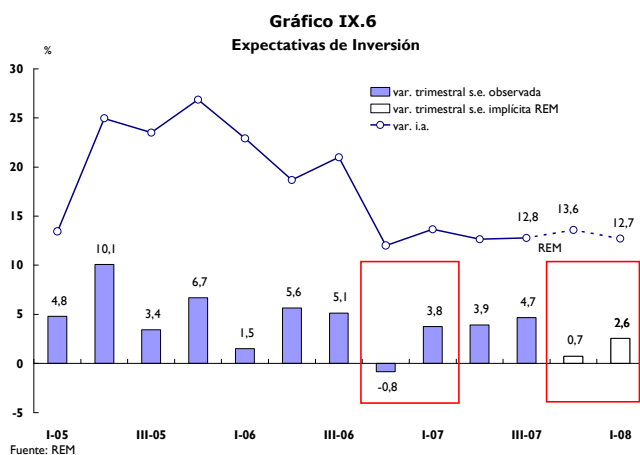
<sup>62</sup> Correspondientes a la semana estadística 240 finalizada el 2 de enero de 2008.

<sup>63</sup> Estimación implícita en las proyecciones de PIB, no relevada directamente.

<sup>64</sup> Incluye el Consumo Público, el Consumo Privado, la Diferencia Estadística y la Variación de Existencias.

<sup>65</sup> Estimación implícita en los pronósticos de PIB, consumo e IBIF, no relevada directamente.

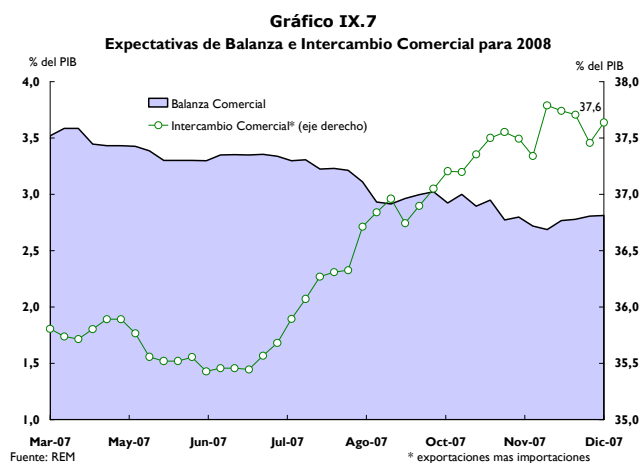
<sup>66</sup> Estimación implícita en los pronósticos de PIB, no relevada directamente.



pecto del año anterior a 23,7% del PIB. Las previsiones de PIB corriente aumentaron a \$802.100 millones para 2007 (22,6% i.a.) y \$961.700 millones para 2008 (19,9% i.a.; ver Gráficos IX.2 y IX.5).

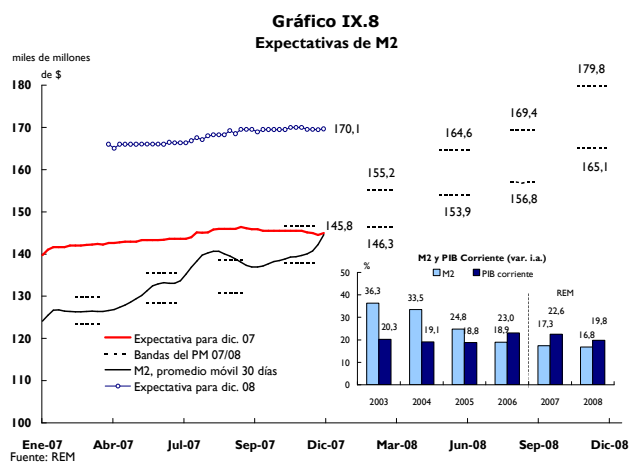
De acuerdo con la encuesta se espera que el PIB modere su tasa de crecimiento en el cuarto trimestre de 2007 y el primer trimestre de 2008. En este marco, las tasas de crecimiento promedio trimestral del PIB y del consumo se ubicarían en 1,3% desestacionalizado (s.e.)<sup>67</sup> en ambos casos, en tanto que la IBIF aumentaría 1,6% s.e. (ver Gráfico IX.6).

La previsión de variación del Estimador Mensual Industrial (EMI) aumentó 0,8 p.p. a 7,4% para 2007 y 0,7 p.p. a 6,5% para 2008, recuperándose de la caída en las proyecciones observada en los dos trimestres anteriores. Con todo, el REM estaría descontando una desaceleración de la actividad industrial para 2008.



En un contexto en el que los resultados de las exportaciones se ubican por encima de lo esperado, se ajustaron al alza el saldo proyectado de la balanza comercial y de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos para 2007. En tanto, la expectativa implícita de la Cuenta Capital y Financiera<sup>68</sup> no registró variaciones. En lo que se refiere a 2008, las proyecciones de exportaciones totalizaron US\$61.000 millones y las de importaciones US\$52.500. Así, las estimaciones de balanza comercial<sup>69</sup> se contrajeron levemente para 2008 a US\$8.500 millones (2,8% del PIB). En tanto, las previsiones de saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos se mantuvieron sin cambios en US\$4.900 millones (1,6% del PIB; ver Gráfico IX.7).

Dada la estabilidad presentada en las estimaciones del saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos para 2008, la revisión al alza en las expectativas de Reservas Internacionales estaría reflejando un incremento en el ingreso neto de capitales esperado por el REM. En efecto, las previsiones sobre el *stock* de Reservas Internacionales fueron incrementadas a US\$54.500 millones para 2008.



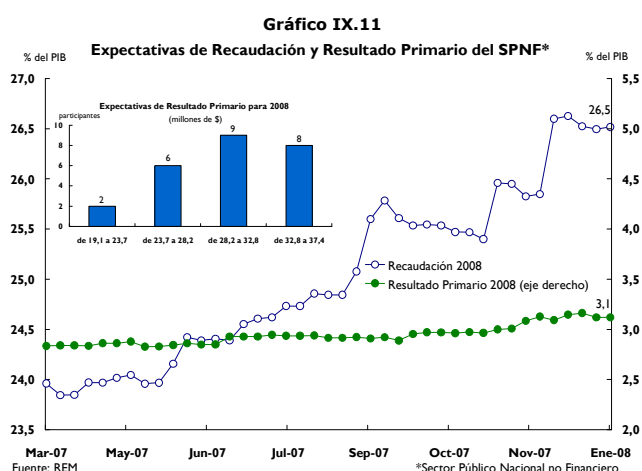
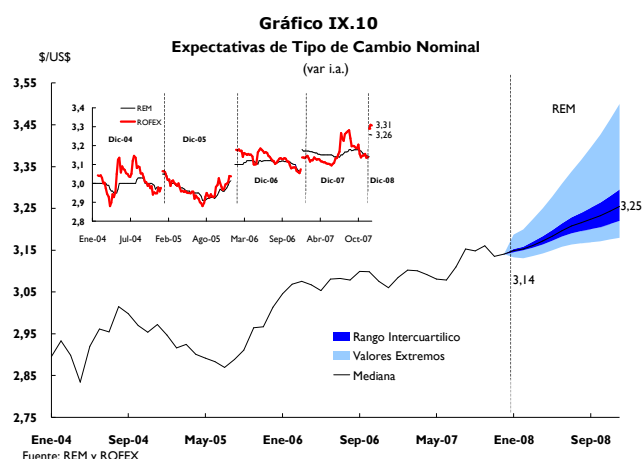
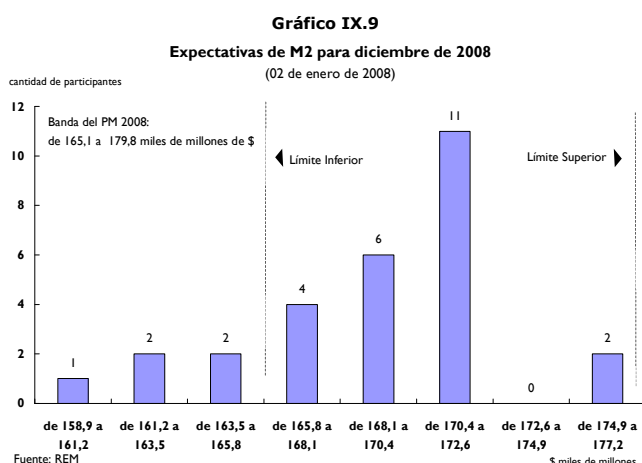
De acuerdo con el REM, los Depósitos del Sector Privado no Financiero aumentarían 18,9% i.a. durante 2008 hasta \$178.400 millones, representando 18,6% del PIB, relación similar a la de 2007 y 2006. Como en 2007, el incremento absoluto de los depósitos (\$28.300 millones) sería similar al crecimiento nominal de los Préstamos al Sector Privado no Financiero (\$29.900 millones; 28,8% i.a.) que alcanzarían \$133.900 millones a fin de año, aumentando de 13% del PIB en 2007 a 13,9% en 2008.

Las proyecciones del Agregado Monetario M2 aumentaron \$1.100 millones a \$170.100 millones para 2008. Así, la variación interanual alcanzaría 17,3%, en línea con lo proyectado para 2007 y por debajo del crecimiento implícito en los pro-

<sup>67</sup> Estimación implícita, considerando los coeficientes de estacionalidad promedio de los últimos dos años.

<sup>68</sup> Estimación implícita en las estimaciones de Reservas Internacionales y Saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos, no relevada directamente.

<sup>69</sup> Estimación implícita en las proyecciones de exportaciones e importaciones, no relevada directamente.



nósticos de PIB a precios corrientes<sup>70</sup>. Además, el 82% de los participantes espera que el M2 se ubique dentro de los límites previstos en el Programa Monetario 2008 (PM 2008) para diciembre, mientras que el 18% restante estima una mediana por debajo (ver Gráficos IX.8 y IX.9).

En el transcurso del último trimestre de 2007, los pronósticos de tasas de interés para 2008 siguieron corrigiéndose al alza. En particular, las expectativas de tasa de interés *Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate* (BADLAR) aumentaron 149 puntos básicos (p.b.) a 13,5% para 2008, ubicándose de esta manera en guarismos similares a los de 2007, mientras que la tasa de interés de plazo fijo en pesos a 30 días se ajustó en 104 p.b. a 10,33%. Las proyecciones de tasas pasivas del BCRA fueron ajustadas en una cuantía inferior. Así, los pronósticos de tasa de Letras del Banco Central (LEBAC) se incrementaron 30 p.b. a 11,50% para el corriente año y los pases se mantuvieron en 9,0%.

Por su parte, los pronósticos de Tipo de Cambio Nominal disminuyeron levemente a 3,25\$/US\$ para 2008. No obstante, estas estimaciones se mantienen por debajo de las cotizaciones en los mercados de futuros. En términos reales<sup>71</sup>, el mercado descuenta que el peso se aprecie con respecto al dólar estadounidense 3,6% en 2008, en tanto que con respecto al real brasileño se estima una depreciación de 6,3% en 2008 (ver Gráfico IX.10).

La mediana de las expectativas de Recaudación Tributaria Nacional aumentó, respecto al **Informe de Inflación** anterior, \$15.000 millones para 2008 y, de esta forma, se prevé que alcance \$255.000 millones. No obstante, los participantes esperan que la tasa de crecimiento interanual de los recursos tributarios se desacelere desde 33,2% en 2007 a 27,6% en 2008. Por otro lado, la presión tributaria estimada para 2008 se ubicó en 26,5%, incrementándose 1,6 p.p. sobre la proyectada para 2007 (ver Gráfico IX.11).

Por su parte, la mediana del Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) creció a \$30.000 millones (3,1% del PIB) para 2008. La proporción de los participantes que esperan que el Resultado Primario del SPNF supere la estimación nominal del Presupuesto Nacional 2008 (PN 2008) se incrementó 31,6 p.p. a 71,0%, proporción que se reduce al 48,4% al considerar el resultado en porcentaje del PIB<sup>72</sup>.

Finalmente, durante el trimestre se mantuvieron elevados los niveles de participación, y el REM cuenta con 56 participantes habilitados para ingresar proyecciones.

<sup>70</sup> Se compara la variación i.a. punta (dic./dic.) del Agregado Monetario M2 y la variación i.a. promedio del PIB corriente.

<sup>71</sup> Estimación implícita, considerando las expectativas de variación del IPC GBA, los pronósticos de inflación de Estados Unidos del *Survey of Professional Forecasters*, y las proyecciones de inflación y de tipo de cambio nominal de la encuesta del Banco Central de Brasil (BCB).

<sup>72</sup> El PN 2008 prevé que el SPNF alcance un superávit primario de \$28.242 millones (3,15% del PIB) durante el corriente año. Cabe destacar que las cifras no son estrictamente comparables dado que 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 2007

## 1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2008-NOV			2007-NOV			2007-DIC			2008-ENE			2008-FEB			2007-ANL			2008-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
IPC: var. 12 meses; en %	10.2	9.8	1.6																		
<b>PRECIOS</b>																					
IPC: var. mensual; en %							0.9	0.9	0.1	1.2	1.2	0.2				8.8	8.8	0.2	9.9	9.9	1.0
IPC: var. interanual implícita, en % <sup>1</sup>							8.5	8.5													
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)													0.0			8.6	8.5	0.5	10.4	10.1	1.6
Índice de Salarios Nivel General; var. mensual; en %	1.5	1.43	0.27				1.49	1.50	0.40							22.0	22.1	1.7	18.3	18.0	3.4
<b>Monetarias y Financieras</b>																					
Agregado Monetario M2 (\$); promedio mensual en mil. de \$							147.476			147.747	2.168					144.688	145.000	1.667	169.095	170.106	3.904
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$							151.553			151.918	1.978					149.175	150.133	2.221	177.704	178.429	5.632
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$							105.501			105.816	1.966					103.190	104.000	2.797	132.593	133.850	6.563
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %							9.8	9.9	0.5							9.6	9.8	0.7	10.2	10.3	1.3
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en %							10.4	10.3	0.3				10.5	10.3	0.4	10.6	10.3	0.6	11.7	11.5	1.0
Tasa de Interés: Pases Pasivos en \$ a 7 días; en %							8.3	8.3	0.1							8.2	8.3	0.3	8.9	9.0	0.7
Tasa de Interés: BADLAR promedio mensual de boos. priv. a 30 días en \$; en %							13.1	13.3	0.7							13.1	13.5	1.1	13.0	13.5	1.9
Tipo de Cambio Nominal: promedio mensual; \$/US\$							3.15	3.15	0.01				3.15	3.15	0.01				3.26	3.25	0.07
<b>Actividad Económica</b>																					
EMAE: var. interanual; en %	8.7	8.8	0.3				8.6	8.5	0.5							8.4	8.5	0.3	6.8	6.8	0.5
EMI: var. interanual; en %							8.8	8.9	0.8	8.1	8.6	1.7				7.3	7.4	0.5	6.3	6.5	0.7
<b>Sector Externo</b>																					
Exportaciones; en mil. de us\$							5.187	5.140	239	4.475	4.300	557				54.738	55.127	1.283	60.910	61.000	2.429
Importaciones; en mil. de us\$							3.920	3.895	274	3.864	3.857	305				44.382	44.700	1.169	52.009	52.500	2.773
<b>Fiscales</b>																					
Recaudación Tributaria Nacional; en mil. de \$										19.247	19.321	444	18.022	18.000	648				250.539	255.000	13.542
Resultado Primario del SPNF; en mil. de \$							288	284	576	2.236	2.050	535				26.810	26.900	927	30.467	30.000	4.288

## 2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2007-TR4			2008-TR1			2008-TR2			2007-ANL			2008-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
<b>Actividad Económica</b>															
PIB a precios constantes: variación interanual; en %	8.5	8.6	0.5	8.0	8.1	0.6				8.4	8.5	0.2	6.8	6.9	0.5
PIB a precios corrientes; en mil. de \$										802.162	802.089	14.717	957.332	961.654	45.094
Consumo Total a precios constantes: variación interanual; en %	8.7	8.9	1.0	8.3	8.2	0.7				8.6	8.8	0.5	6.8	6.8	0.7
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual; en %	14.3	13.6	2.5	13.6	12.7	2.7				13.9	13.5	2.0	12.0	11.7	2.9
Tasa de desocupación; en %				8.2	8.2	0.3				7.6	7.5	0.5	7.0	7.0	0.6
<b>Sector Externo</b>															
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mil. de US\$	2258.0	2.370	705	983	900	641				6.412	6.585	776	4.889	4.876	1.139
<b>Monetarias y Financieras</b>															
Reservas Internacionales: fin de período; en mil. de US\$				48.043	48.400	1.643	52.000	51.333	2.368				54.327	54.500	3.038

<sup>1</sup> Esta variable no es relevada en el REM v su valor se obtiene implícitamente.



# Glosario de Abreviaturas y Siglas

**ADEERA:** Asociación de Distribuidores de Energía Eléctrica de la República Argentina

**AFIP:** Administración Federal de Ingresos Públicos

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

**ALADI:** Asociación Latinoamericana de Integración

**ANSeS:** Administración Nacional de la Seguridad Social

**AT:** Adelantos Transitorios

**BADLAR:** *Buenos Aires Deposits of 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)

**BCB:** Banco Central de Brasil

**BCE:** Banco Central Europeo

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

**BdP:** Balance de Pagos

**BID:** Banco Interamericano de Desarrollo

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

**BODEN:** Bonos del Estado Nacional

**BONAR:** Bono de la Nación Argentina en pesos.

**BONAR ARG \$ V:** Bono de la Nación Argentina en pesos. Vencimiento 2012.

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

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

**BONAR X:** Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2017.

**BoJ:** Banco de Japón

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

**Bs. As.:** Buenos Aires

**CABA:** Ciudad Autónoma de Buenos Aires

**CAFCI:** Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión

**CBA:** Canasta Básica Alimentaria

**CCBCRA:** Cuentas Corrientes de las Entidades Financieras en el Banco Central de la República Argentina

**Cta. Cte:** Cuenta corriente

**CDS:** *Credit Default Swaps* (Instrumento de Cobertura de Riesgo Crediticio)

**CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia

**CFI:** Coparticipación Federal de Impuestos

**CIF:** *Cost of Insurance and Freight*

**CNV:** Comisión Nacional de Valores

**CO:** Carta Orgánica

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

**CPAU:** Consejo Profesional de Arquitectura y Urbanismo

**CPI:** *Consumer Price Index* (Índice Precios al Consumidor EE.UU.)

**CyE:** Combustibles y energía

**DJVE:** Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior

**DLI:** Demanda Laboral Insatisfecha

**DPN:** Deuda Pública Nacional

**EDP:** Equipo durable de producción

**EE.UU.:** Estados Unidos

**EIA:** Administración de Información Energética

**EIL:** Encuesta de Indicadores Laborales

**EMAE:** Estimador Mensual de Actividad Económica

**EMBI+:** *Emerging Markets Bond Index*

**EMI:** Estimador Mensual Industrial

**EPH:** Encuesta Permanente de Hogares

**FCI:** Fondos Comunes de Inversión

**Fed:** Reserva Federal de EE.UU.

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

**FF:** Fideicomisos Financieros

**FMI:** Fondo Monetario Internacional

**FOB:** *Free on Board* (Libre a bordo)

**F&E:** *Food and Energy*

**GBA:** Gran Buenos Aires

**ha:** Hectárea

**HICP:** Índice Armonizado de Precios al Consumidor de la Unión Monetaria

**i.a.:** Interanual

**IBIF:** Inversión Bruta Interna Fija

**ICC:** Índice del Costo de la Construcción

**ICDCB:** Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias

<b>IED:</b> Inversión Extranjera Directa	<b>MOI:</b> Manufacturas de Origen Industrial
<b>IGBVL:</b> Índice General de la Bolsa de Valores de Lima	<b>MOPRE:</b> Módulos Previsionales
<b>IGPA:</b> Índice General de Precios de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago	<b>MRO:</b> <i>Main Refinancing Operations</i> (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)
<b>INDEC:</b> Instituto Nacional de Estadística y Censos	<b>MSCI:</b> <i>Morgan Stanley Capital International</i>
<b>INSSpJyP:</b> Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados	<b>MTEySS:</b> Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social
<b>IPC:</b> Índice de Precios al Consumidor	<b>MULC:</b> Mercado Único y Libre de Cambios
<b>IPC GBA:</b> Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires	<b>MW:</b> MegaWatts
<b>IPC Interior:</b> Índice de Precios al Consumidor del Interior del país	<b>NAFTA:</b> Tratado de Libre Comercio de América del Norte
<b>IPC Nacional:</b> Índice de Precios al Consumidor Nacional	<b>NOBAC:</b> Notas del Banco Central (Argentina)
<b>IPC Resto:</b> IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacional y/o volátil significativo y aquellos sujetos a regulación o con alto componente impositivo	<b>OPEP:</b> Organización de Países Exportadores de Petróleo
<b>IPCA:</b> Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)	<b>O/N:</b> <i>Overnight</i>
<b>IPI:</b> Índice de Precios Implícitos	<b>p.b.:</b> Puntos básicos
<b>IPIB:</b> Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor	<b>p.p.:</b> Puntos porcentuales
<b>IPIIM:</b> Índice de Precios Internos al Por Mayor	<b>PAD:</b> Prestación Anticipada por Desempleo
<b>IPMP:</b> Índice de Precios de las Materias Primas	<b>PAM:</b> Política Automotriz del Mercosur
<b>IRD:</b> Inversión Real Directa	<b>PCE:</b> <i>Personal Consumption Expenditure</i> (Índice de Precios de los Gastos de Consumo Personal)
<b>ISAC:</b> Índice Sintético de Actividad de la Construcción	<b>PEA:</b> Población Económicamente Activa
<b>ISM:</b> <i>Institute for Supply Management</i>	<b>PIB:</b> Producto Interno Bruto
<b>ISSP:</b> Indicador Sintético de Servicios Públicos	<b>PJyJH:</b> Plan Jefas y Jefes de Hogar
<b>ITCRM:</b> Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	<b>PM 2008:</b> Programa Monetario 2008
<b>IVA:</b> Impuesto al Valor Agregado	<b>PN 2008:</b> Presupuesto Nacional 2008
<b>LATAM:</b> Latinoamérica	<b>PP:</b> Productos primarios
<b>LEBAC:</b> Letras del Banco Central (Argentina)	<b>Prom.:</b> Promedio
<b>LME:</b> <i>London Metal Exchange</i>	<b>Prom. móv.:</b> Promedio móvil
<b>LTV:</b> Loan to value	<b>PRONUREE:</b> Programa Nacional de Uso Racional y Eficiente de la Energía
<b>M2:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	<b>REM:</b> Relevamiento de Expectativas de Mercado
<b>M2 privado:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$ del sector privado	Repo: Tasa sobre pases activos del Banco de Inglaterra, utilizada como tasa de interés de referencia
<b>M3:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$	<b>ROFEX:</b> <i>Rosario Futures Exchange</i> (Mercado a término de Rosario)
<b>M3*:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	<b>RTA:</b> Remuneración al Trabajo Asalariado
<b>MBS:</b> <i>Mortgage Backed Securities</i>	<b>s.e.:</b> Serie sin estacionalidad
<b>MEM:</b> Mercado Eléctrico Mayorista	<b>s.o.:</b> Serie original
<b>MERCOSUR:</b> Mercado Común del Sur	<b>S&amp;P:</b> <i>Standard and Poors</i> (Índice de las principales acciones en EE.UU. por capitalización bursátil)
<b>Merval:</b> Mercado de Valores de Buenos Aires	<b>SAFJP:</b> Superintendencia de Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones
<b>MEyP:</b> Ministerio de Economía y Producción	<b>SAGPyA:</b> Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos
<b>MOA:</b> Manufacturas de Origen Agropecuario	<b>Selic:</b> <i>Sistema Especial de Liquidação e de Custodia</i> (tasa de interés de referencia del BCB)
	<b>SIJyP:</b> Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones

**SISCEN:** Sistema Centralizado de requerimientos informativos

**SMVM:** Salario Mínimo Vital y Móvil

**SPNF:** Sector Público Nacional no Financiero

**TAF:** *Term Auction Facility*

**TCR:** Tipo de cambio real

**TI:** Términos de Intercambio

**Tn:** Tonelada

**TN:** Tesoro Nacional

**Trim.:** Trimestral / Trimestre

**UCI:** Utilización de la Capacidad Instalada

**UE:** Unión Europea

**US\$:** Dólares Americanos

**USDA:** *United States Department of Agriculture* (Secretaría de Agricultura de los EEUU)

**UVP:** Unidades Vinculadas al PIB

**Var.:** variación

**VE:** Valor efectivo

**WTI:** *West Texas Intermediate* (petróleo de referencia en Argentina)

**XN:** Exportaciones Netas