

# Informe de Inflación

Segundo Trimestre de 2008



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Informe de Inflación

## Segundo Trimestre de 2008



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Inflación**  
**Segundo Trimestre 2008**

ISSN 1668-0561  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Abril 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 10 de abril, día de difusión del Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) de marzo de 2008. La próxima publicación del **Informe de Inflación**, correspondiente al tercer trimestre de 2008, será el 23 de julio a través de internet.*

Buenos Aires, 24 de abril de 2008



# Contenido

**Pág. 7 | I. Visión Institucional**

**Pág. 11 | II. Contexto Internacional**

*Pág. 21 | Apartado 1 / Inflación: un fenómeno global*

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

*Pág. 26 | Apartado 2 / Anatomía de la inversión en equipo durable de producción*

**Pág. 35 | IV. Empleos y Salarios**

**Pág. 39 | V. Sector Externo**

*Pág. 45 | Apartado 3 / La suba reciente de los términos del intercambio*

**Pág. 47 | VI. Finanzas Públicas**

**Pág. 53 | VII. Política Monetaria y Mercado de Activos**

**Pág. 63 | VIII. Inflación**

**Pág. 71 | IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)**

*Pág. 75 | Resultados del REM. Marzo de 2007*

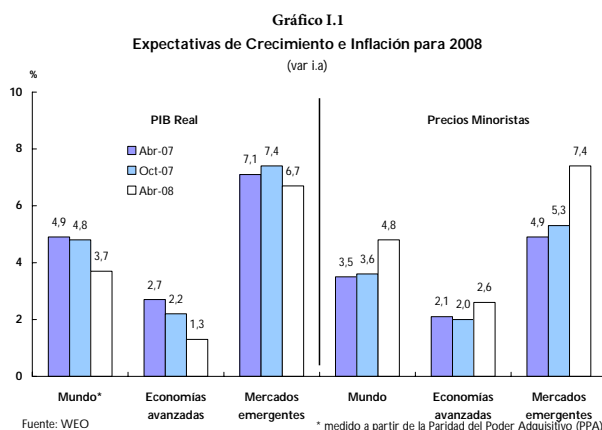
*Pág. 76 | Glosario de Abreviaturas y Siglas*



## I. Visión Institucional

El contexto económico internacional continúa deteriorándose y la desaceleración de la actividad se está profundizando en los países desarrollados. Las economías emergentes, sin embargo, permanecen aún menos afectadas por las turbulencias de los mercados financieros, aunque algunos países comienzan a mostrar signos de debilitamiento en el crecimiento económico. Así, se espera que en 2008 el aumento del PIB de las economías desarrolladas supere levemente 1% y que la economía mundial registre el menor crecimiento de los últimos cinco años.

Pese al accionar de los principales bancos centrales, los problemas de liquidez continúan expandiéndose más allá del sector de hipotecas de alto riesgo. Durante los primeros meses del año se exacerbó la volatilidad en los mercados bursátiles y cambiarios, a la vez que los problemas en los canales de crédito de las economías avanzadas se están generalizando. Aunque en los últimos meses los flujos de capital comenzaron a moderarse levemente, observándose una mayor inestabilidad en las plazas financieras de las economías emergentes, los efectos directos sobre estas economías hasta el presente son menos pronunciados que los vividos durante otras crisis financieras mundiales.



Impulsada en mayor parte por los precios de los alimentos y de la energía, la inflación mundial se está acelerando y para 2008 se prevé el aumento de precios más importante de la última década. En las economías avanzadas la inflación subyacente también registró en los últimos meses cierta aceleración, a pesar de las peores perspectivas económicas. En las regiones emergentes los precios presentaron alzas más pronunciadas, en parte debido a la mayor participación de las materias primas, particularmente los alimentos, en las canastas de consumo.

A pesar de la ralentización de la actividad mundial, los precios de los productos básicos continúan registrando niveles históricamente elevados. Este comportamiento, responde en gran medida a sus propios fundamentos, pero también a factores financieros. En efecto, desde fines del año pasado se observaría una creciente demanda especulativa de estos productos, que se consideran como una alternativa más de inversión y cobertura, factor que le otorga una mayor volatilidad a las cotizaciones.

Así, las perspectivas del escenario económico mundial resultan desfavorables y el balance global de riesgos sigue inclinándose hacia la baja. Una desaceleración abrupta del crecimiento mundial podría finalmente efectivizarse y se ha incrementado la probabilidad de que Estados Unidos ingrese en una recesión. Al mismo tiempo, los ri

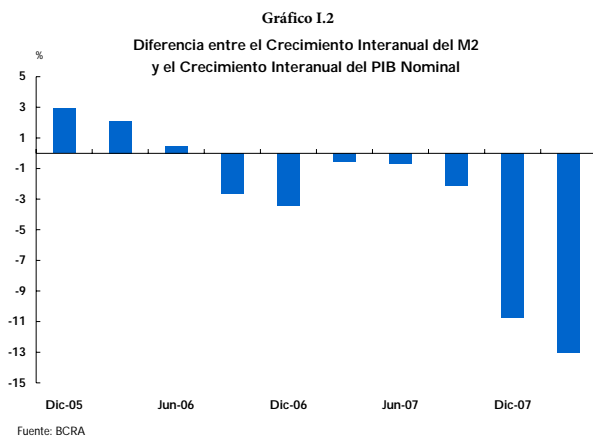


esgos generados por las presiones inflacionarias también se han intensificado, tornando la inflación en un fenómeno global (ver Apartado 1). De todas formas, el factor de riesgo más importante se centra todavía en un deterioro mayor en los mercados de crédito que afecten aún más al sistema financiero de los países avanzados, generando una fuerte contracción crediticia con un impacto mayor sobre la actividad global.

En este marco, resultó crucial la política monetaria y financiera implementada durante los últimos años por este Banco Central, que toma bajo consideración la fase de transición hacia la sustentabilidad de largo plazo, y el desarrollo de políticas precautorias que permitan enfrentar con éxito eventuales *shocks* externos negativos. Esta política ha sido llevada a cabo con una visión de la economía a través del ciclo, en lugar de a corto plazo, en línea con las metas intertemporales de esta Institución. En este contexto, debe considerarse que una política monetaria que resultase adecuada en condiciones normales es probable que deje de ser óptima en situaciones de volatilidad, cuando se produce un marcado aumento de la incertidumbre. Así lo muestran las acciones llevadas adelante por nuestros colegas de EE.UU. y el Reino Unido. En momentos críticos, la política monetaria debe adaptarse con el fin de reducir el riesgo macroeconómico y contrarrestar los efectos desestabilizadores de *shocks*. Para ello, es esencial la adopción de medidas en el marco de un enfoque de administración de riesgos, de forma de implementar una política monetaria robusta, consistente y flexible.

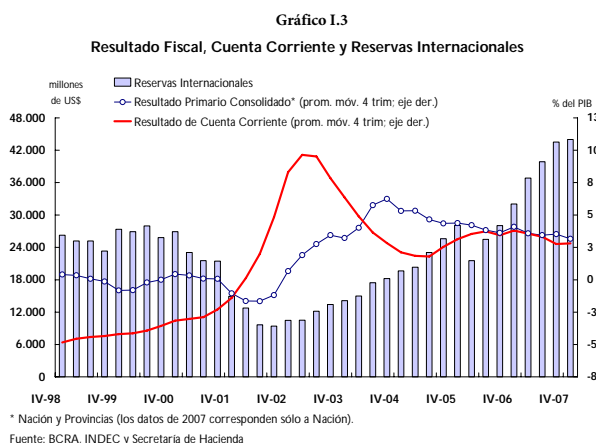
En este sentido, el Banco Central tomó acciones para afrontar la crisis financiera internacional desde su etapa inicial, ampliando los canales de provisión de liquidez y estabilizando los mercados financieros y monetarios. Durante el período de mayor volatilidad, se alteraron transitoriamente los mecanismos de abastecimiento de recursos líquidos y, por otra parte, el BCRA pasó a ser oferente neto de divisas para estabilizar el mercado cambiario. A su vez comenzó a proveer fondos mediante instrumentos normalmente utilizados como mecanismos de absorción (colocación de títulos y concertación de pases). Estas iniciativas fueron complementadas por cambios normativos que otorgaron mayor liquidez a las entidades bancarias.

El Banco Central comunicó fehacientemente al público que las medidas adoptadas estaban dirigidas a atenuar el impacto de la crisis internacional sobre los mercados locales. Esta actitud decidida para afrontar el *shock* y la comunicación eficaz, permitieron que las variables monetarias y financieras locales recuperaran senderos estables en pocas semanas, al generarse un consenso de que



las acciones coyunturales no implicaban un cambio de la política implementada por el BCRA en los últimos años.

En definitiva, desde la segunda mitad de 2007, las medidas adoptadas a partir de la crisis financiera internacional resultaron en variables monetarias con claros signos de estabilidad, a pesar del continuo deterioro del escenario externo. Desde noviembre de 2007 se volvió a evidenciar una trayectoria creciente para los depósitos a plazo y se recobraron los niveles de liquidez bancaria adecuados, sin afectar el crecimiento del crédito. En este contexto, en marzo del corriente año las tasas de interés de corto plazo se estabilizaron en niveles inferiores a los de fines de 2007, similares también a los de marzo del año pasado. A su vez, en el primer trimestre de 2008, el Banco Central volvió a cumplir con sus metas monetarias, al registrarse un saldo promedio del agregado 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) de \$149.800 millones, alrededor de \$1.000 millones por debajo del escenario central del Programa Monetario 2008 (PM 2008). El crecimiento del M2 en los últimos 12 meses se habría ubicado nuevamente por debajo del correspondiente al PIB nominal, demostrando el firme compromiso del Banco Central en el control del crecimiento de los agregados monetarios.



Por su parte, los superávits externo y fiscal resultaron pilares fundamentales para enfrentar la volatilidad financiera internacional. Las exportaciones registraron a comienzos de año una importante aceleración, impulsadas principalmente por mayores precios, lo que permitió compensar el aumento de las importaciones. Así, se estima que en lo que resta del año las ventas y compras externas seguirán creciendo, de manera que en 2008 el superávit comercial de mercancías superaría los US\$11.000 millones (3,5% del PIB). Este monto sería similar al registrado en 2007, en un contexto en el que los Términos del Intercambio continúan mejorando (ver Apartado 3). Paralelamente, el saldo de Cuenta Corriente alcanzaría en 2008 el séptimo año consecutivo de resultados positivos (US\$7.000 millones; 2,3% del PIB).

En tanto, en el primer bimestre del año las cuentas públicas nacionales mostraron un superávit primario mayor al observado en 2007, impulsados por la suba de los ingresos, al tiempo que el gasto primario moderó su ritmo de aumento respecto del año anterior. En efecto, el gasto primario creció a una tasa interanual (i.a.) inferior a la de los ingresos, a diferencia de lo observado en 2007. En este marco, se prevé que el superávit primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) supere en 2008 la pauta del Presupuesto Nacional (3,15% del PIB),

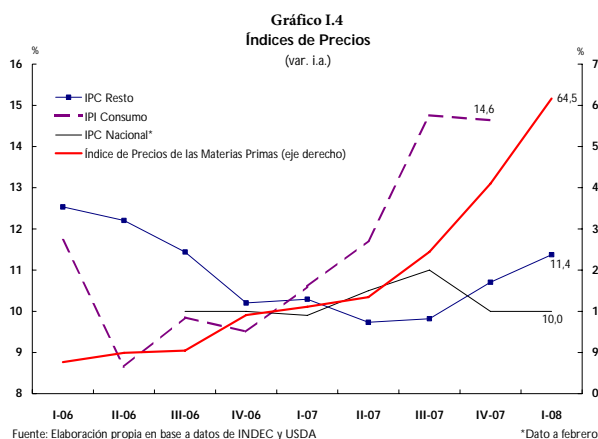
por encima de la estimación incluida en el **Informe de Inflación** anterior.

La efectividad de la política monetaria, sumada a los positivos fundamentos macroeconómicos, se reflejó en la evolución de la actividad económica, que a pesar de enfrentarse a un contexto internacional cada vez más adverso, continúa exhibiendo una tendencia creciente aunque levemente inferior al promedio del actual ciclo expansivo. Para 2008 se espera un crecimiento real en torno a 7%, similar al previsto en el anterior **Informe de Inflación**. De todas formas, el escenario podría verse afectado por la profundización y prolongación del actual contexto de incertidumbre de la economía mundial.

La Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) continuaría siendo el componente más dinámico de la Absorción interna, previéndose que en 2008 represente 24% del PIB. La mejora en la calidad de la inversión evidenciada en 2007 persistiría, alentada por el gasto en Equipo durable de producción (ver Apartado 2). El Consumo total crecería a tasas más moderadas que en 2007, aunque seguiría siendo el principal impulsor de la actividad agregada.

En un contexto de expansión económica y cotizaciones de las materias primas en ascenso, los distintos índices de precios disponibles presentan movimientos divergentes. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) Resto, aproximación del INDEC a la inflación subyacente, mostró un leve ascenso en su crecimiento interanual hasta 11,4% en marzo (1,1 puntos porcentuales -p.p.- por encima de igual mes de 2007), mientras que el IPC Interior (12,3% en febrero) también evidenció un alza superior a la de un año atrás. Asimismo, los precios de las materias primas mostraron una aceleración debido a factores externos, mientras que el crecimiento del Índice de Precios Implícito (IPI) del Consumo Privado se mantuvo en torno a 14,6% i.a. a fin del año pasado.

De todos modos, y más allá de la injerencia de los factores externos, que se trasladan en presiones sobre los precios de los alimentos, la solidez de las finanzas públicas y de las cuentas externas, plasmada en los superávits gemelos, implica que no existen condiciones para una aceleración del proceso inflacionario. En ese marco, la transición hacia un sendero de largo plazo sigue vinculada al desempeño principal de la política fiscal, de ingresos, de competencia y monetaria, en la medida que algunas de las variables macroeconómicas aún se encuentran transitando hacia sus tendencias de largo plazo y que los canales de transmisión de la política monetaria lentamente van siendo reconstruidos.



## II. Contexto Internacional

### II.1 Síntesis

El contexto internacional continuó deteriorándose durante los últimos meses, ante la profundización de la crisis financiera originada en EE.UU. y las turbulencias en los mercados de crédito internacional. Así, la mayor incertidumbre en el escenario económico y financiero llevó a revisiones a la baja en el crecimiento global, principalmente en las economías del G3. Se espera que la economía mundial se desacelere en 2008 a un ritmo inferior a 2,5%, luego de crecer 3,8% en 2007, presentando aún riesgos a la baja. El menor ritmo de expansión se evidenciaría en todas las regiones, aunque con mayor énfasis en las economías desarrolladas.

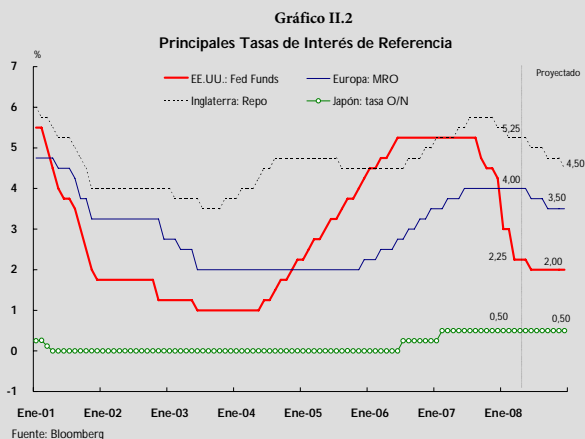
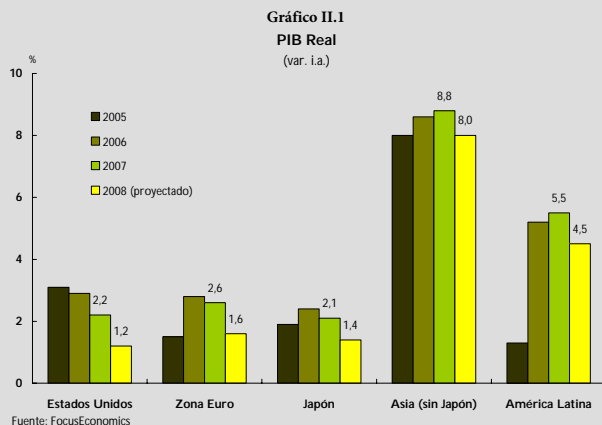
EE.UU. se desaceleraría fuertemente en 2008, a un crecimiento inferior a 1%, y de acuerdo con los recientes indicadores aumentaron las probabilidades de una recesión. La zona Euro y Japón también reducirían sensiblemente su expansión a 1,6% y 1,4%, respectivamente. En tanto, Asia emergente y América latina crecerían 8,0% y 4,5% en 2008, por debajo de 2007, aunque similar a lo previsto meses atrás. Así, las economías emergentes compensarían en parte la desaceleración de las economías industrializadas.

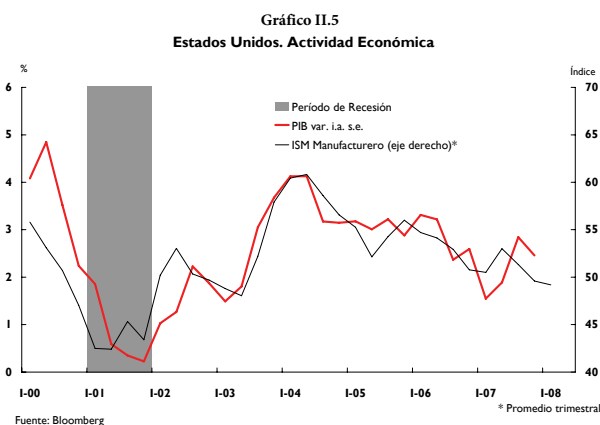
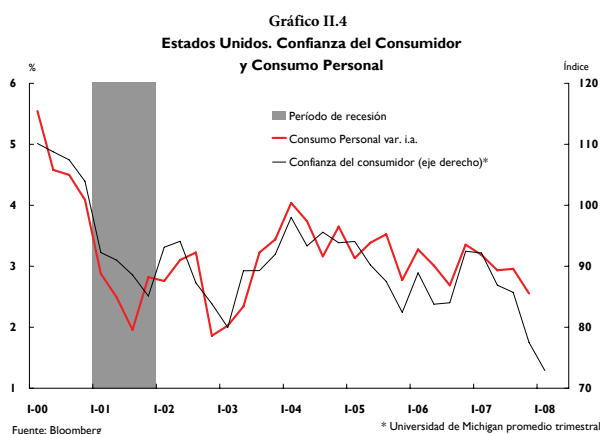
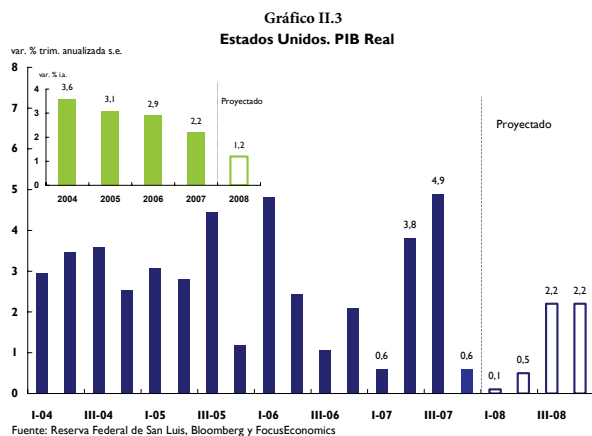
Durante los primeros meses de 2008 se aceleró la inflación de manera generalizada, por el alza en los precios de la energía y los alimentos, mientras que la inflación subyacente se mantuvo relativamente contenida en las principales economías. Sin embargo, se espera que para el resto del año los precios al consumidor reduzcan su crecimiento en un marco de expectativas de una desaceleración económica. Así, se prevé que la inflación de EE.UU. y la zona Euro alcancen 2,6% interanual (i.a.) y 2,1% i.a. en 2008, luego de ubicarse en 4,1% i.a. y 3,1% i.a. en 2007. Japón también vería reducida su inflación a 0,4% i.a., luego de finalizar 2007 en 0,7% i.a..

A pesar de la volatilidad de los mercados financieros, los precios de las materias primas continuaron mostrando subas en el primer trimestre, al igual que en 2007, impulsados por los productos agrícolas y el petróleo. Para lo que resta del año se espera que las cotizaciones se mantengan en valores históricamente elevados aunque con menores riesgos al alza, presentando oscilaciones en el margen, mayormente asociadas a las inversiones especulativas.

Ante la persistencia de la crisis en los mercados financieros, que luego de nueve meses aún se desconoce su magnitud, la agudización de los problemas en los mercados de crédito y los mayores riesgos a la baja en el crecimiento, los principales bancos centrales siguieron flexibilizando su política monetaria e incrementando la liquidez. La Fed continuó reduciendo la tasa de los Fed Funds, y se espera que mantenga este sesgo al menos durante el primer semestre. Si bien las autoridades monetarias de la zona Euro y Japón mantuvieron inalteradas sus tasas de referencia, es probable que el Banco Central Europeo (BCE) baje la tasa de referencia en el primer semestre.

De esta manera, Argentina seguiría enfrentando un contexto internacional más desfavorable ante una desaceleración global que se está agudizando y una mayor fragilidad financiera externa. En este sentido, aunque los precios de los productos primarios de exportación seguirían altos, existen menores riesgos al alza, en la medida que la menor actividad mundial afecte la demanda no especulativa, a lo que podría sumarse, en el caso de algunos soft commodities, un aumento de la oferta. En tanto, los flujos de capitales hacia las economías emergentes se debilitarían respecto de 2007, con riesgos crecientes a un incremento en su volatilidad.





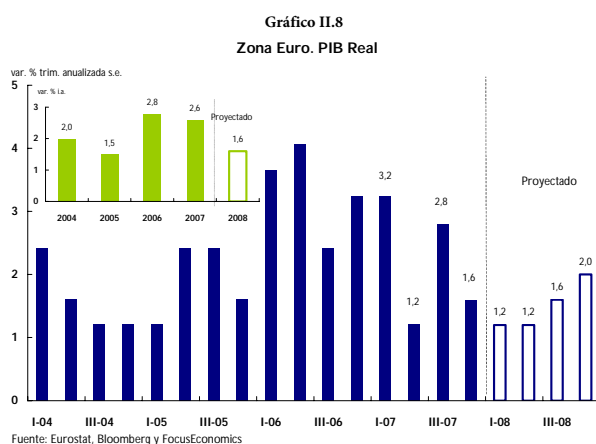
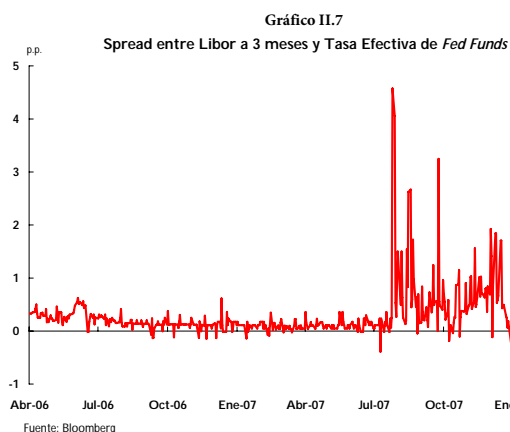
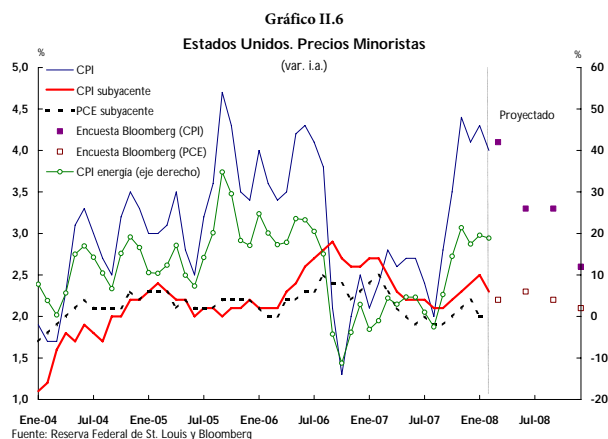
## II.2 Estados Unidos

El Producto de EE.UU. se desaceleraría fuertemente en 2008, situándose en el umbral de una recesión, al estimarse un crecimiento inferior a 1%, similar al arrastre estadístico que dejó el año anterior (0,9 puntos porcentuales -p.p.-, ver Gráfico II.3).

Además de lo observado durante 2007, año en que la desaceleración estuvo principalmente explicada por la caída en la Inversión Residencial que restó 1 p.p. al crecimiento, durante 2008 podría agregarse la retracción del Consumo Personal, que representa 71,6% del PIB. En este sentido, el Consumo crecería alrededor de 0,8% anualizado en el primer trimestre, el menor crecimiento desde el cuarto trimestre de 1991, afectado, entre otros factores, por los bajos niveles de confianza, la pérdida de empleos, la reducción del salario real, el menor acceso al crédito y la pérdida de riqueza por la caída del valor de las viviendas y de los activos financieros. En este sentido, la bolsa de valores norteamericana registró importantes caídas durante el presente año, y acumuló una baja de 5,1% de acuerdo con el *Dow Jones* y de 7,3% según el *S&P 500*. La Inversión no Residencial tampoco sería ajena a la fragilidad generalizada, como lo señala la evolución reciente de las órdenes de bienes durables, en tanto que las Exportaciones Netas y el Gasto del Gobierno no alcanzarían a compensar la debilidad de los restantes componentes del gasto (ver Gráfico II.4).

Adicionalmente, el riesgo creciente de recesión se refleja en la evolución reciente de ciertos índices económicos. El Indicador de Actividad Manufacturera del *Institute Of Supply Management* (ISM) se ubicó en zona de contracción en el primer trimestre, el Índice de Confianza de la Universidad de Michigan alcanzó en marzo el menor valor de los últimos 16 años, y el desempeño del mercado laboral muestra un comportamiento similar al observado al inicio de los últimos periodos recesivos (ver Gráfico II.5). Así, en el primer trimestre se destruyeron 77.000 puestos de trabajo (cifra anualizada), elevando la tasa de desocupación a 5,1% en marzo, 0,7 p.p. por encima de igual mes del año anterior.

La tendencia creciente del Índice de Precios al Consumidor (IPC) observada desde septiembre pasado parecería haberse detenido en febrero, aunque subsisten riesgos vinculados principalmente con la evolución de los precios de la energía y de los alimentos. De todas formas, se prevé que la inflación para 2008 se ubique en torno a 2,6% i.a., y las expectativas a cinco años se mantienen contenidas, tal como se refleja en el diferencial de tasas de los bonos nominales e indexados. Por su parte, la inflación subyacente, que excluye los alimentos y la ener-



gía, medida por el IPC, se situó en promedio en 2,4% i.a. en el primer bimestre, mientras que de acuerdo al *Personal Consumption Expenditure* (PCE), se mantuvo entorno a 2% i.a., en el límite superior de la zona implícita de “comodidad” de la Reserva Federal de EE.UU. (*Fed*; ver Gráfico II.6 y Apartado 1).

En este contexto y ante la agudización de los problemas en los mercados de créditos y de las turbulencias en los mercados financieros, las autoridades económicas implementaron una combinación de políticas monetaria, financiera y fiscal. La *Fed* flexibilizó las condiciones para proveer liquidez a las instituciones financieras y recortó a 2,25% la tasa de referencia de los *Fed Funds*<sup>1</sup>, previniéndose que se reduzca hasta 1,75% hacia fines de 2008. A su vez, se promulgó la Ley de Estímulo Fiscal, que incluye la aplicación de devoluciones y desgravaciones impositivas por única vez por un monto de aproximadamente 1% del PIB. No obstante, el aumento de las primas por riesgo de crédito, reflejado en el incremento del *spread* entre la tasa *Libor* y la de los *Fed Funds*, y la transitoriedad de las medidas fiscales, podrían limitar la efectividad de las políticas adoptadas (ver Gráfico II.7).

La implementación de la Ley de Estímulo Fiscal llevaría el déficit fiscal de 1,5% del PIB en 2007 a 2,8% en 2008, mientras que el déficit de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos disminuiría de 5,3% del PIB en 2007 a 4,8% en 2008, influido, entre otros factores, por la desaceleración de la economía interna.

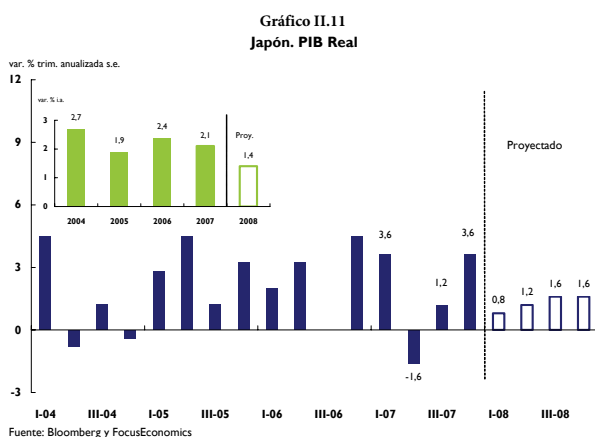
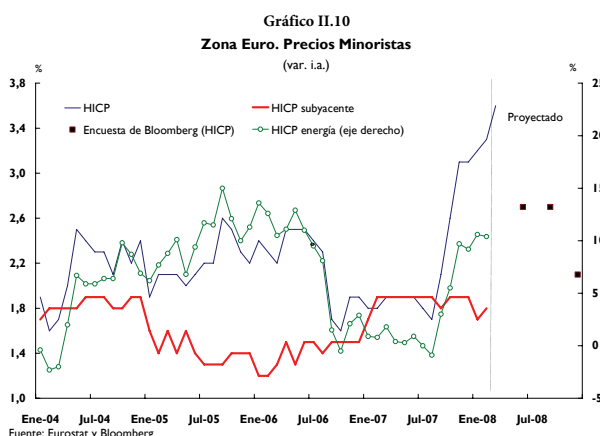
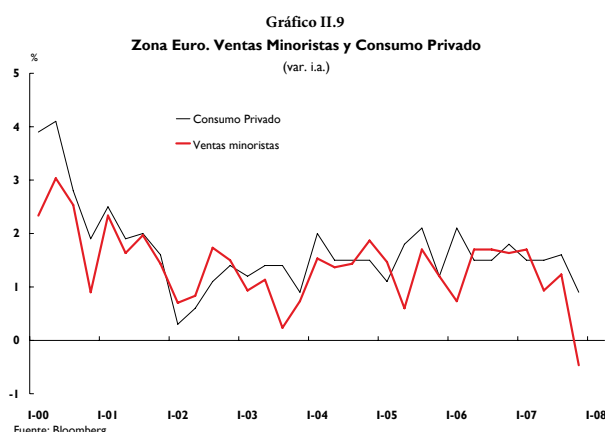
### II.3 Zona Euro y Asia

La zona Euro también reduciría fuertemente su ritmo de expansión en 2008, al estimarse un crecimiento de 1,6%. Dada la ralentización de la economía durante los últimos meses, ante el aumento de la incertidumbre y la tensión en los mercados de crédito, se continuaron realizando revisiones a la baja en las proyecciones de crecimiento para el presente año, ubicándolas 0,3 p.p. por debajo de lo estimado en enero (ver Gráfico II.8).

El Consumo continuaría frágil en el presente año, tal como se desprende de los indicadores adelantados. Las ventas minoristas se contrajeron en febrero, posiblemente por el menor poder adquisitivo de los consumidores dada la aceleración en los precios minoristas, mientras que la confianza del consumidor se ubicó, en promedio durante el primer trimestre, en el menor valor desde el cuarto trimestre de 2005. En tanto, la inversión también

<sup>1</sup> La tasa de los *Fed Funds* fue recortada 200 puntos básicos (p.b.) en lo que va del año y acumula una reducción de 300 p.b. desde que comenzó el proceso descendente en septiembre de 2007.





se debilitaría. El indicador de Sentimiento Económico<sup>2</sup> se redujo a 99,6 puntos en marzo, por debajo de su promedio de largo plazo (100 puntos), situándose en el menor valor desde noviembre de 2005. Aunque la demanda externa se ha mantenido sólida hasta el momento, se espera que se desacelere en lo que resta del año ante la debilidad económica global (ver Gráfico II.9).

Durante los últimos meses la inflación minorista, medida a través del Índice Armonizado de Precios al Consumidor de la Unión Monetaria (HICP), continuó mostrando una tendencia creciente, respondiendo principalmente al fuerte incremento en los precios de los alimentos y la energía. Luego de finalizar 2007 en 3,1% i.a., se aceleró durante el primer trimestre del presente año, ubicándose en 3,6% i.a. en marzo, el mayor registro en más de diez años y por encima de la meta de la autoridad monetaria de 2% i.a.. Sin embargo, la inflación subyacente, medida que excluye los alimentos y la energía, se mantuvo en torno a los valores de 2007, 1,8% i.a.. En tanto, ante la probable desaceleración económica, se espera que el ritmo de crecimiento del nivel general de precios se reduzca en lo que resta del año, aunque igualmente se prevé que finalice 2008 ligeramente por encima de la meta de la autoridad monetaria de 2% i.a. (ver Gráfico II.10).

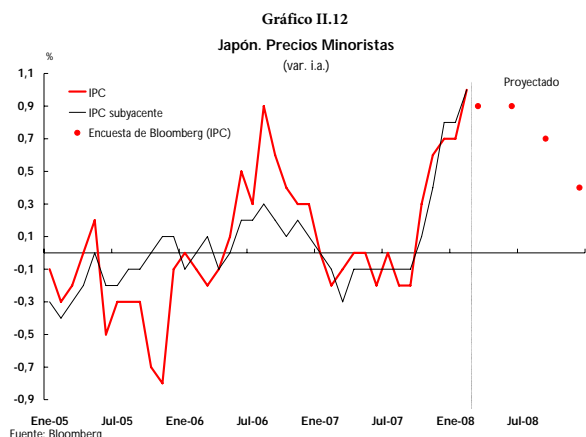
En este escenario, la autoridad monetaria mantuvo sin modificaciones su tasa de referencia *Main Refinancing Operation* (MRO) en 4% anual en las últimas reuniones. No obstante, existe cierta probabilidad de que el organismo recorte la tasa de referencia, finalizando el año en 3,50% anual. En tanto, el Banco Central Europeo (BCE) continuó realizando inyecciones adicionales de liquidez para mitigar las tensiones en los mercados de crédito.

Tal como se prevé para EE.UU. y la zona Euro, Japón se desaceleraría significativamente en el presente año, al estimarse un crecimiento del PIB de 1,4% en 2008, 0,7 p.p. por debajo de la expansión de 2007 y 0,2 p.p. inferior a lo estimado en enero (ver Gráfico II.11).

El Consumo Privado se mantendría frágil, dado el nivel del indicador de Confianza del Consumidor en un mínimo histórico desde 2003, y un mercado laboral que muestra ciertos signos de debilidad. La Inversión continuaría perdiendo impulso, ante la caída en los beneficios de las empresas al tiempo que el Indicador de Clima de Negocios<sup>3</sup>, registró el menor valor de los últimos cuatro años. En tanto, la demanda proveniente del sector exter-

<sup>2</sup> Corresponde a un indicador de confianza amplio en relación a la economía de la zona Euro, basado en respuestas relacionadas con la Industria, Servicios, Consumidores, Construcción y Ventas minoristas.

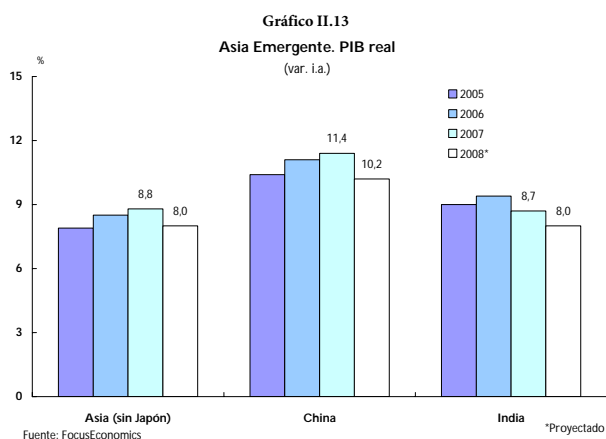
<sup>3</sup> Se refiere al indicador de la Encuesta Tankan informado por el Banco de Japón.



no, beneficiada por las ventas al resto de Asia y a otras economías emergentes, no alcanzaría a compensar la desaceleración de la demanda doméstica.

La inflación finalizó 2007 en 0,7% i.a., impulsada por los mayores precios de la energía, y alcanzó en febrero el récord de los últimos diez años al situarse en 1% i.a., al igual que la inflación subyacente (medida que excluye alimentos frescos). No obstante, se espera que el crecimiento de los precios se modere durante el año y finalice 2008 en 0,4% i.a. (ver Gráfico II.12).

Dada la incertidumbre en la economía global y la inestabilidad de los mercados financieros, entre otros factores, el Banco de Japón (BoJ) decidió mantener su tasa de interés de referencia en 0,50% anual, desde que la subiera por última vez en febrero de 2007, y se espera que la mantenga sin modificaciones durante el presente año.



El resto de Asia seguiría creciendo a una tasa elevada (8%), aunque por debajo de 2007, y se observó por primera vez revisiones a la baja en las estimaciones de crecimiento para 2008. La expansión continuaría liderada por China (10,2%) e India (8%) que explican más del 65% del Producto de la región (ver Gráfico II.13). La inflación mantuvo su tendencia creciente, y se espera en promedio para 2008 un alza de los precios de 4,8% i.a., 0,7 p.p. por encima de 2007. En particular, la inflación en China siguió acelerándose en los primeros meses de 2008 y alcanzó el máximo de los últimos 12 años al situarse en 8,7% i.a. en febrero, impulsada por el alza en los precios de los alimentos. La aceleración en el crecimiento de los precios es un tema de preocupación del Banco Central de China, que se refleja en el conjunto de medidas adoptadas por éste con el objetivo de reducir las presiones inflacionarias. Así, entre las políticas más recientes se encuentran el incremento en las tasas de interés, operaciones de mercado abierto y el aumento de los requisitos de liquidez a un nivel récord de 15,5%. Ante el menor crecimiento económico esperado y las medidas implementadas por la autoridad monetaria, se prevé que la inflación se modere en lo que resta del año (ver Cuadro II.1).

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

Indicadores	2004	2005	2006	2007	2008*
PIB real (var. % i.a.)	10,1	10,4	11,1	11,4	10,2
PIB per cápita (US\$)	1.471	1.685	2.022	2.457	3.053
Desempleo (%)	4,2	4,2	4,1	4,0	4,0
IPC (var. % prom. anual)	3,9	1,8	1,5	4,8	5,2
Deuda Externa (% del PIB)	11,8	12,6	12,2	10,7	8,9
Resultado Fiscal (% del PIB)	-1,3	-1,1	-0,7	-1,1	-1,0
Apreciación Nominal del Yuan (respecto US\$: %)	0,0	2,6	3,2	7,0	9,0
Balanza Comercial (% del PIB)	1,7	4,6	6,7	8,1	7,1
Cuenta Corriente (% del PIB)	3,6	7,2	9,4	10,3	9,4
Reservas Internacionales (meses de import.)	13,0	14,9	16,2	19,2	18,8

\* Proyectado  
Fuente: FocusEconomics

## II.4 América Latina

Pese a las continuas revisiones a la baja en las proyecciones de crecimiento del Producto para las economías desarrolladas, las perspectivas económicas de América latina continuarían siendo relativamente favorables, reflejadas en las estimaciones de crecimiento para 2008 que se mantuvieron en 4,5% durante el trimestre, 1 p.p. por debajo de lo registrado el año anterior. No obstante, puede preverse que los países con mayores vínculos comercia-



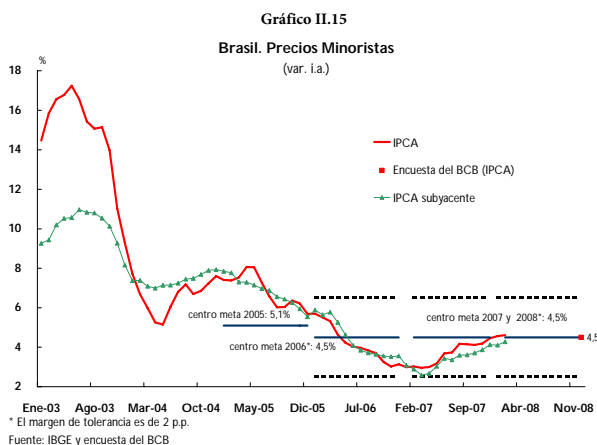
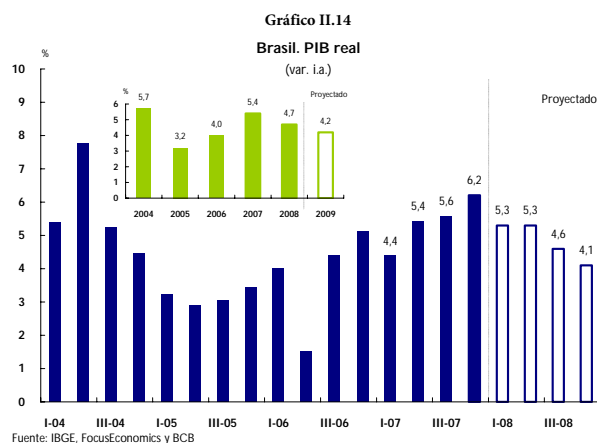
Cuadro II.2  
América Latina\*. Principales Indicadores Macroeconómicos

Indicadores	2004	2005	2006	2007**	2008***
PIB real (var. % i.a.)	6,1	4,3	5,1	5,5	4,5
PIB per cápita (US\$)	4.126	4.999	5.716	6.513	7.323
Desempleo (%)	7,7	6,7	6,9	6,4	7,1
IPC (var. % prom. anual)	6,6	5,6	4,8	5,9	6,4
Resultado Fiscal (% del PIB)	-0,9	-0,9	-0,4	-0,4	-0,5
Deuda Externa (% del PIB)	36,5	25,7	21,5	21,1	18,4
Cuenta Corriente (% del PIB)	1,3	1,8	2,0	0,7	-0,3
Reservas Int. (meses de import.)	6,8	6,5	6,7	8,2	7,9

\* Incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela  
 \*\* Estimado  
 \*\*\* Proyectado  
 Fuente: FocusEconomics

les y financieros con Estados Unidos y la zona Euro recibían una mayor incidencia de la desaceleración global, siempre y cuando lo que exporten hacia esas zonas sea de una elasticidad-ingreso alta o que su financiamiento dependa de nuevos aportes de capital desde esos mercados. Las previsiones de la inflación promedio para 2008 aumentaron 0,7 p.p. durante el trimestre a 6,4% i.a., impulsadas principalmente por el alza de los precios de los alimentos, mostrando una aceleración respecto de 2007.

La mejora en los términos del intercambio y las políticas prudenciales y anticíclicas aplicadas permitieron que América latina se encuentre menos expuesta que en el pasado a la caída de la demanda externa y a la volatilidad de los flujos de capital. En los últimos años se observó una fuerte acumulación de Reservas Internacionales, menores niveles de endeudamiento externo, la reducción de las necesidades de financiamiento del sector público y una mayor proporción de la deuda expresada en monedas propias. En este sentido, el Banco Central de Chile anunció que realizará intervenciones en el mercado cambiario para, de acuerdo al comunicado que emitió, fortalecer la posición de liquidez externa del país, dado el incremento en la incertidumbre global, situación congruente con un nivel del tipo de cambio real del peso chileno por debajo de su valor de equilibrio<sup>4</sup>. Además, la actual crisis global encuentra a la región con saldos de Cuenta Corriente equilibrados y déficit fiscales bajos en comparación con los registros históricos. La mejora en la situación macroeconómica se plasmó en el alza de la calificación de la deuda pública para algunos países de la región. Así, a principios de abril, la deuda pública de Perú adquirió el grado de inversión (ver Cuadro II.2).



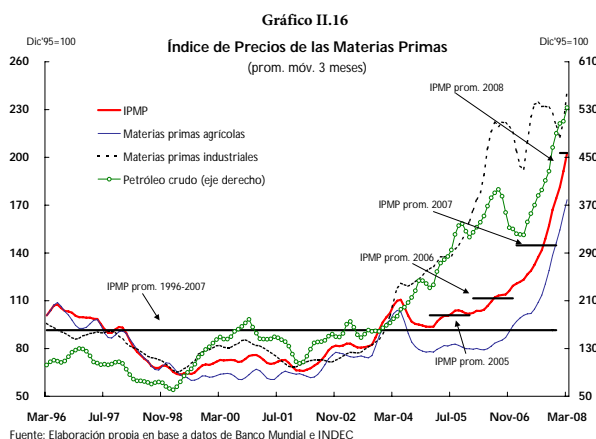
El crecimiento real de Brasil se ubicó en 5,4% en 2007, y se espera que en el presente año se desacelere a 4,7%, debido a una moderación en la expansión del gasto interno, al tiempo que las Exportaciones Netas seguirían perdiendo dinamismo, entre otros factores, por el menor crecimiento global (ver Gráfico II.14).

La inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA) aumentó 4,5% i.a. en 2007, acelerándose marginalmente a 4,7% i.a. en marzo de este año, superando levemente el punto medio de la meta del Banco Central de Brasil (BCB; de 4,5%), impulsada principalmente por los alimentos. En este marco, desde septiembre de 2006, el BCB mantuvo la tasa Selic de referencia en 11,25%, aunque se prevé que finalice 2008 en 12,5% (ver Gráfico II.15).

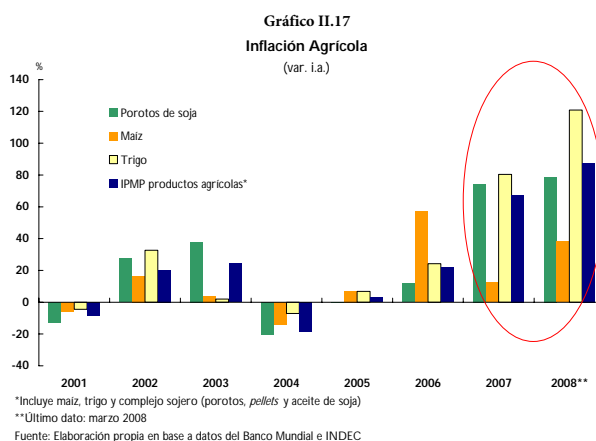
<sup>4</sup> El banco central anunció que comprará US\$8.000 millones entre el 14 de abril y el 12 de diciembre de 2008, realizando licitaciones diarias en torno a US\$50 millones durante las primeras cuatro semanas, mientras que luego anunciará el programa de compras de acuerdo a las condiciones del mercado. Asimismo, mencionó que en la medida que la intervención no resulte coherente con la tasa de referencia de su política monetaria, la liquidez originada en las intervenciones será esterilizada.

## II.5 Precios de las Materias Primas

Los precios de las materias primas se mantuvieron en ascenso en los primeros meses del año, alcanzando máximos históricos en términos nominales en muchos de los productos, en un marco de fuerte volatilidad de las cotizaciones. Este comportamiento estuvo principalmente determinado por el encarecimiento de los *commodities* agrícolas y del petróleo, aunque los productos industriales también acompañaron la tendencia ascendente de los precios. En particular, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA, que refleja la evolución promedio de las cotizaciones de los productos primarios básicos más relevantes en las exportaciones argentinas, acumuló en marzo una suba de 19% respecto de diciembre (70,1% i.a.) y alcanzó un nuevo récord, mostrando una fuerte aceleración respecto a lo observado en el cuarto trimestre del 2007, cuando aumentó 13,5% trimestral y 47,7% i.a. (ver Gráficos II.16 y II.17).



Aunque las cotizaciones de las materias primas mostraron en general una fuerte aceleración hasta los primeros días de marzo, hacia el final de dicho mes algunos precios presentaron caídas asociadas, entre otros factores, a la evolución de su propia oferta y demanda y a movimientos especulativos. Debe tenerse en cuenta que los inversores se orientan hacia el mercado de las materias primas, a las cuales ven como apuestas alternativas en momentos de incertidumbre financiera y económica, generando fuertes oscilaciones en los precios. En adelante, en general las condiciones básicas de estos mercados seguirían brindando sostén a los precios, aunque con variaciones más moderadas que las registradas recientemente en la mayoría de los casos, a lo que se suma el riesgo de un contagio de la desaceleración de EE.UU. y europea hacia otras economías e inversiones especulativas que mantendrían la volatilidad de las cotizaciones.



Dentro del sector agrícola, los precios del complejo sojero registraron fuertes subas en el primer trimestre del año. En particular, las cotizaciones de los porotos, el aceite y los *pellets* crecieron en el trimestre 11,8%, 27,0% y 13,0%, respectivamente, con un crecimiento interanual promedio de 90%. Estos aumentos respondieron mayormente al sólido crecimiento de la demanda asiática (en especial de China), la competencia entre el maíz y la soja por el área a sembrar en la próxima campaña en EE.UU. y los altos precios de otras oleaginosas (por problemas en la cosecha de colza) y del petróleo crudo (dada su relación con el biodiesel). Sin embargo, al final del trimestre las cotizaciones de la soja presentaron fuertes oscilaciones asociadas a movimientos especulativos y a noticias por el lado de los fundamentos del mercado, como las expectativas de una mayor área a sembrar de

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

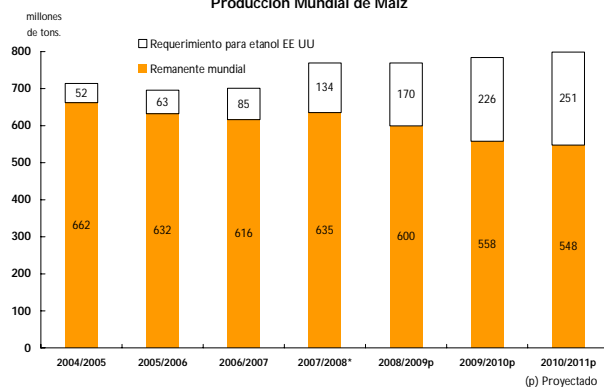
		Promedio 1997-2007	2007/2008**	Variación (%)
Trigo	Oferta total*	769,5	731,5	-4,9
	Stocks iniciales	178,1	124,9	-29,9
	Demanda total	593,7	619,1	4,3
	Stocks finales	174,2	112,5	-35,4
Maíz	Oferta total*	784,6	880,4	12,2
	Stocks iniciales	152,4	108,2	-29,0
	Demanda total	636,8	777,4	22,1
	Stocks finales	146,5	103,0	-29,7
Porotos de Soja	Oferta total*	225,1	283,3	25,9
	Stocks iniciales	35,7	63,3	77,3
	Demanda total	184,5	233,8	26,7
	Stocks finales	40,3	49,3	22,2
Aceite de Soja	Oferta total*	31,9	41,3	29,6
	Stocks iniciales	2,8	3,0	7,4
	Demanda total	28,6	38,0	33,0
	Stocks finales	2,8	2,7	-4,5
Pellets de Soja	Oferta total*	130,8	167,3	27,9
	Stocks iniciales	5,8	5,6	-2,9
	Demanda total	124,6	160,3	28,7
	Stocks finales	5,7	5,4	-5,4

\*La Oferta total incluye la producción total + stocks iniciales

\*\* Estimado

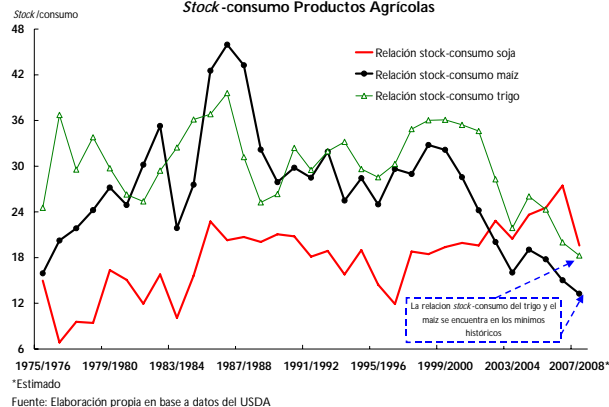
Fuente: Elaboración propia en base a datos del USDA y CFTC

**Gráfico II.18**  
**Producción Mundial de Maíz**



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

**Gráfico II.19**  
**Stock-consumo Productos Agrícolas**



\* Estimado

Fuente: Elaboración propia en base a datos del USDA

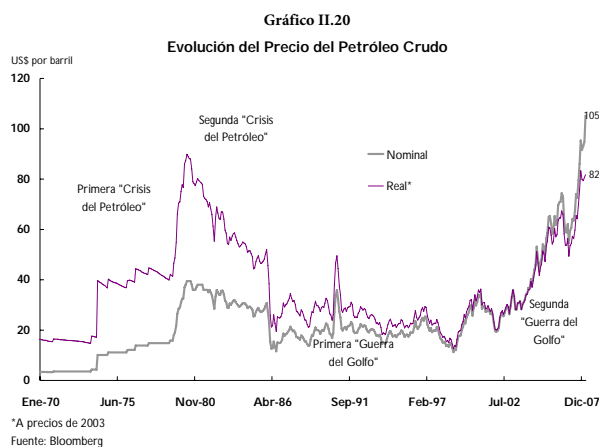
soja estadounidense, que luego fueron confirmadas por los últimos datos del Departamento de Agricultura de EE.UU. (USDA). De todos modos, se mantienen algunos riesgos al alza por los problemas climáticos que podrían afectar la nueva cosecha (ver Cuadro II.3).

Por su parte, los precios del maíz mostraron en el último trimestre una suba de 29,4% (38,2% i.a.), presentando una fuerte aceleración en relación al trimestre previo (9,9% trimestral, 12,4% i.a.). Esto responde mayormente a las estimaciones de una fuerte reducción del área a sembrar en la próxima campaña de EE.UU., al tiempo que la demanda del grano para consumo de alimentos (humano y forrajero) y las compras para la elaboración de biocombustibles siguen creciendo en forma significativa. En este sentido, la fuerte demanda para la industria del etanol, que gracias a los subsidios estatales y las subas del petróleo continúa mejorando sus márgenes, sigue dando lugar a mejoras en las cotizaciones<sup>5</sup> (ver Gráfico II.18). En adelante, el último informe del USDA estimó un fuerte recorte del área destinada al maíz de EE.UU., que mantendría la presión sobre los precios, con alguna volatilidad proveniente del clima en las principales regiones productoras y de los movimientos especulativos.

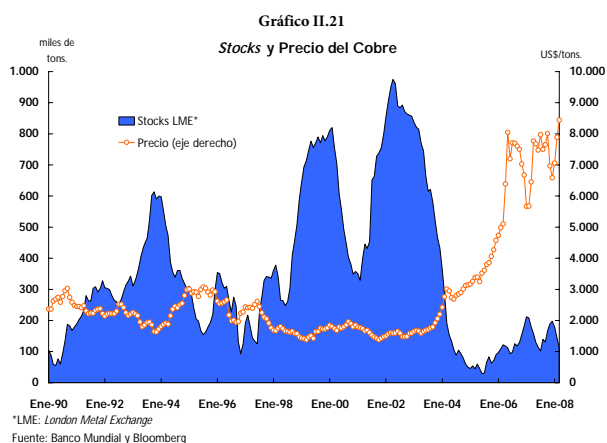
En tanto, el precio del trigo registró un incremento de 19,3% (120,9% i.a.) en el trimestre, alcanzando un nuevo récord histórico nominal, donde el principal impulsor ha sido la escasez mundial del cereal y la importante demanda. En este contexto, tanto los países exportadores como los importadores continuaron con sus políticas de incremento de derechos de exportación y de reducción de aranceles a la importación, respectivamente, con el fin de poder abastecer a sus mercados internos, al mismo tiempo que intentaban controlar la inflación doméstica. A pesar de que el trigo alcanzó precios máximos en el período, durante marzo las cotizaciones del cereal se presentaron muy volátiles, principalmente producto de compras y ventas especulativas. A esto se sumó que para el próximo ciclo se prevé una suba de la producción de la mayoría de los grandes productores (Australia, Canadá, EE.UU. y el este de Europa), llevando a que se recupere parcialmente la baja relación *stock-consumo* (ver Gráfico II.19). De esta forma, los precios se mantendrían en niveles elevados, si bien con variaciones menores a las observadas en 2007, aunque también dependerían del componente climático.

El precio del crudo *West Texas Intermediate* (WTI) alcanzó durante el trimestre un nuevo récord nominal, al pasar los US\$110 por barril, impulsado (entre otros fac-

<sup>5</sup> En el último Foro de Perspectivas del USDA se recalcó que la producción de etanol continuará ampliándose y se reiteró que el gobierno de EE.UU. no planea dar marcha atrás al programa de utilización obligatoria de combustibles renovables, aun cuando se redujera la producción de maíz de dicho país.



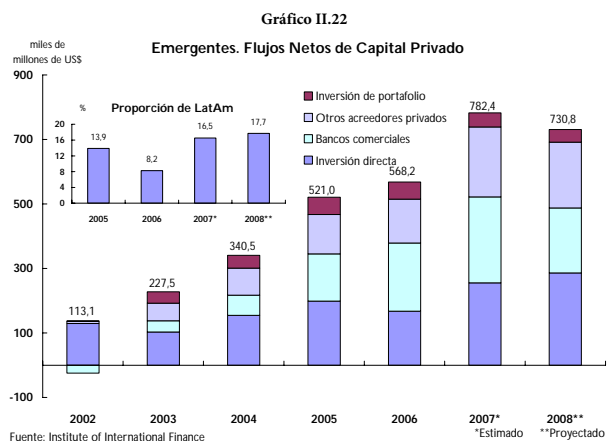
tores) por el temor a la falta de suministro debido a la negativa de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) a incrementar su producción y a los continuos conflictos geopolíticos en las principales zonas productoras. Otro elemento que empujó los precios al alza, tanto del petróleo crudo como de otros productos básicos, es el debilitamiento del dólar estadounidense frente al resto de las monedas (ya sea porque los precios de la mayoría de los *commodities* se miden en esta divisa, como por el abaratamiento que enfrentan los países importadores que tienen monedas más fuertes), a lo que se sumó la volatilidad generada por los fondos especulativos (ver Gráfico II.20).



Por su parte, las cotizaciones de las materias primas industriales se mantuvieron, en general, en valores elevados en el trimestre, aunque mostraron grandes variaciones, influidas por la reciente volatilidad en los mercados financieros (ver Gráfico II.21). Las cotizaciones de los *commodities* industriales, junto con las del petróleo crudo, son las que podrían ser más afectadas en caso de un contagio mayor al esperado de la desaceleración estadounidense hacia otras economías, con impacto en la demanda no especulativa de estos productos.

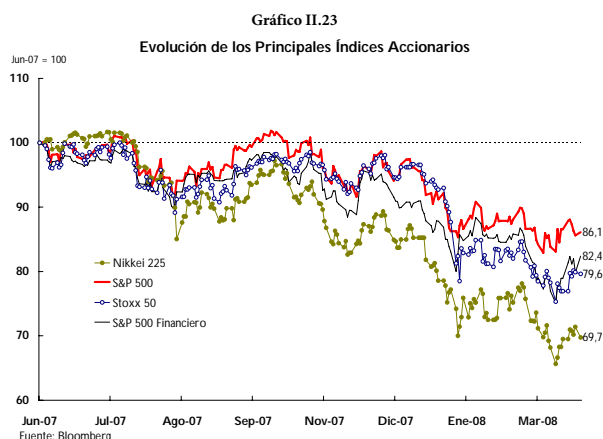
En los próximos meses, los precios de las materias primas continuarían en promedio en niveles elevados, aunque mostrando una suba más moderada en relación a lo observado en el segundo semestre de 2007. En particular, las cotizaciones agrícolas responderían mayormente al soporte que brindan las condiciones de los propios mercados (principalmente la oferta acotada y la creciente demanda para alimentos, forraje y biocombustibles). En el caso de los metales y el petróleo, la situación dependerá no sólo de la relación entre oferta y demanda sino también de las oscilaciones del mercado financiero.

## II.6 Flujo de Capitales



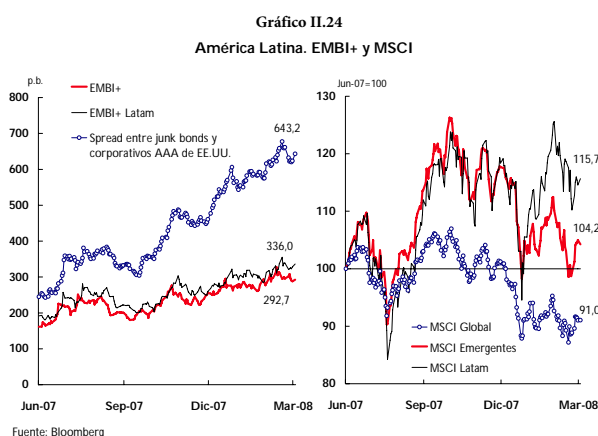
A pesar del deterioro observado en los mercados financieros internacionales, las regiones emergentes cerraron con buenos resultados en materia de flujos de capitales en 2007. En efecto, los flujos de capitales netos del sector privado hacia emergentes habrían registrado un nivel récord (US\$782.400 millones), al tiempo que los volúmenes negociados de activos de estos países se mantuvo cerca de sus máximos históricos (ver Gráfico II.22).

A comienzos de 2008 se registró nuevamente un incremento en la volatilidad de los mercados internacionales, que se mantendría en el año, con la generalidad de los activos de los países emergentes acompañando el deterioro registrado en las plazas desarrolladas, donde las cotizaciones de las acciones registraron nuevas bajas afec-



tadas por la evolución del sector financiero. Si bien aún no existen cifras oficiales para evaluar el impacto de estas renovadas turbulencias sobre los flujos de capitales hacia países emergentes, algunas variables muestran un comportamiento más débil de los activos emergentes en lo que va de 2008 con respecto a 2007, aunque con divergencias por países y regiones (ver Gráfico II.23).

En este marco, durante el primer trimestre de 2008, los activos financieros de renta fija de América latina exhibieron un desempeño en línea con el resto de los emergentes, aunque por encima del observado en los activos de mayor riesgo de las economías industrializadas. Así, el *Emerging Markets Bond Index* (EMBI+) Latam aumentó 69 p.b. a 336 p.b., incremento similar al del EMBI+ general, y por debajo del observado en el diferencial de tasas de los títulos de alto riesgo de Estados Unidos. Los activos de renta variable de la región siguen exhibiendo una gran volatilidad, aunque continúan por encima de los valores registrados al inicio de las turbulencias financieras y están mostrando un mejor desempeño respecto de los desarrollados. En efecto, el *Morgan Stanley Capital Internacional* (MSCI) Latam disminuyó 1,9% en el trimestre, registrando una caída inferior a la del índice de emergentes (-11,3%) y a la del total mundial (-9,7%; ver Gráfico II.24).



En este escenario, los flujos de capitales hacia las economías emergentes se mantendrían en 2008, aunque moderándose respecto de lo observado en 2007. A favor de este comportamiento actuarían la fortaleza que prevalece en la situación macroeconómica de buena parte de los países emergentes, las perspectivas para los precios de las materias primas (aún favorables pero con menores riesgos al alza en los productos agrícolas), y el aumento en el diferencial de rendimientos con las plazas desarrolladas ante las crecientes presiones inflacionarias, que podrían dar lugar a políticas monetarias más restrictivas y mayores apreciaciones cambiarias. En cambio, son factores de incertidumbre la evolución del apetito por el riesgo, y la intensidad y persistencia de la desaceleración prevista en el crecimiento mundial.

De esta manera, Argentina enfrentaría un contexto internacional más desfavorable e incierto que en los últimos años, ante la intensificación de una desaceleración global, que presenta riesgos a la baja, y el incremento de la fragilidad financiera internacional. En este sentido, aunque los precios de los productos primarios de exportación seguirían en niveles altos, existen menores riesgos al alza. En tanto, los flujos de capitales hacia las economías emergentes se debilitarían respecto de 2007, con riesgos crecientes de mayor volatilidad.



## Apartado 1 / Inflación: un fenómeno global

Los factores de carácter global adquirieron un rol creciente en los últimos años en la determinación de las tasas de inflación internas, posiblemente explicado por el fuerte incremento de la integración económica. En este marco, el actual ciclo de encarecimiento de las materias primas fue acompañado recientemente por una aceleración de los precios al consumidor generalizada entre las distintas regiones. Hasta el presente no se habrían manifestado mayormente efectos ulteriores, mientras que las expectativas de inflación de mediano plazo se mantuvieron relativamente estables. No obstante, este fenómeno representa un desafío para la política monetaria, ya que exige una cuidadosa vigilancia de la transmisión de los precios internacionales de los alimentos y la energía a los precios internos, para distinguir los elementos estructurales de los transitorios.

Los precios de las materias primas alcanzaron valores récord impulsados, entre otros factores, por el fuerte crecimiento del consumo de los países emergentes y por el desarrollo de los biocombustibles, con una oferta que aún no termina de ajustar al alza de los precios, a los que se sumó en los últimos meses una creciente demanda especulativa (ver Sección II.5). Si bien la composición de la canasta de consumo y el grado de apertura comercial difieren entre las distintas regiones, desde mediados del año pasado se observó una aceleración de la inflación en la mayoría de las economías, tanto industrializadas como en desarrollo, liderada por el crecimiento de precios de los alimentos y los combustibles. En efecto, la contribución de estos rubros a la inflación de 2007 alcanzó 52,3% a nivel mundial, siendo también significativo el aporte sobre la inflación de las economías avanzadas (31,6% del alza en los precios; ver Cuadro N° 1).

Cuadro 1 | Aporte de los Alimentos y la Energía a la Inflación de 2007

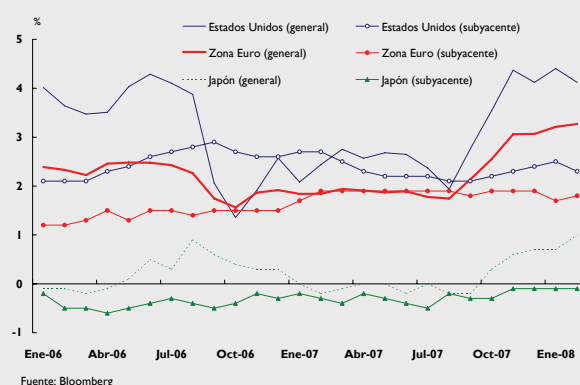
Región	var. % i.a.	Alimentos		Energía	
		var. % i.a.	aporte %	var. % i.a.	aporte %
Mundo	3,9	6,2	44,3	4,1	8,0
Economías avanzadas	2,2	3,0	19,5	3,8	12,1
Asia emergente	4,9	10,0	67,5	3,1	3,4
Europa emergente	5,4	8,2	34,9	6,9	11,8
América Latina	5,4	8,5	40,8	2,3	3,4

Fuente: WEO

Particularmente, los países desarrollados vienen registrando tasas de inflación que se situaron en los máximos de la historia reciente. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) en Estados Unidos se aceleró fuertemente desde septiembre de 2007, registrando en los últimos cinco meses variaciones interanuales (i.a.) superiores a 4%. En la zona Euro, la inflación también mostró un fuerte incremento a partir del noveno mes del año previo, ubicándose desde noviembre por encima de la meta del Banco Central Europeo (BCE) y alcanzando 3,6% i.a. en marzo, el mayor valor desde 1992. Por su parte, Japón

experimentó una aceleración en el aumento de los precios desde octubre de 2007, y el IPC alcanzó en febrero el récord de los últimos diez años al situarse en 1% i.a., luego de varios meses de deflación (ver Gráfico N° 1).

Gráfico 1 | Economías Avanzadas. Precios Minoristas (var. i.a.)



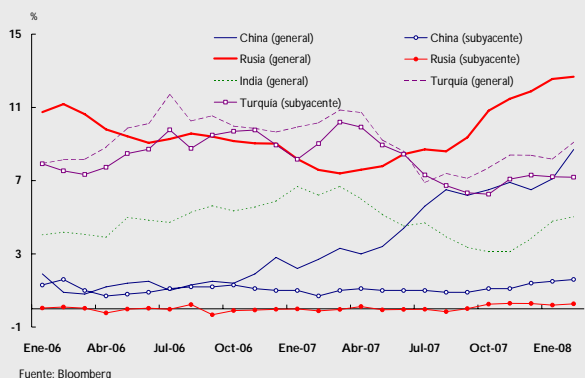
No obstante, la inflación subyacente de estas economías se mantuvo relativamente contenida, dando indicios de que hasta el momento no se habrían materializado efectos ulteriores. En este sentido, la inflación *core* en Estados Unidos, medida que excluye los alimentos y la energía, permaneció en torno a 2,4% i.a. en el primer trimestre de 2008, de acuerdo al IPC y cercano a 2% i.a. según el índice de precios *Personal Consumption Expenditures* (PCE). En la zona Euro, la medida que excluye los alimentos, la energía, el alcohol y el tabaco, se situó en 1,8% i.a., mientras que en Japón, el IPC que excluye alimentos y energía continuó en terreno negativo al ubicarse en promedio en -0,1% i.a. en los últimos meses.

Asimismo, las expectativas de inflación de mediano plazo se mantuvieron relativamente estables debido, entre otros factores, a la importante credibilidad adquirida en los últimos años por los bancos centrales y a las perspectivas de que se acentúe un menor crecimiento económico. De mantenerse la moderación de la inflación subyacente, la reciente aceleración de los precios al consumidor en los países desarrollados podría constituirse en un fenómeno transitorio, para sólo reflejar un ajuste de precios relativos originado en la presencia de cierta inflexibilidad nominal a la baja ante cambios estructurales.

Similar ha sido el escenario enfrentado por los países en desarrollo, tanto en los países importadores como exportadores netos de materias primas. Por ejemplo, el ritmo de crecimiento de los precios al consumidor se aceleró en China hasta alcanzar en febrero el máximo de los últimos diez años (8,7% i.a.), mientras que en India la inflación registró una tendencia ascendente (7,4% i.a. en marzo), al igual que en Rusia (12,7% i.a. en febrero) y

Turquía (9,2% i.a. en marzo). Una aceleración semejante se observó en el crecimiento de los precios de los países de América latina, con la inflación de marzo ubicándose en 4,3% i.a. en México, 4,7% i.a. en Brasil, el mayor registro de los últimos dos años, y 8,5% i.a. en Chile, el mayor valor desde 1996 (ver Gráficos N° 2 y N° 3).

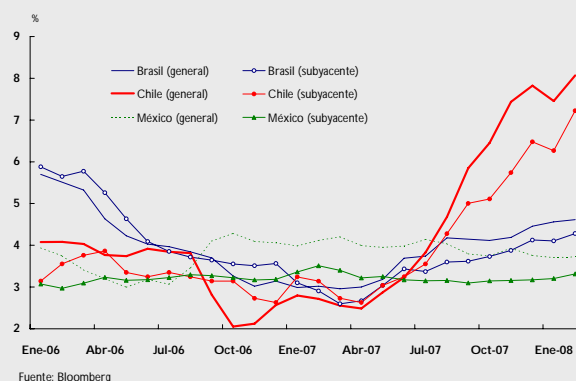
Gráfico 2 | Asia y Europa Emergentes. Precios Minoristas (var. i.a.)



La inflación *core* de los países emergentes también se mantuvo en niveles bajos, aunque en los últimos meses se observó una incipiente tendencia ascendente, dando indicios sobre la eventual aparición de efectos de segunda ronda. En efecto, la inflación subyacente experimentó un fuerte crecimiento en China, situándose en el máximo valor desde 2005 (1,6% i.a.), al igual que en Chile, que registró la mayor variación interanual de los últimos diez años (7,8% i.a.). En México, la inflación subyacente se aceleró a 3,5% i.a., mientras que en Brasil también aumentó a 4,4% i.a.. En un contexto en el que el PIB de la mayoría de los países emergentes crece en torno o por encima del PIB potencial, es más probable que se conváliden las expectativas de inflación a través de aumentos salariales.

La generalización de la inflación por factores globales ocasiona un problema en varios de los países en los que la política monetaria responde a metas de inflación, en donde también se observaron alzas en los precios domésticos por encima de los rangos objetivo de las autoridades monetarias. Así, varias economías, tales como la zona Euro y Chile, presentan tasas de variación interanual en los precios al consumidor por encima del límite superior de sus metas.

Gráfico 3 | América Latina Precios Minoristas (var. i.a.)



Por otra parte, algunos países exportadores netos de materias primas respondieron a los incrementos en los precios de los alimentos con la implementación de retenciones o de límites a las ventas externas, a fin de aumentar la disponibilidad de estos productos en el mercado interno, contribuyendo a mercados internacionales más ajustados. En sentido inverso actuaron algunos países importadores netos de productos primarios, tal es el caso de China que redujo los impuestos a las compras externas con el objetivo de disminuir las presiones que, sobre el nivel de precios domésticos, generan los elevados precios de los *commodities*.

El sostenido deterioro del contexto internacional aumentó los riesgos de una desaceleración abrupta del crecimiento mundial, disminuyendo los riesgos al alza de los precios de los *commodities*, que redundaría en cierto alivio de las presiones inflacionarias. No obstante, el actual escenario de globalización de la inflación presenta nuevos desafíos a los bancos centrales, en el sentido de diferenciar los componentes transitorios de los permanentes que presionan sobre la tasa de inflación así como su impacto sobre las expectativas de mediano plazo.

## III. Actividad Económica

### III.1 Síntesis

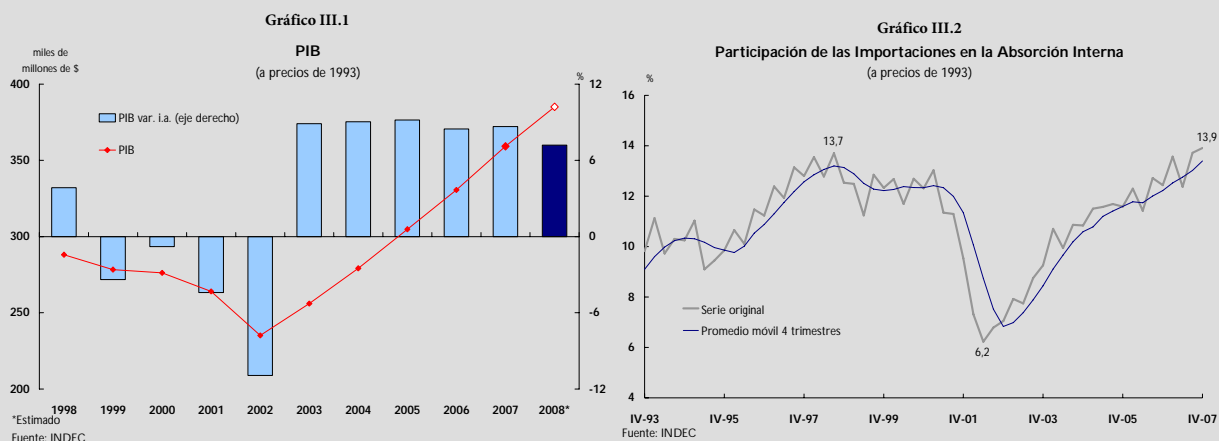
En un contexto en el que las condiciones internacionales han mostrado un deterioro mayor al esperado, la actividad económica continúa exhibiendo una tendencia ascendente, aunque con tasas algo más moderadas que en 2007. Se estima que el primer trimestre del año presentaría un ritmo de expansión por debajo del esperado con anterioridad, que podría ser compensado parcialmente en el transcurso del segundo trimestre. Así, se conserva la proyección de expansión en torno a 7% para 2008 del **Informe de Inflación** anterior.

La Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) seguiría aumentando a una tasa superior a la del promedio de la economía en 2008, alcanzando una participación en el PIB cercana a 24%, luego de que en la última parte de 2007 creciera por encima de lo esperado. La inversión seguiría siendo impulsada por el gasto en equipo durable de producción (principalmente importado), mientras que la construcción mostraría una tasa de expansión moderada.

En tanto, el Consumo Total se mantiene como el principal impulsor de la economía, por su peso en la demanda total. Su ritmo de crecimiento se sostendría elevado, aunque en el corriente año sería menor al observado durante 2007. En particular, el Consumo Privado del primer semestre se vería limitado, en parte, por el efecto que la equiparación de los aportes a los sistemas de capitalización y reparto tendría sobre los salarios del sector privado registrado. Asimismo, el Consumo Público mostraría una tasa de expansión más moderada que el año pasado.

Las exportaciones medidas en cantidades aumentarían lideradas por las ventas externas de manufacturas de origen agropecuario e industrial. Sin embargo, el alza de la Absorción Interna alentaría a que las importaciones sigan creciendo en forma elevada, determinando que las Exportaciones Netas (XN) a precios constantes continúen aportando negativamente al crecimiento del PIB. La mayor demanda de bienes de consumo y de capital importado determinarían una participación récord de las compras externas en la Absorción Interna.

Por el lado de la oferta, los sectores productores de servicios continuarían contribuyendo significativamente al crecimiento de la economía. El comercio, el transporte y la intermediación financiera seguirían impulsando la suba, mientras que la producción de bienes estaría liderada principalmente por la buena evolución de la industria, en tanto que la construcción y el agro realizarían aportes menores a los de 2007.





**Cuadro III.1**  
**Indicadores de Actividad**  
(var. % respecto al periodo anterior - s.e.)

	IV-06	I-07	II-07	III-07	IV-07	I-08 <sup>1</sup>
<b>PIB (a precios constantes)</b>	1,6	1,3	2,6	3,1	1,9	
<b>Gasto</b>						
Ventas de Autos	8,9	8,4	-0,3	8,5	4,9	3,6
IVA a precios constantes	11,3	-1,0	5,1	9,7	9,2	0,8
Confianza del consumidor (s.o.; p.p.)	0,6	1,6	-7,4	-3,7	1,6	0,6
Importaciones (cantidades) (**)	1,2	4,7	4,6	8,8	6,0	9,6
Importaciones de Bienes de Consumo (cantidades) (**)	7,4	7,9	-0,3	13,5	-2,5	8,9
Importaciones de Bienes de Capital (cantidades) (**)	-2,0	5,8	8,1	9,1	9,2	17,2
Exportaciones (cantidades) (**)	6,5	-5,0	3,5	4,9	6,1	-0,1
<b>Oferta</b>						
Actividad (EMAE) (*)	1,9	1,2	2,7	2,6	2,2	1,1
Industria (EMI) (**)	1,7	0,8	2,6	1,9	4,0	-0,8
Construcción (ISAC) (**)	-3,3	0,0	6,9	0,8	2,1	2,7
Servicios Públicos (ISSP) (**)	3,5	1,8	3,4	4,6	6,4	2,3

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

\*Dato a enero \*\*Dato a febrero

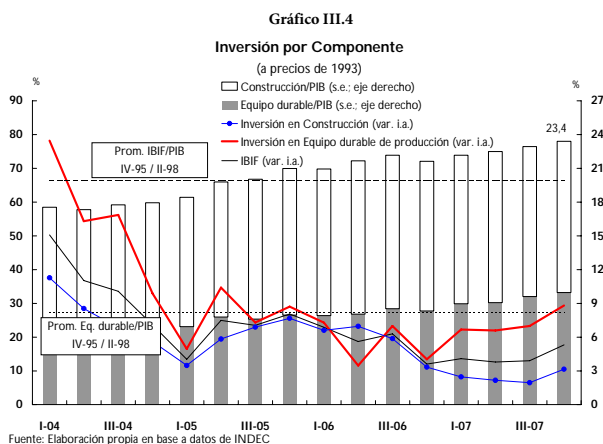
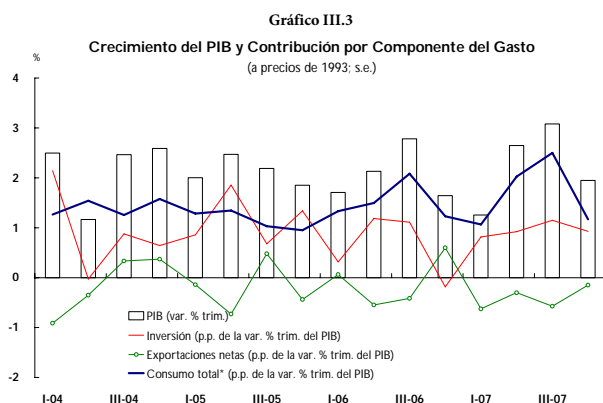
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC, ADEFA y UTDT

## III.2 Comportamiento del Gasto

A pesar de que las condiciones internacionales han mostrado un deterioro mayor al esperado inicialmente, la actividad económica continúa en ascenso, aunque a un ritmo algo menor al observado durante el actual ciclo expansivo, de acuerdo a distintos indicadores adelantados como el Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE; ver Cuadro III.1). La diferencia con respecto al año previo estaría dada por una moderación del impulso de la Absorción Interna, al que se le adicionaría una contribución negativa de las Exportaciones Netas (XN).

La Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) continúa ganando participación en el Producto, después de haber experimentado un crecimiento mayor al esperado en la última parte de 2007. Por su parte, el Consumo Total seguiría expandiéndose a una tasa elevada, pero menor a la del año pasado, mientras que el Consumo Público moderaría su ritmo de expansión. A su vez, las importaciones mantendrían un elevado ritmo de crecimiento, acompañando el aumento de la Absorción Interna. Así, a pesar de la suba en las cantidades exportadas, las XN a precios constantes presentarían un balance negativo por primera vez en la presente década (ver Gráfico III.3).

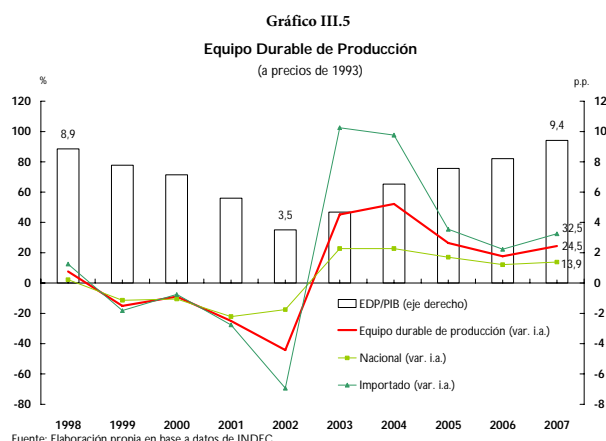
Con todo, teniendo en cuenta el arrastre estadístico de 3,6 puntos porcentuales (p.p.) que dejó el año pasado, durante 2008 la actividad presentaría un crecimiento en torno a 7% interanual (i.a.), similar al previsto en el anterior **Informe de Inflación**. Durante el primer trimestre del año el ritmo de expansión se habría ubicado por debajo de lo esperado con anterioridad. No obstante, en el transcurso del segundo trimestre se compensaría, al menos parcialmente, este menor crecimiento. Adicionalmente, el escenario previamente descrito podría sufrir modificaciones ante un deterioro adicional de las condiciones externas y de algunos factores internos (ver Gráfico III.1).



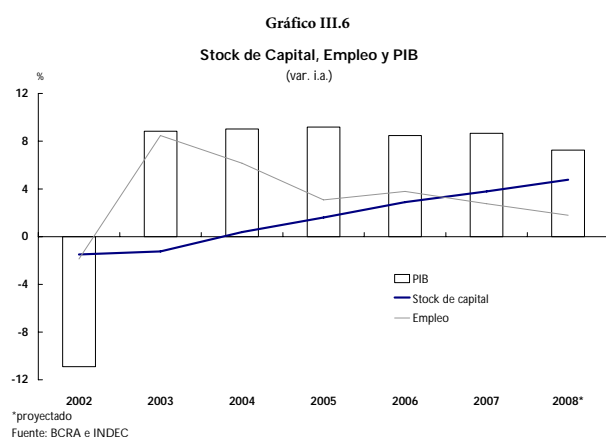
## Inversión

La IBIF continúa siendo el componente más dinámico de la Absorción Interna, luego de haber crecido por encima de lo esperado en el tramo final del año pasado. Así, mantendría una variación superior a la de la actividad total, para aumentar su participación en el PIB.

Al igual que en 2007, el crecimiento de la IBIF es liderado por el gasto en Equipo durable de producción, lo que consolida la mejora en la calidad de la inversión (ver Gráfico III.4). En un contexto donde el mercado laboral está más ajustado y existe una menor capacidad instalada ociosa, la fuerte demanda tanto interna como externa in-

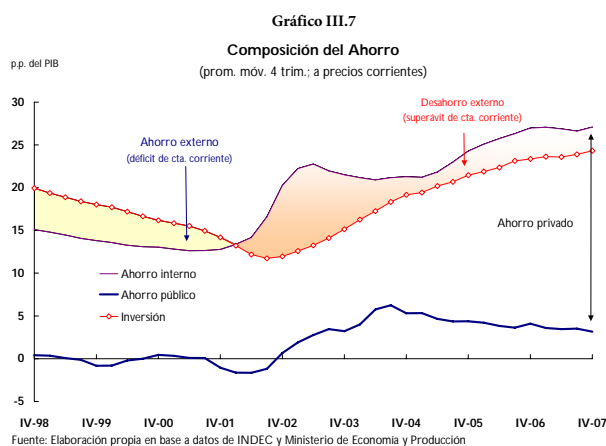


centiva a las empresas a ampliar su capacidad productiva, incorporando bienes de capital. Procurando apuntalar este proceso, desde el Gobierno se han lanzado una serie de medidas, entre las que se destaca la apertura de un nuevo cupo de la Ley de Promoción de Inversiones en Bienes de Capital y Obras de Infraestructura, que permite la devolución anticipada del IVA y la amortización acelerada de los bienes de capital adquiridos. Por su parte, frente a las limitaciones de la industria metalmeccánica nacional, las compras al exterior son las encargadas de satisfacer más de 60% de la demanda de Equipo durable (ver Gráfico III.5). En efecto, en 2007 las importaciones de bienes de capital se incrementaron 32,5% i.a., en un contexto de precios relativamente estables, lideradas por las compras de la industria manufacturera, el agro, la construcción, el transporte y las comunicaciones (ver Apartado 2).



Por su parte, la Construcción continúa exhibiendo tasas de variación positivas, similares a las de 2007, aunque inferiores a las de los años previos. El incremento en los costos de la construcción, mayor al de los precios de las viviendas, viene erosionando la rentabilidad del sector, lo que impacta en su ritmo de crecimiento. Por otro lado, las obras de infraestructura, mayormente públicas, en el inicio de 2008 muestran una suba moderada.

Debe destacarse que el aumento de la inversión es superior a las amortizaciones, lo que incrementa el *stock* de capital. Asimismo, en 2008 por segundo año consecutivo el acervo de capital mostraría una tasa de expansión mayor a la del empleo, para elevar la cantidad de capital por trabajador. La mayor disponibilidad de maquinaria y equipo de producción, sumada a un incremento de la productividad, harían posible alcanzar una mayor producción potencial de bienes y servicios (ver Gráfico III.6).

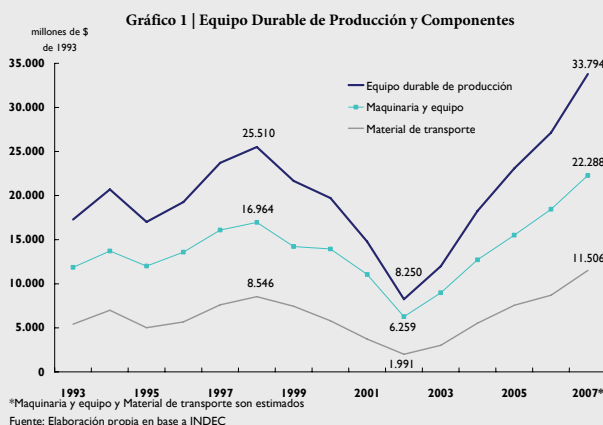


En línea con lo ocurrido durante la presente fase de crecimiento, en 2008 la inversión es financiada con ahorro interno, que se encuentra en valores elevados en términos históricos, disminuyendo por lo tanto el impacto de la crisis internacional en la economía nacional. En particular, una suavización de la tendencia creciente del ahorro privado podría ser compensada por un mayor ahorro público, en un marco de aumento de la recaudación tributaria y de moderación en el alza del gasto público (ver Gráfico III.7 y Sección VI).

En resumen, se espera que durante el corriente año la Inversión presente una expansión levemente inferior a la del año pasado (14,4% i.a.), aunque mayor a la del Producto, lo que llevaría la participación de la IBIF en el PIB a 24%, el nivel más alto de las últimas décadas.

## Apartado 2 / Anatomía de la inversión en equipo durable de producción

En un contexto de demanda interna y externa en alza, la dinámica inversora ha venido mostrando un incremento en las decisiones de gasto orientadas hacia bienes de capital, principalmente importados. La incorporación de Equipo durable de producción al acervo de capital resulta impulsada, entre otros factores, por el agotamiento de la capacidad ociosa de producción en algunos sectores de la economía y por la caída del precio relativo del factor capital frente al trabajo, a la vez que la inversión en construcción pierde dinamismo. El cambio en la calidad de la inversión es un signo favorable para la economía, al permitir ampliar la frontera de posibilidades de producción.



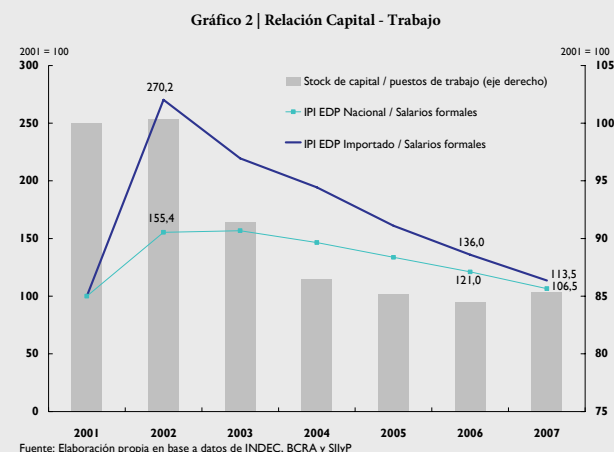
En el inicio de la presente fase expansiva, la recuperación de la economía se sustentó en la mayor utilización de factores de producción ociosos (tanto capital como trabajo) que no necesitaron de inversiones productivas adicionales. Además, la incertidumbre en las oportunidades de inversión financiera en ese entonces y el alza esperada de los precios de las propiedades favoreció el aumento del gasto en nuevas construcciones, que lideraron inicialmente el crecimiento de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF).

No obstante, esta tendencia se interrumpió en 2007, cuando el gasto en Equipo durable de producción aportó casi las dos terceras partes del crecimiento de la inversión, al aumentar más de 24% interanual (i.a.) y alcanzar una participación récord dentro del PIB para los últimos 20 años (9,4%). Asimismo, dicho cambio de tendencia se espera que continúe durante el corriente año, teniendo en cuenta que se proyecta una expansión de la inversión productiva de dos dígitos (ver Gráfico N° 1).

Existen diversos factores que explican el mayor gasto en maquinaria. En primer lugar, la consolidación de una demanda creciente, tanto interna como externa, genera buenas perspectivas acerca del retorno futuro de las

inversiones. Por otro lado, luego de más de cinco años de crecimiento ininterrumpido de la industria, la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) se ubica en valores elevados, incluyendo ciertos sectores, como la Refinación de petróleo, Industrias metálicas básicas y Productos textiles, entre otros, que trabajan con un alto uso. Asimismo, algunos sectores que presentan una UCI más holgada, como la Industria automotriz, también se encuentran realizando inversiones para una readecuación de plantas productivas y actualización tecnológica.

Si bien la dinámica inversora se da con mayor fuerza en los segmentos transables de la economía, los no transables también han incrementado su gasto en Equipo durable de producción, tras aumentar sostenidamente su uso. Este es el caso de sectores como el de Transporte y comunicaciones, que viene creciendo a una tasa promedio de 12,7% i.a. desde 2002 a la fecha, con un nivel de actividad 60% superior al anterior máximo pre recesivo.



Otro factor que explica el mayor impulso de la demanda de Equipo durable de producción es la existencia de un mercado de trabajo más ajustado por el faltante de mano de obra calificada en ciertos segmentos, que puede ser morigerado, aunque en forma imperfecta, por maquinaria y equipo. La menor disponibilidad de mano de obra se ve reflejada, a su vez, en el cambio en los precios relativos entre el capital y el trabajo. La devaluación de la moneda nacional de 2002 encareció en forma significativa el Equipo durable de producción, y más aún el importado, mientras que los salarios redujeron fuertemente su importancia dentro de la función de costos. No obstante, desde 2003 la tendencia de las remuneraciones fue ascendente, observándose actualmente un precio relativo capital-trabajo levemente superior al previo a la devaluación. De esta forma, en 2007 el stock de capital se incrementó en mayor medida que el empleo por primera vez en la presente década (ver Gráfico N° 2).

Por otra parte, en la inversión en Equipo durable de producción se observa un crecimiento parejo tanto de Maquinaria y equipo como de Material de transporte, por lo que ambos componentes mantienen una participación relativamente estable en el total invertido (en torno a 70% y 30%, respectivamente en el promedio 1993-2006). Asimismo, la mayor parte del Equipo durable proviene del exterior, alcanzando las importaciones de bienes de capital en 2007 una participación superior a 60% del total, valor récord para la serie con inicios en 1993 (ver Gráfico N° 3).

Dentro de las importaciones de Bienes de capital, que es el componente más dinámico de las importaciones totales, los sectores productivos evidencian un cambio en términos de su participación en el total. La industria manufacturera es la que exhibe históricamente mayor relevancia. No obstante, mientras que en los últimos años su peso apenas superó 23% del total, en el período 1993-2001 ascendía a 33%. Comunicaciones y Transporte continúan siendo los rubros que le siguen en importancia (con alrededor de 20% del total cada uno), aunque han ganado participación desde la devaluación. El sector agropecuario es el que más aumentó su peso, ya que entre 2002 y 2007 adquirió 5,8% del total, cuando bajo el régimen de la “Convertibilidad” lo hacía en torno a 3%.

En 2007, las importaciones de Bienes de capital se incrementaron 30,9% i.a., impulsadas por todos los sectores. El rubro más dinámico fue Minería, con un alza mayor a 140% i.a., aunque con una baja importancia relativa ya que su participación en el total no llega a 0,5%. El agro, por su parte, mostró un incremento en las adquisiciones de 45,6% i.a., luego de haber alcanzado en la campaña 2006/2007 un récord histórico de producción y rendimiento, en un marco de precios internacionales elevados (ver Apartado 3). Luego, le siguen en importancia la Industria manufacturera (36,7% i.a.), con una fuerte alza de los grupos electrógenos, como respuesta al ajustado balance que muestra el sector energético. Sin considerar la adquisición de grupos electrógenos, el incremento de las compras de la Industria manufacturera es de 30% i.a.<sup>6</sup> También cabe destacar el comportamiento de las compras externas de maquinaria del bloque Electricidad, gas y agua (35,5% i.a.), impulsadas por la importación de usinas eléctricas, y de la Construcción (35,4% i.a.), cuyo aporte principal fue equipos tales como palas y excavadoras mecánicas (ver Gráfico N° 4).

Como resumen de lo anterior, la actual tendencia de la inversión permitiría mejorar e incrementar la productividad de la economía y el producto potencial de la oferta de bienes y servicios, permitiendo de esta forma mantener la actual senda de crecimiento de la actividad y del empleo.

Gráfico 3 | Componentes del Equipo Durable de Producción  
(en % del PIB)

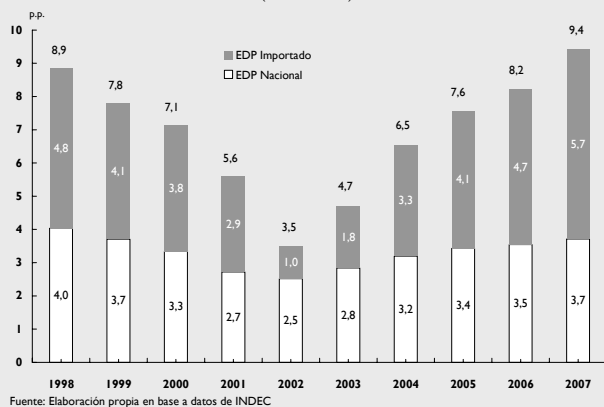
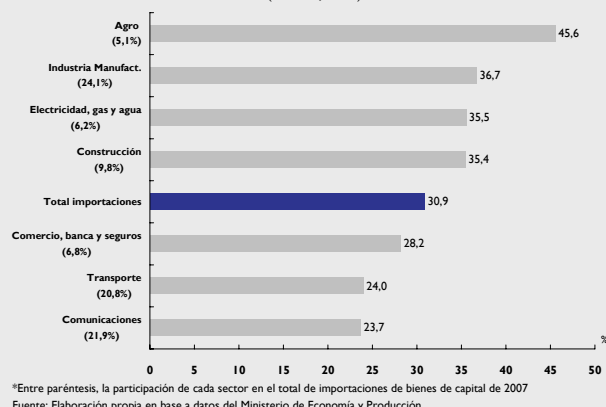
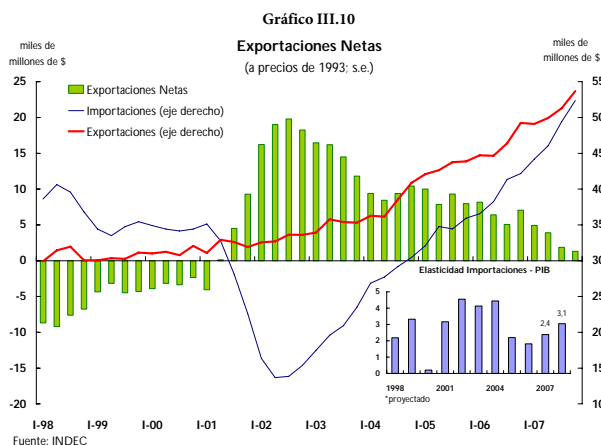
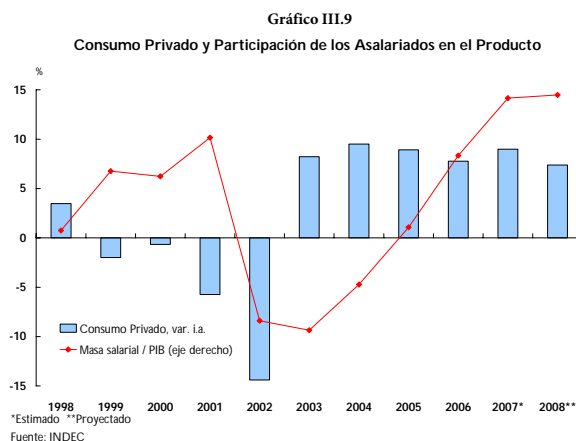
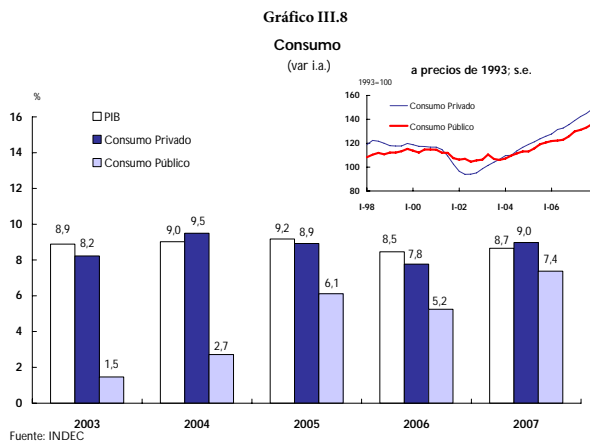


Gráfico 4 | Importaciones de Bienes de Capital por Sectores\*  
(var. i.a.; 2007)



<sup>6</sup> Su impacto es menor en el total de las importaciones de Bienes de capital, que se reduce de 30,9% i.a. a 29,3% i.a. en 2007.



## Consumo

En el inicio de 2008 el Consumo continúa en ascenso, aunque a un ritmo levemente inferior al registrado el año pasado. Así, la variación del Consumo se ubicaría en línea con la evolución de la actividad total, a diferencia de lo sucedido en 2007, por lo que se mantendría relativamente constante su participación en el PIB (ver Gráfico III.8).

El gasto de las familias sigue expandiéndose, aunque por debajo de lo registrado en 2007, de acuerdo con algunos indicadores adelantados. En los primeros meses del corriente año el aumento de la masa salarial real se desaceleraría debido a una menor creación de empleo y una mejora de los ingresos más moderada, influida por el alza en los aportes a las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), entre otros factores. Adicionalmente, el aumento escalonado de las jubilaciones anunciadas para el corriente año (7,5% en marzo y julio) es menor al otorgado en 2007 (ver Gráfico III.9).

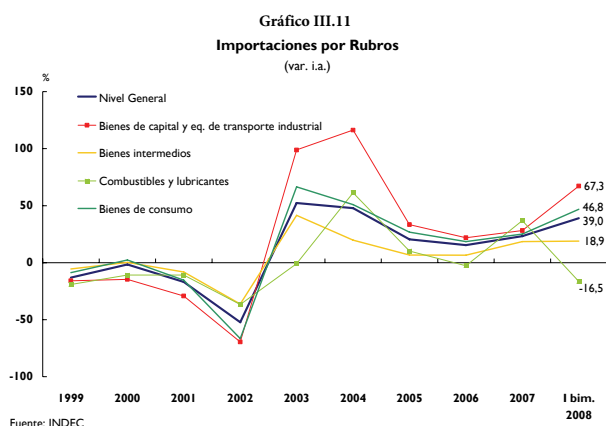
El Consumo Público también mostraría un incremento menor, luego de que el año pasado el alza del gasto público real de Cuentas Nacionales alcanzara a 7,4% i.a. (la mayor del actual ciclo expansivo aunque inferior a la del PIB).

## Exportaciones Netas

El saldo comercial a precios de 1993 podría ser deficitario en 2008 por primera vez en la presente década. En este contexto, las XN contribuirían en forma negativa a la expansión del Producto, en una magnitud mayor a la del año pasado. Sin embargo, gracias al importante aumento de los términos de intercambio, el saldo comercial a precios corrientes sería positivo y similar al de 2007, reduciendo los riesgos de restricciones al crecimiento por el lado del sector externo (ver Gráfico III.10 y Sección V).

Las exportaciones a precios constantes continuarían creciendo en 2008 impulsadas por las Manufacturas de origen agropecuario e industrial (MOA y MOI). Las ventas al exterior de Productos primarios crecerían, pero a un ritmo menor que en 2007, debido a que la presente campaña agrícola sería sólo levemente superior a la anterior, cuando se había observado un marcado aumento. Asimismo, las exportaciones de Combustibles y energía medidas en cantidades volverían a caer a partir de la creciente demanda interna.

Por su parte, las cantidades importadas seguirían en ascenso, a un ritmo similar al del año pasado. El crecimiento de la IBIF y del Consumo determinaría que la



expansión de las importaciones sea liderada por las compras de Bienes de capital y de consumo. En relación a los Combustibles y lubricantes, el nivel de aumento en las compras externas estaría condicionado, entre otros factores, por la magnitud de la demanda residencial de energía en los meses de invierno. De este modo, la elasticidad importaciones-Producto sería superior a la esperada, alcanzando el mayor valor desde 2004, y el coeficiente de apertura ascendería a un nuevo récord (ver Gráfico III.11).

### III.3 Comportamiento de la Oferta

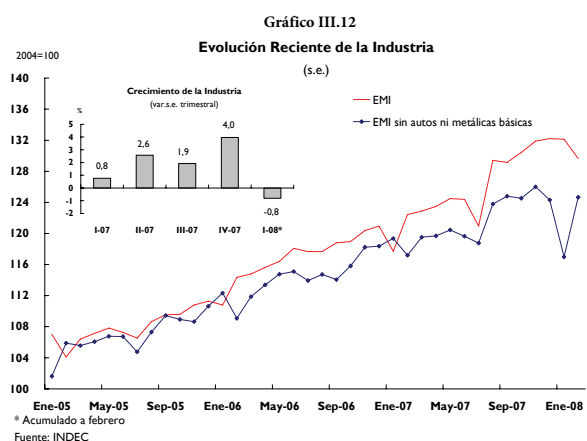
El crecimiento económico continúa siendo impulsado principalmente por los sectores productores de servicios, que en 2007 lograron superar las tasas de expansión registradas por los sectores productores de bienes por primera vez en cinco años. Del lado de los bienes, el comportamiento sería positivo, aunque mostraría una desaceleración en el ritmo de crecimiento (ver Cuadro III.2).

Durante 2008 se espera que el incremento de los niveles de consumo siga incentivando el dinamismo de los sectores productores de servicios, como Comercio y Transporte y comunicaciones. Por su parte, se espera un buen desempeño de la producción de bienes en los primeros meses del año, liderada por el mayor nivel de actividad que mostraron la industria y la construcción, mientras que el sector agropecuario exhibiría un crecimiento más moderado que el del año previo.

**Cuadro III.2**  
**PIB por Sectores Económicos a Precios de Productor**  
(%)

	var. i.a.					Contrib. 2007 (p.p.)
	2003	2004	2005	2006	2007	
<b>Sectores productores de bienes</b>	<b>14,5</b>	<b>10,5</b>	<b>9,5</b>	<b>8,8</b>	<b>7,9</b>	<b>2,8</b>
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	7,0	-1,0	11,7	1,5	10,2	0,6
Pesca	1,2	-19,1	-14,3	63,5	-6,3	0,0
Explotación de minas y canteras	3,7	-0,4	-0,2	3,0	-0,5	0,0
Industria manufacturera	16,0	12,0	7,5	8,9	7,7	1,4
Suministro de electricidad, gas y agua	6,9	6,5	5,4	-0,7	5,4	0,1
Construcción	24,4	29,4	20,4	17,9	9,9	0,7
<b>Sectores productores de servicios</b>	<b>4,2</b>	<b>6,8</b>	<b>8,4</b>	<b>8,1</b>	<b>8,7</b>	<b>5,7</b>
Comercio mayorista y minorista y reparaciones	12,9	13,6	9,8	8,0	11,3	1,5
Hoteles y restaurantes	6,0	7,0	7,9	7,3	8,2	0,2
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	8,2	13,4	14,8	13,5	13,8	1,5
Intermediación financiera	-15,8	-5,5	17,5	22,1	18,5	0,9
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	3,9	4,3	4,5	4,2	4,7	0,7
Administración pública y defensa	1,1	1,8	3,3	4,5	3,5	0,2
Enseñanza, servicios sociales y de salud	2,7	2,9	4,2	4,3	4,7	0,4
Otras actividades de servicios y servicio doméstico	4,7	9,1	9,8	7,7	6,2	0,4

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



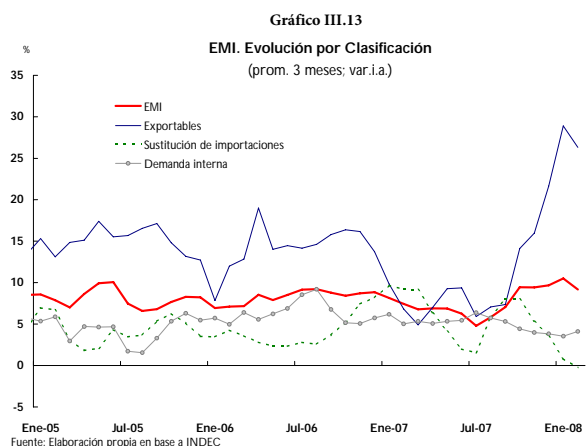
### Industria

En línea con lo esperado, la industria sigue evolucionado favorablemente, manteniendo en el inicio de 2008 un elevado nivel de actividad, similar en promedio al observado en los últimos meses de 2007. En el resto del año, la industria seguiría creciendo, aunque a menores tasas para alcanzar un alza anual cercana al 7%, en un contexto en que sólo algunos bloques mantendrían una expansión elevada (ver Gráfico III.12).

En particular, en el primer bimestre de 2008 el Estimador Mensual Industrial (EMI) mostró una suba de 9% i.a., superior a la observada en el mismo período del año pasado (6,6% i.a.), ubicándose en términos desestacionalizados levemente por debajo del último trimestre de 2007.

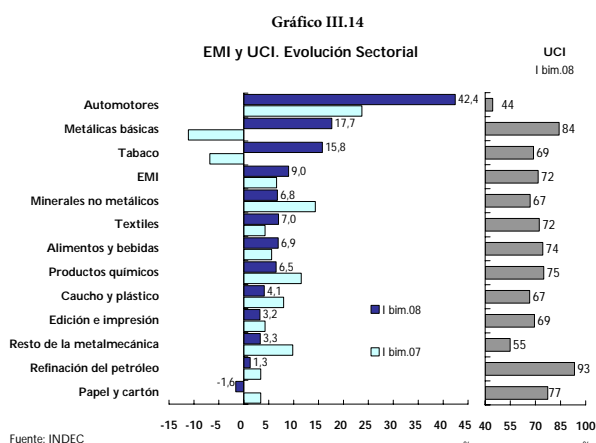
El crecimiento sectorial reciente responde a una mayor elaboración de productos transables, como automotores y metales básicos, que concentran la expansión de la actividad desde mediados de 2007. La dinámica de estos





sectores obedece en parte a la maduración de las inversiones terminadas el año pasado para ampliar la capacidad instalada y a una intención de adelantar producción en los meses de mayor disponibilidad de insumos. Si se extrae el comportamiento de estos bloques del EMI, que acumularon subas de dos dígitos en el primer bimestre de 2008, la variación del índice se habría ubicado en torno a 5% i.a., inferior a la del mismo período de 2007 (ver Gráfico III.13).

Por su parte, las industrias orientadas al mercado interno muestran una desaceleración desde mediados del año pasado. Dentro de este grupo se encuentran los Minerales no metálicos, que presentaron en el primer bimestre una suba de 6,8% i.a., por debajo de la del mismo período de 2007 (14,5% i.a.), así como la provisión de insumos químicos, plásticos y papel (ver Gráfico III.14).

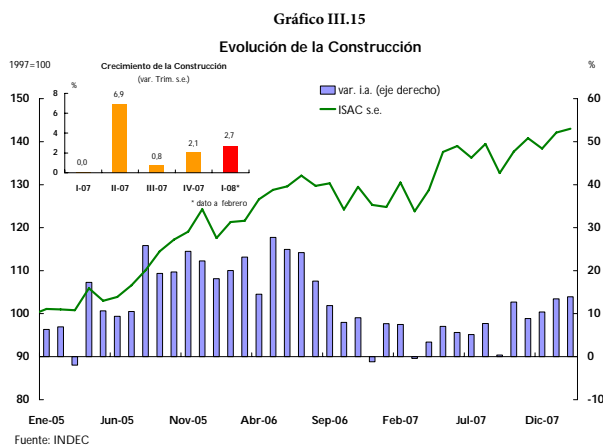


La mayor producción industrial se dio en un contexto de aumento acotado de la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI), dando cuenta de la maduración de inversiones realizadas en algunos bloques (Industrias metálicas básicas principalmente), mientras que otros (como Refinación de petróleo) utilizan casi al máximo su capacidad productiva. En efecto, en el primer bimestre la UCI se ubicó en 71,6%, 1 p.p. por encima del nivel del mismo período de 2007.

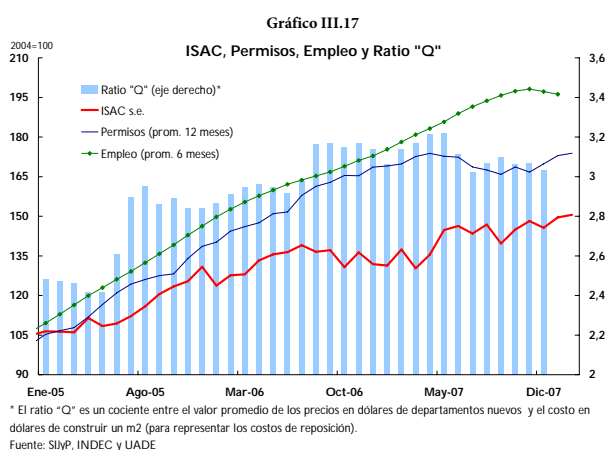
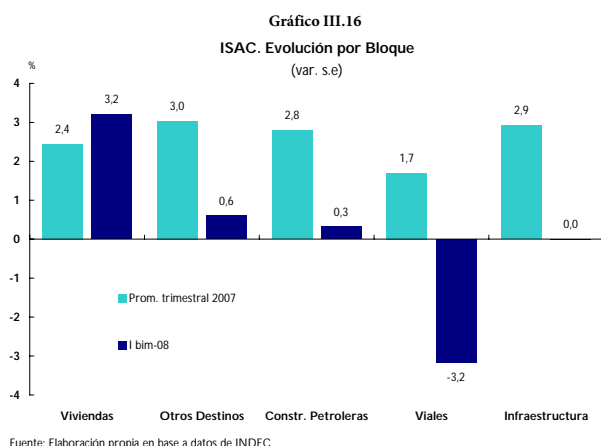
Pese a que algunos indicadores adelantados de marzo estarían reflejando un descenso, en los próximos meses se espera que la actividad industrial mantenga una trayectoria ascendente.

## Construcción

Durante los primeros meses de 2008 la construcción continuó mostrando mejoras en el margen, en parte debido a la inercia de las obras ya iniciadas en períodos previos. Asimismo, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), se elevó 2,7% sin estacionalidad (s.e.) con relación al cuarto trimestre de 2007, superando levemente el nivel promedio de actividad de la segunda mitad de 2007 (ver Gráfico III.15).



A diferencia del primer trimestre del año pasado, cuando la actividad estuvo afectada por cuestiones climáticas, los primeros dos meses de 2008 presentaron condiciones favorables para el desarrollo de la construcción de viviendas. Así, este segmento lideró el crecimiento de la actividad en el inicio del corriente año, en un contexto en que fue el único que presentó una tasa de crecimiento trimestral superior a la del año anterior. Por su parte, las Edificaciones destinadas a otros destinos, como el comercial e industrial también se elevaron en los primeros



**Cuadro III.3**  
Producción de Granos

	Record histórico*	2006-07		2007-08		Var % de producción	Dif. Tons.
	miles tons.	miles tons.	Estructura %	miles tons.	Estructura %	2007-08 / 2006-07	2007-08 / 2006-07
<b>Cereales</b>		<b>41.823</b>	<b>44,5</b>	<b>42.882</b>	<b>44,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1.059</b>
Maíz	21.800	21.800	23,2	21.000	21,8	-3,7	-800
Trigo	15.970	14.600	15,5	15.400	16,0	5,5	800
Sorgo granífero	8.100	2.795	3,0	3.300	3,4	18,1	505
Otros		2.628	2,8	3.182	3,3	21,1	554
<b>Oleaginosas</b>		<b>52.232</b>	<b>55,5</b>	<b>53.428</b>	<b>55,5</b>	<b>2,3</b>	<b>1.196</b>
Soja	48.000	47.482	50,5	48.000	49,8	1,1	518
Girasol	7.100	3.497	3,7	4.200	4,4	20,1	703
Otros		1.253	1,3	1.228	1,3	-2,0	-25
<b>Total</b>		<b>94.055</b>	<b>100,0</b>	<b>96.310</b>	<b>100,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2.255</b>

\* Indica el record 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

meses de 2008, aunque a un ritmo menor al de 2007. Asimismo, del lado de las construcciones principalmente públicas se registra cierta desaceleración desde fines del año pasado mayormente en las Obras viales, que se redujeron en los primeros meses del año con relación al cuarto trimestre de 2007 (ver Gráfico III.16).

A pesar de las cifras de crecimiento del primer bimestre, los indicadores adelantados del sector estarían anticipando un avance más moderado para los próximos meses, en línea con una mayor madurez del mercado inmobiliario y la contracción de la rentabilidad del sector, en un contexto en que los costos siguen creciendo y los precios se mantienen relativamente estables. Por un lado, los datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP) exhiben una reducción en la cantidad de trabajadores registrados en el sector de la construcción desde octubre de 2007. En el mismo sentido, la cantidad de permisos de edificación otorgados<sup>7</sup> mostró una desaceleración el año pasado, cuando se expandieron en promedio sólo 0,7%, luego de tres años de subas superiores a 20%. De todos modos, la actividad de la construcción finalizaría 2008 con un aumento similar al del año previo (6,4%), en parte por el fuerte arrastre que dejó 2007, en un contexto de maduración del mercado residencial privado y menor aporte de la obra pública.

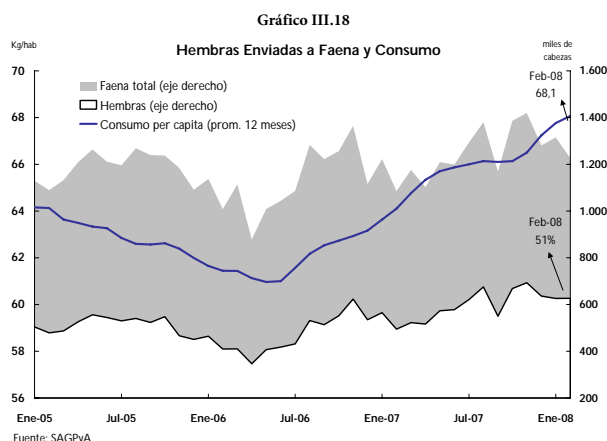
### Sector Agropecuario

El incremento de la superficie sembrada permitiría que los resultados de la campaña 2007/2008 sean levemente superiores a la anterior. En particular, la actual campaña registraría una cosecha en torno a 96 millones de toneladas, elevándose 2,4% con respecto a la recolección del ciclo previo, aunque por debajo de la suba de la superficie sembrada (4,8%; ver Gráfico III.17). Sin embargo, la estimación actual de la cosecha resulta levemente inferior a lo esperado en el **Informe de Inflación** anterior, debido a que algunos cultivos sufrieron pérdidas por problemas climáticos en períodos críticos.

El avance de la campaña fue impulsado tanto por los cultivos oleaginosos (soja y girasol) como por algunos cereales (maíz y sorgo, entre otros; ver Cuadro III.3). Del lado de las oleaginosas se destaca la evolución del girasol, que gracias a la mayor superficie sembrada y a los mejores rendimientos alcanzaría una producción superior a la estimada previamente y a la de la campaña anterior. Asimismo, los cultivos de soja se desarrollaron satisfactoriamente y rondarían 48 millones de toneladas. Por su parte, la cosecha de trigo también se incrementó (5,5% con relación a la campaña previa), mientras que el

<sup>7</sup> El INDEC releva la cantidad de permisos otorgados en una nómina representativa de 42 municipios que componen aproximadamente el 50% del total de la superficie autorizada por la totalidad de los 188 municipios.

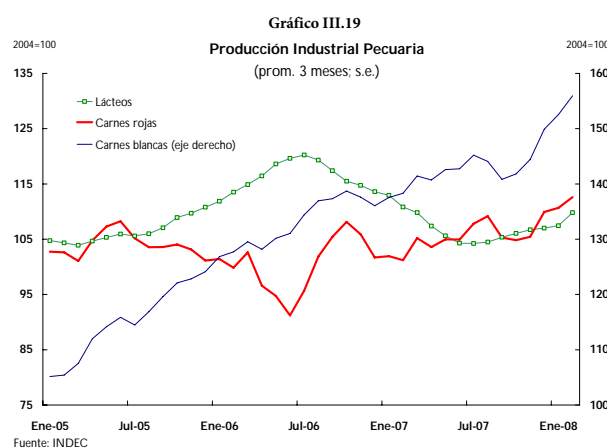




maíz se vio perjudicado por la falta de humedad en el período crítico de floración y no se alcanzarían los rendimientos registrados en la campaña anterior.

En el caso de la actividad pecuaria, en el primer bimestre del año la faena y la producción bovina se incrementaron 10% i.a. y 7,2% i.a., respectivamente, en un marco de aumento de la demanda interna (ver Gráfico III.18).

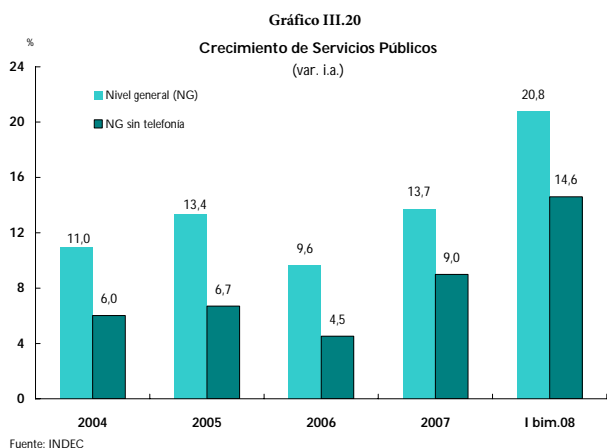
Finalmente, los datos del EMI de elaboración de lácteos referentes al primer bimestre seguían confirmando la recuperación que presenta el sector desde mediados de 2007. Así, la producción logra estabilizarse luego de la caída que se registró por los menores márgenes de rentabilidad. En este contexto, los precios locales se mantienen contenidos gracias al esquema de subsidios que adoptó el Gobierno en 2007, que se extendería en el corriente año (ver Gráfico III.19).



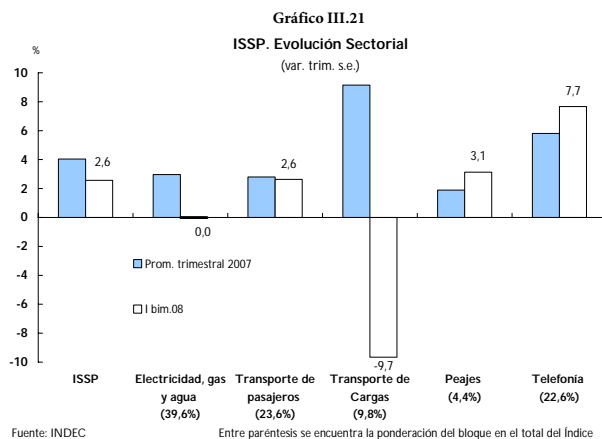
### Servicios Públicos

El consumo de servicios públicos continúa expandiéndose a buen ritmo durante 2008. En el primer bimestre del año el Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) acumuló un incremento de 2,6% s.e. en relación al cuarto trimestre del año pasado y de 20,8% i.a. con relación al mismo período de 2007 (ver Gráfico III.20). En los próximos meses podría verificarse una reducción del nivel de crecimiento teniendo en cuenta que algunos segmentos se encuentran con altos niveles de uso y que comienzan a observarse signos de madurez, dentro del mercado de telefonía celular, que es uno de los más dinámicos.

Como en años anteriores, el comportamiento de los servicios telefónicos, impulsados por la trayectoria del consumo de telefonía celular, lideró el aumento en los primeros meses de 2008 (ver Gráfico III.21). Asimismo, los servicios de transporte de carga y de pasajeros crecieron a tasas interanuales de dos dígitos, pero los de carga se redujeron en comparación con el cuarto trimestre de 2007 (9,7% s.e.).



Según datos del INDEC, la distribución de Electricidad, gas y agua creció en los primeros meses del año a un ritmo mayor al observado en 2007, especialmente debido a una mayor producción de gas natural y de energía eléctrica. Para los meses venideros la Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A. (CAMMESA) estima un incremento de la demanda de energía eléctrica, por lo que el sistema volvería a encontrarse ajustado en los meses de elevado consumo residencial, aunque hay previstos algunos ingresos al sistema de ge-



neración que en total incrementarían en 11% la generación eléctrica en el año (ver Cuadro III.4).

Del lado del gas, el aumento de la oferta estaría más acotado en un contexto en que la producción y la capacidad del sistema de transporte no se expandirían y las importaciones serían menores a las pactadas. Para reemplazar parte del gas que no enviará Bolivia se contrataría un barco regasificador de Gas Natural Licuado (GNL) que inyectaría entre 5 y 8 millones de m<sup>3</sup> diarios (MMCD) en la zona de Bahía Blanca para abastecer al polo petroquímico y a clientes residenciales. Asimismo, se habilitaría una planta en La Matanza para mezclar gas propano con aire para poder despachar hasta 1 MMCD de gas natural a la red nacional.

**Cuadro III.4**  
**Ingreso de Equipamiento**

Proyecto	Proyectos	Fecha de entrada en servicio	Potencia (MW)	% sobre el total existente
Ingresados	TG San Martín y Belgrano	25 de marzo 2008	800	3,3
	Termoandes	Feb-08	100	0,4
	2 TG Puerto Madryn	Mar-08	40	0,2
Sub-total 2008			940	3,9
Proyecto	Proyectos	Fecha estimada de entrada en servicio	Potencia (MW)	% sobre el total existente
Ingresos Previstos	TG San Martín y Belgrano	1 de abril 2008	800	3,3
	TG Córdoba (Decreto PEN 938/2007)	Dic-08	120	0,5
	Energía Delivery	Ene-May-08	214	0,9
	Energía Plus	May-Dic-08	325	1,3
	Barcazas	Jul-08	288	1,2
Sub-total 2008			1.747	7,2
Total 2008			2.687	11,1
	Aumento de la Cota Yaciretá	Dic-09	1.200	5,0
	Núcleo de Atucha II	2010	692	2,9
Total 2009-2010			1.892	7,8

TG: Turbina a Gas; CH: Central Hidroeléctrica  
Fuente: CAMMESA



## IV. Empleo y Salarios

### IV.1 Síntesis

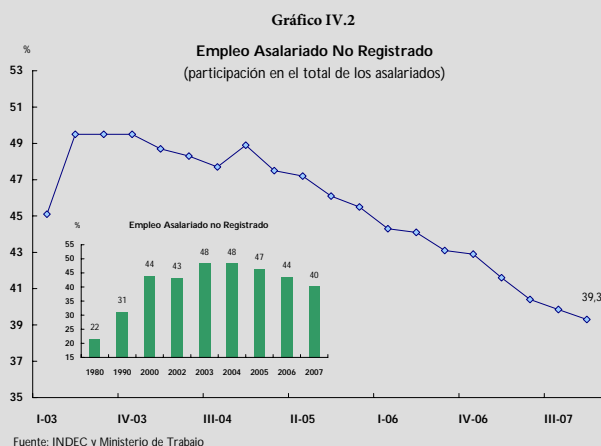
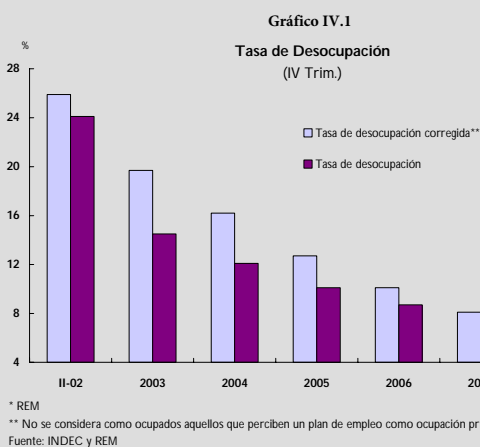
La desocupación continuaría disminuyendo en 2008 en términos interanuales, para alcanzar el menor nivel desde 1992. En particular, se estima que la Tasa de Desocupación culminaría el corriente año en torno a 7% de la Población Económicamente Activa (PEA), 0,5 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de los niveles de fines de 2007. Asimismo, también se verificaría una caída de la Tasa de Desocupación corregida por planes de empleo, que continuaría reduciendo la brecha que la separa de la serie original, hasta un nivel mínimo.

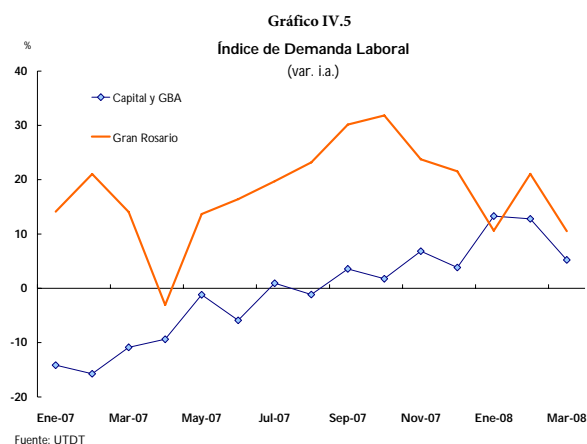
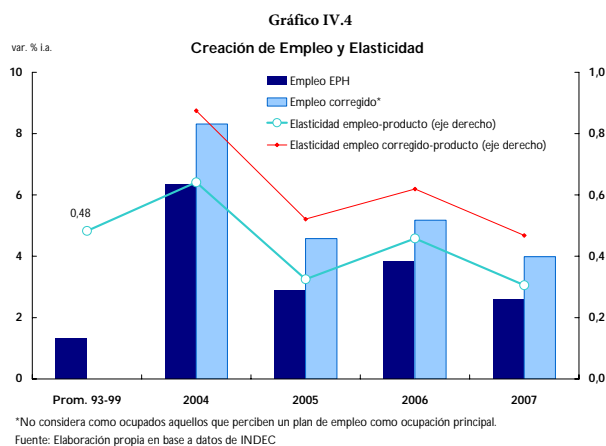
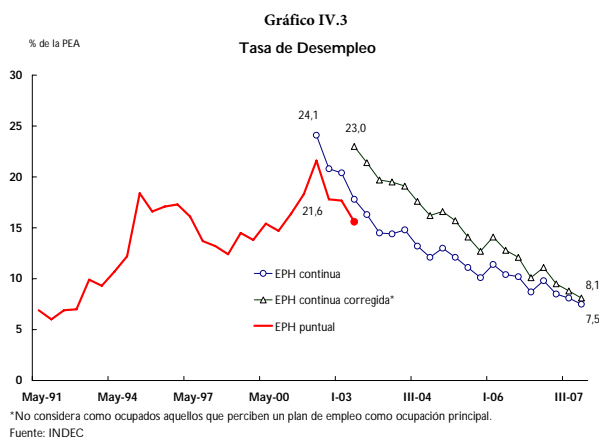
Luego de cinco años consecutivos en los que la cantidad de puestos de trabajo se expandió significativamente, se espera que la demanda laboral en 2008 se incremente cerca de 2% anual, creándose cerca de 300 mil nuevos empleos en el total de aglomerados urbanos. En este contexto, la elasticidad empleo-Producto se ubicaría en un nivel similar al de 2007, tanto en el caso de la serie original (que en el año pasado se redujo a 0,26) como de la serie corregida por planes de empleo (que cayó a 0,4).

Los sectores productores de servicios seguirían generando nuevos puestos de trabajo, mientras que la demanda de trabajadores de los productores de bienes se mantendría relativamente constante. En 2008 el aumento del empleo seguiría dándose en un contexto de mejora de su calidad, luego de que en el año pasado la creación de puestos de trabajo en el sector asalariado formal creciera a una velocidad tres veces superior al promedio del mercado laboral. No obstante, persisten aún importantes niveles de informalidad dentro de los asalariados (alcanzaba a 39,3% en el último trimestre de 2007), concentrados principalmente en actividades como la construcción y el servicio doméstico, entre otros.

Por su parte, luego de la caída observada en el cuarto trimestre (principalmente en el Gran Buenos Aires), la fuerza laboral se mantendría estable el resto de 2008, pudiendo mostrar aumentos leves hacia fin de año. Así, en promedio la Tasa de Actividad se ubicaría en torno a 46% durante el corriente año.

El ingreso nominal seguiría creciendo en 2008, sobresaliendo en el primer trimestre las subas verificadas en los segmentos privado informal y público. Asimismo, las negociaciones colectivas están acordando nuevos incrementos, aunque su impacto recién se vería mayormente en la segunda mitad del año. El aumento nominal de los salarios sería en algunos casos inferior al del año pasado, dada la equiparación de los aportes previsionales al sistema de capitalización con los realizados al sistema de reparto, operativa desde enero, con impacto en parte de los salarios de los trabajadores formales.





## IV.2 Empleo

Acompañando el crecimiento económico, la desocupación continuaría reduciéndose en términos interanuales (i.a.), aunque a un ritmo menor que en años previos. Si bien en el primer trimestre del año es probable que la Tasa de Desocupación registre un incremento trimestral debido a factores estacionales, este comportamiento se revertiría en los meses subsiguientes. Así, a fines de 2008 el desempleo se ubicaría en torno a 7%, 0,5 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de la tasa del cuarto trimestre del año previo, levemente por encima de lo esperado en el **Informe de Inflación** anterior (ver Gráficos IV.1 y IV.3). El menor descenso refleja que, luego de cinco años consecutivos en los que la cantidad de puestos de trabajo se expandió significativamente, el mercado laboral resulta naturalmente algo menos dinámico.

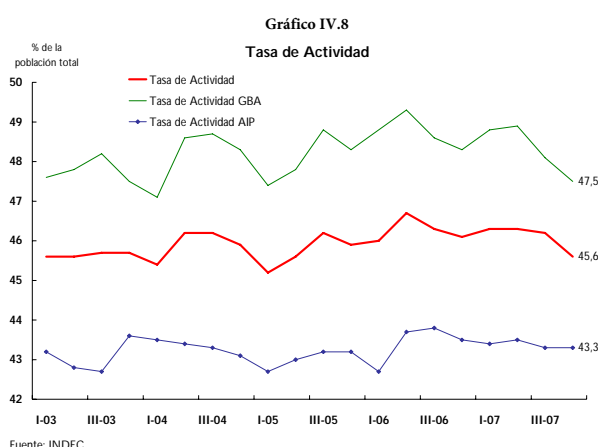
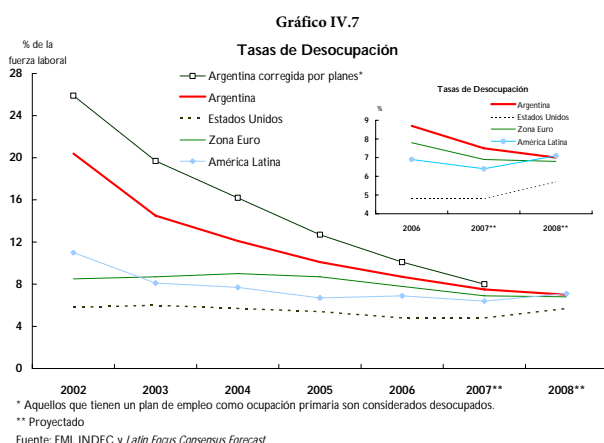
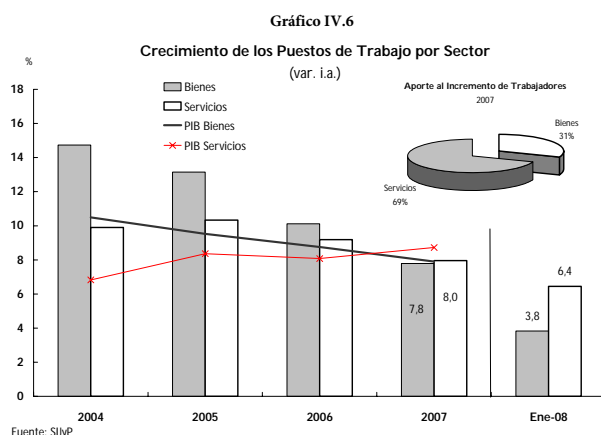
A fines de 2007 la Tasa de Desocupación medida por la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) registró su menor nivel desde 1992, ubicándose en 7,5% de la Población Económicamente Activa (PEA<sup>8</sup>), 1,2 p.p. por debajo de la registrada a fines de 2006. La caída de la desocupación, obedeció principalmente a la reducción de la Tasa de Actividad, mientras que el nivel de empleo se mantuvo estable con relación al cuarto trimestre de 2006.

Por otro lado, los datos de desempleo mostraron 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 2007, la Tasa de Desocupación corregida por planes de empleo se situó en 8,1% a fines del año pasado, 2 p.p. por debajo del nivel de 2006, reduciendo la distancia que la separa de la serie original.

Para 2008 se espera que el empleo siga creciendo, aunque por debajo del ritmo registrado el año previo (ver Gráfico IV.4). En particular, luego de elevarse cerca de 3% anual en promedio en los últimos tres años, durante 2008 se proyecta una expansión en torno a 2%, lo que implicaría la creación de cerca de 300 mil puestos de trabajo. La elasticidad empleo-Producto de la serie original se ubicaría en el año en un nivel similar al de 2007, cuando se había reducido a 0,26, en tanto que la serie corregida por planes de empleo seguiría situándose por encima de la original (tras caer a 0,4 en 2007). En este sentido, el Índice de Demanda Laboral (IDL)<sup>9</sup> que confecciona la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT) muestra cierta estabilidad desde la segunda mitad de 2007 (ver Gráfico IV.5).

<sup>8</sup> Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.

<sup>9</sup> El IDL mide la actividad del mercado de trabajo a través del volumen de avisos solicitando personal que se publican en la prensa escrita, tomando como referencia los diarios Clarín y La Nación.



El comportamiento del empleo obedecería a una mayor creación de trabajo por parte de los sectores productores de servicios, mientras que la demanda de trabajadores de los productores de bienes se mantendría estable, e incluso mostraría caídas en algunos segmentos. En el sector formal, según los datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP), los bloques de servicios aportaron 338 mil puestos de trabajo en 2007 (69% del total), y se espera que sigan liderando la creación de empleos (ver Gráfico IV.6). De todos modos, otros sectores como el de la construcción demandarían menos trabajadores en 2008, como ya sucedió entre octubre del año pasado y enero del corriente año cuando se destruyeron 5% de los puestos laborales formales.

En 2008 el aumento de la ocupación seguiría dándose en un contexto de mejora de la calidad del empleo. El año anterior la creación de puestos en el sector asalariado formal creció a una velocidad tres veces superior al promedio del mercado laboral, dando lugar a que el porcentaje de ocupados sin aportes al sistema de seguridad social se reduzca casi 10 p.p. respecto de los niveles de 2003/2004. No obstante, persisten aún importantes niveles de informalidad dentro de los asalariados, alcanzando a 39% en el último trimestre de 2007, concentrados principalmente en la construcción y el servicio doméstico, entre otros<sup>10</sup> (ver Gráfico IV.2).

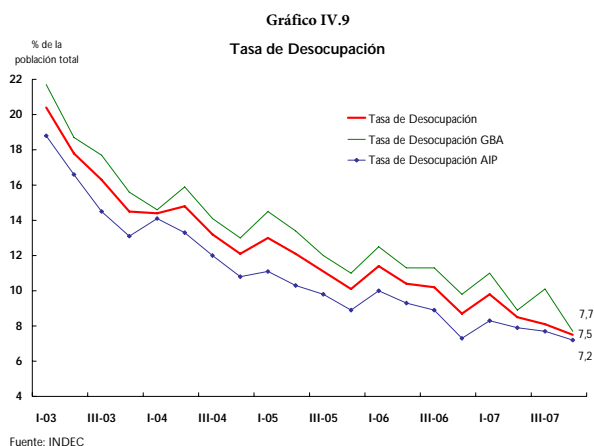
La consolidación de un mercado laboral más ajustado se refleja en una Tasa de Desocupación que se ubica en niveles bajos, tanto en términos históricos como internacionales, manteniéndose como desafío el incremento de la empleabilidad de los desocupados que carecen de experiencia o calificación (ver Gráfico IV.7). En este sentido, algunos sectores que demandan conocimientos más específicos siguen enfrentando problemas para cubrir posiciones. En 2007 la Demanda Laboral Insatisfecha (DLI)<sup>11</sup> fue similar a la registrada en 2006 (en torno a 12%), situándose las mayores falencias en los puestos operativos y técnicos.

Por su parte, en el corriente año la Tasa de Actividad se mantendría en torno a 46% en el promedio anual, ubicándose por debajo del nivel de 2007. Parte de la reducción en la participación dentro del mercado laboral podría adjudicarse a la salida de aquellos que ingresaron al sistema de seguridad social a través de la moratoria previsional, entre otros factores<sup>12</sup> (ver Gráfico IV.8).

<sup>10</sup> La información sectorial corresponde a la base de datos de la EPH del primer trimestre de 2007, ya que las bases de los trimestres subsiguientes no se encuentran disponibles. Asimismo, el INDEC no difundió los datos de pobreza del segundo semestre de 2007 habitualmente publicados en el mes de marzo.

<sup>11</sup> Encuesta realizada por el INDEC, resulta del porcentaje de las firmas que realizaron búsquedas pero que no lograron cubrir los puestos.

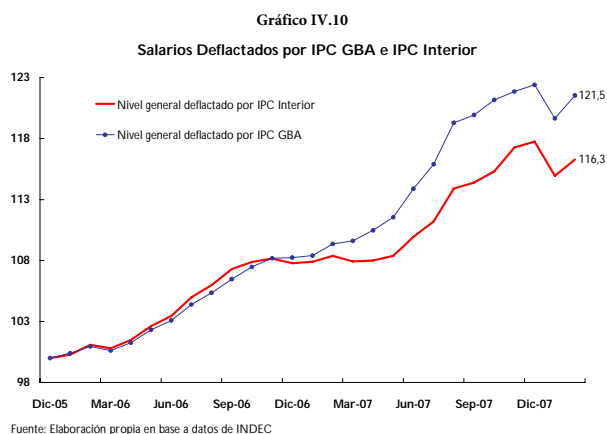
<sup>12</sup> Al primer trimestre de 2007 aproximadamente 1 millón de personas activas podían optar por el régimen de la moratoria previsional. En 2007 se incorporaron en total 736 mil individuos a la moratoria, de los cuales algunos podrían haber salido de la PEA.



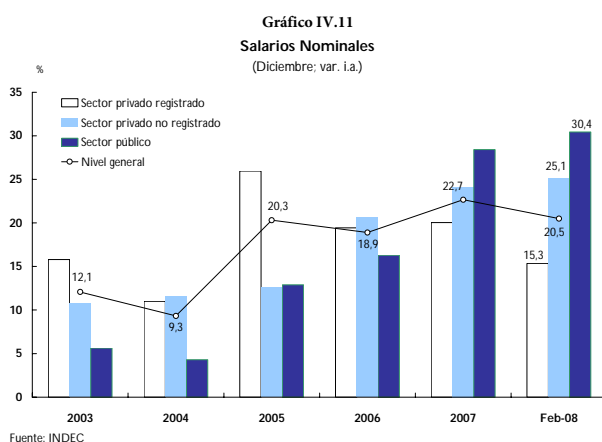
Analizando la situación laboral por regiones, la Tasa de Desocupación del Gran Buenos Aires (GBA) fue la que más se redujo en 2007 (-2,1 p.p.), alcanzando un nivel de 7,7%, mientras que los Aglomerados del Interior del País (AIP) exhibieron un desempleo de 7,2%, sólo 0,1 p.p. inferior al nivel del cuarto trimestre de 2006 (ver Gráfico IV.9). La baja en la desocupación en el GBA estuvo impulsada por la caída de 0,8 p.p. en la Tasa de Actividad, mientras que la Tasa de Empleo creció 0,2 p.p. en el cuarto trimestre de 2007. En los AIP, la PEA disminuyó sólo 0,2 p.p..

### IV.3 Salarios e Ingresos

En 2008 la variación del poder adquisitivo sería inferior a la del año anterior. El crecimiento más moderado del empleo y de las remuneraciones reales (relacionado este último al equiparamiento de los aportes a los sistemas de capitalización y reparto de los trabajadores registrados, sumado a la evolución de los precios), provocarían un alza menos pronunciada de la masa salarial real (ver Gráfico IV.10).



Los trabajadores registrados del sector privado han acordado alzas salariales nominales en torno a 20% en las negociaciones colectivas ya realizadas (transporte terrestre, comercio, construcción, bancarios, entre otras). Sin embargo, esta mejora se reduce en 4,6 p.p. para contribuyentes al sistema de capitalización tras la equiparación de los aportes previsionales vigente desde enero<sup>13</sup>. Por su parte, los ingresos nominales de los trabajadores informales mantienen una tendencia ascendente, acompañando las subas de los precios de los alimentos y las remuneraciones de los empleados registrados, mientras que los salarios públicos también siguen en aumento, aunque todavía restan definirse las paritarias previstas para 2008 (ver Gráfico IV.11).



<sup>13</sup> Cabe destacar que desde enero de 2008 el INDEC publica dos versiones del Índice de Salarios, una que incluye la reducción de las remuneraciones netas del sector privado registrado como consecuencia del incremento de los aportes (serie que se toma en el análisis de esta Sección y en los gráficos) y otra que no refleja su efecto. Este efecto no habría sido observado en el sector público por cuestiones metodológicas.

## V. Sector Externo

### V.1 Síntesis

Las exportaciones de mercancías comenzaron el año con una importante aceleración, superior a nuestras estimaciones y a lo esperado por el mercado, impulsadas en mayor medida por el fuerte aumento de las cotizaciones internacionales de las principales materias primas que exporta el país. Los productos agrícolas, tanto primarios como manufacturados, lideraron la expansión de las ventas externas. Otro factor que incidió en la suba de las exportaciones fue el aumento de las cantidades embarcadas. Aunque se espera en 2008 un crecimiento de las cantidades, la fuerte suba observada en el primer trimestre tiene componentes transitorios, debido a situaciones puntuales como la modificación de los plazos legales establecidos para el registro y embarque de granos.

En tanto, las importaciones de bienes también exhibieron una considerable aceleración en los primeros meses del año, mayor a la esperada, en buena parte debido al aumento de los volúmenes importados, aunque con una participación no menor de los precios, sobre todo en el caso de los Bienes intermedios y los Combustibles.

En este contexto, se estima que en 2008 las exportaciones se ubicarían por encima de US\$68.000 millones, con un crecimiento superior a 20% interanual (i.a.), mientras que las compras externas superarían US\$57.000 millones, con una elasticidad importaciones-PIB a precios constantes que se ubicaría en torno a 3, el nivel más alto desde 2004. De esta forma, en el año la balanza comercial de mercancías presentaría un superávit superior a US\$11.000 millones, similar al registrado en 2007, en un contexto en que los Términos del intercambio continúan mejorando.

El excedente comercial de bienes se mantendría como el principal sostén del saldo de Cuenta Corriente, que en 2008 alcanzaría su séptimo año consecutivo de superávit, superando US\$7.000 millones (2,3% del PIB). Este saldo resulta equivalente al observado en 2007 en términos nominales, pero inferior medido en relación al Producto. Por su parte, el déficit de la balanza de servicios reales no mostraría cambios significativos. Las exportaciones de servicios continuarían expandiéndose a buen ritmo, lideradas por los ingresos por viajes y por servicios profesionales y técnicos, mientras que las importaciones crecerían principalmente debido al mayor egreso por servicios de transporte. La cuenta de Rentas, en tanto, exhibiría un egreso neto similar al de 2007.

La Cuenta Capital y Financiera mostraría en 2008 un ingreso neto, luego de la salida verificada en la segunda mitad del año pasado. Buena parte del saldo estaría explicado por la cuenta del sector privado, vinculado a los préstamos financieros y a la entrada de Inversión Extranjera Directa (IED), que ya en 2007 exhibió un incremento, incluso durante el episodio de mayor volatilidad. Por su parte, el saldo del sector público se mantendría en terreno positivo a causa de las colocaciones de títulos nacionales y provinciales que superarían las amortizaciones previstas. No obstante, el deterioro del escenario financiero internacional incrementaría los riesgos de una mayor volatilidad en los flujos de capitales hacia los mercados emergentes.

Gráfico V.1  
Evolución de las Exportaciones. Precios y Cantidades  
(var. i.a.)

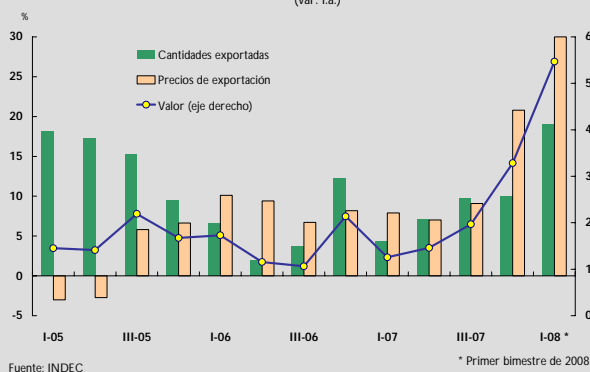
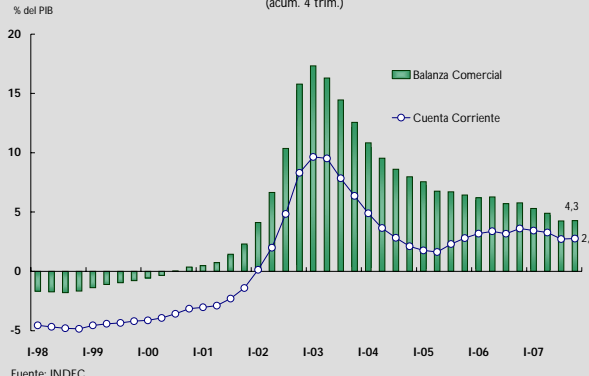


Gráfico V.2  
Evolución de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos  
(acum. 4 trim.)



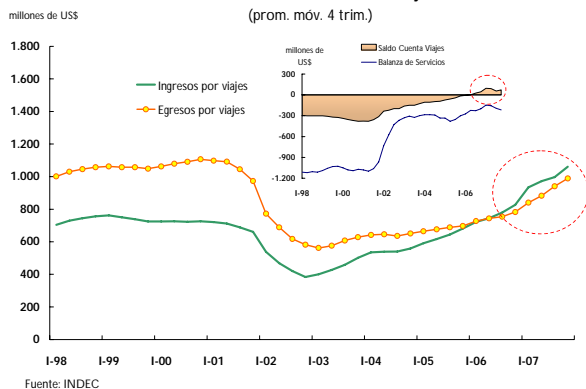


**Cuadro V.1**  
Estimación del Balance de Pagos. Cuenta Corriente  
(millones de US\$)

	2005	2006	I-07	II-07	III-07	IV-07	2007	Var. 2007 / 2006
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>5.102</b>	<b>7.691</b>	<b>951</b>	<b>2.336</b>	<b>765</b>	<b>3.158</b>	<b>7.210</b>	<b>-481</b>
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	2,8	3,6	1,7	3,5	1,2	4,4	2,8	-0,8
<b>Mercancías</b>	<b>13.087</b>	<b>13.872</b>	<b>2.397</b>	<b>3.908</b>	<b>2.425</b>	<b>4.610</b>	<b>13.340</b>	<b>-531</b>
Exportaciones fob	40.387	46.456	11.146	13.692	14.466	16.629	55.933	9.477
Importaciones fob	27.300	32.585	8.749	9.784	12.041	12.019	42.593	10.008
<b>Servicios reales</b>	<b>-1.208</b>	<b>-798</b>	<b>-25</b>	<b>-304</b>	<b>-470</b>	<b>-61</b>	<b>-860</b>	<b>-62</b>
Exportaciones de servicios	6.438	7.751	2.592	2.120	2.271	2.921	9.904	2.153
Importaciones de servicios	7.646	8.549	2.618	2.425	2.741	2.982	10.766	2.217
<b>Rentas</b>	<b>-7.304</b>	<b>-5.872</b>	<b>-1.511</b>	<b>-1.357</b>	<b>-1.268</b>	<b>-1.466</b>	<b>-5.602</b>	<b>270</b>
<b>Renta de la inversión</b>	<b>-7.253</b>	<b>-5.814</b>	<b>-1.493</b>	<b>-1.341</b>	<b>-1.247</b>	<b>-1.447</b>	<b>-5.528</b>	<b>286</b>
Intereses	-3.358	-1.177	-207	-135	-141	-183	-666	511
Ganados	3.239	3.981	1.146	1.277	1.319	1.271	5.013	1.032
Pagados	6.598	5.158	1.353	1.412	1.460	1.454	5.679	521
<b>Utilidades y Dividendos</b>	<b>-3.895</b>	<b>-4.637</b>	<b>-1.286</b>	<b>-1.206</b>	<b>-1.106</b>	<b>-1.264</b>	<b>-4.862</b>	<b>-225</b>
Otras Rentas	-51	-58	-18	-17	-20	-19	-74	-16
Transferencias corrientes	527	489	91	89	77	75	332	-157

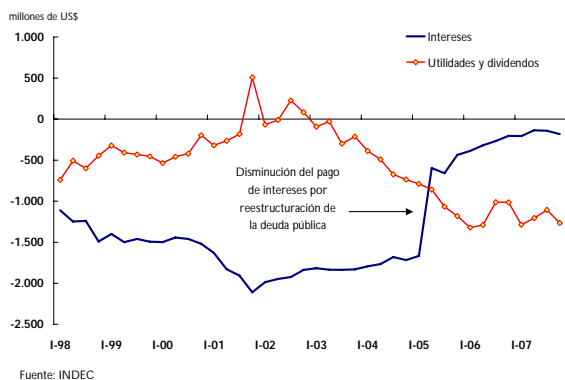
Fuente: INDEC

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



Fuente: INDEC

**Gráfico V.4**  
Rentas de la Inversión



Fuente: INDEC

## V.2 Cuenta Corriente

Luego de alcanzar en 2007 el sexto año consecutivo de superávit, la Cuenta Corriente continúa exhibiendo resultados positivos, sostenida por el importante excedente comercial de mercancías (ver Cuadro V.1). El alza de precios de las principales materias primas agrícolas en los primeros meses del año, superior al esperado, contribuyó decisivamente a la aceleración de las exportaciones.

Con respecto a la balanza de servicios reales, se espera que en 2008 continúe el incremento de los ingresos por servicios profesionales, empresariales y técnicos y por viajes, a la par del aumento del turismo receptivo (ver Gráfico V.3). Por otro lado, se observaría un crecimiento de los egresos netos por servicios de transporte (fletes y seguros), fenómeno vinculado al incremento del intercambio internacional de mercancías. Así, el déficit de la balanza de servicios reales no mostraría cambios significativos.

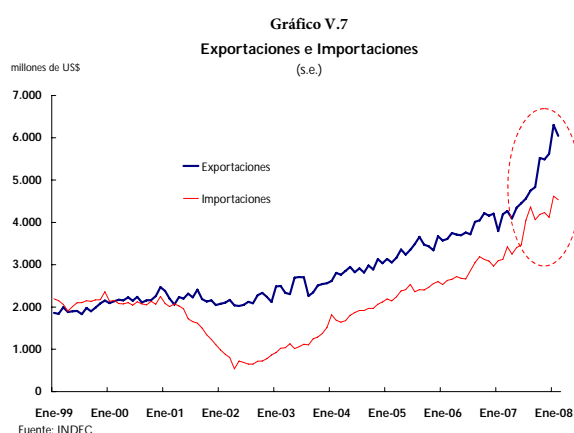
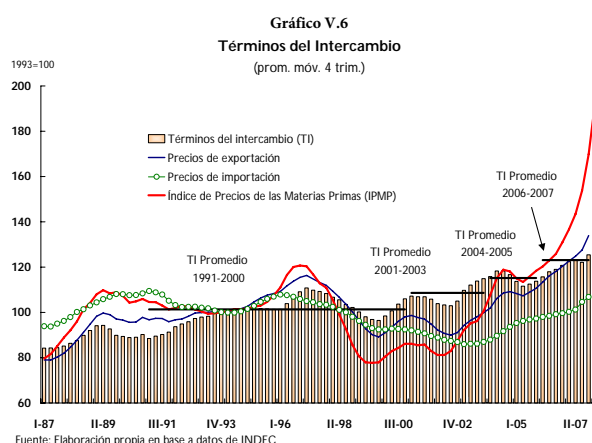
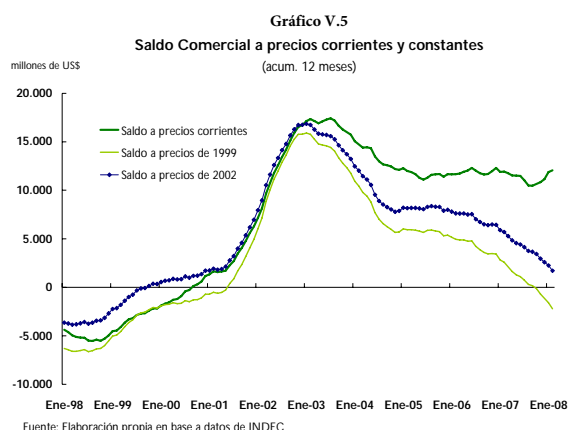
La cuenta de Rentas de la inversión, por su parte, mantendría en el total del año un déficit similar al de 2007 (ver Gráfico V.4). Los mayores pagos de intereses asociados al incremento de la deuda externa serían compensados por un aumento de los intereses ganados por el BCRA a partir de la inversión de las Reservas Internacionales. Adicionalmente, se espera un ligero aumento de los pagos netos en concepto de utilidades y dividendos, situación vinculada en gran medida a las ganancias generadas por las empresas extranjeras a partir de los elevados precios internacionales de los productos de exportación, entre otras causas.

De este modo, en 2008 la Cuenta Corriente presentaría un superávit superior a US\$7.000 millones, en línea con el observado el año pasado y nuevamente sostenido por el excedente comercial de bienes. En relación al Producto, sin embargo, el saldo sería de 2,3% del PIB, levemente inferior al registrado en 2007 (2,8% del PIB) aunque todavía elevado en términos históricos.

### Balanza Comercial<sup>14</sup>

Fortalecida por las elevadas cotizaciones de las materias primas que exporta el país, la balanza comercial continúa exhibiendo resultados favorables. La prolongada fase de saldos comerciales positivos responde en buena medida a la evolución de los precios internacionales, que sitúan a los Términos del intercambio (TI) en niveles elevados (ver Gráficos V.5 y V.6 y Apartado 3). Este fenómeno se

<sup>14</sup> En esta sección de 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), ya que los gastos de transporte se registran en la balanza de servicios.



produce en un contexto en el que tanto los precios de exportación como los de importación son históricamente altos.

Las exportaciones de mercancías comenzaron el año con una importante e inesperada aceleración, impulsadas en gran medida por una suba de los precios internacionales que superó nuestras estimaciones y las del mercado (ver Gráfico V.7). Luego de crecer cerca de 33% interanual (i.a.) en el último trimestre de 2007, las ventas externas mostraron una expansión de 55,3% i.a. en el primer bimestre de 2008, a partir de un alza de 19% i.a. en las cantidades y 30% i.a. en los precios (ver Gráfico V.8).

Los productos agrícolas, tanto primarios como manufacturados, lideraron el crecimiento de las exportaciones en el primer bimestre, explicando casi 80% del aumento (ver Cuadro V.2). En el caso de los Productos primarios (PP) se destacaron los mayores embarques de cereales (216% i.a.) y semillas oleaginosas (688% i.a.). Si bien la suba de las cotizaciones internacionales de estos productos tuvo un rol importante para explicar las tasas de variación, también se observaron notables incrementos de los volúmenes embarcados. No obstante, parte del aumento de las cantidades sería de carácter transitorio, dado que la cosecha agrícola no muestra un aumento tan relevante como para justificar una suba tan pronunciada de estas exportaciones.

En particular, se registró un fuerte aumento de las ventas de trigo, que estaría asociado a las modificaciones en la normativa de exportación de dicho grano realizadas en noviembre del año pasado, que alteraron los plazos máximos permitidos entre la inscripción de las operaciones en el registro de Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior (DJVE<sup>15</sup>) y el inicio del embarque. Este cambio implicó que las 7 millones de toneladas de trigo (sobre una producción estimada de 15,4 millones de toneladas) inscriptas durante las dos semanas de noviembre en que el registro de DJVE permaneció abierto debían embarcarse antes de marzo, provocando una concentración de los despachos en el primer bimestre del año.

Por otro lado, a comienzos de marzo el Gobierno Nacional dispuso una nueva modificación de las alícuotas de Derechos de Exportación (DE) de los principales productos agrícolas y agroindustriales que exporta el país<sup>16</sup>. La principal novedad del nuevo esquema es que introduce la utilización de alícuotas móviles, vinculadas en forma creciente a los precios FOB de referencia de los pro-

<sup>15</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>16</sup> Resolución MEyP N° 125/08, modificada por la Resolución MEyP N° 141/08.

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

Rubro	Primer bimestre					Contribución % a la var. i.a.
	millones de US\$		Variación % i.a.			
	2007	2008	Total	Precios	Cantidades	
Productos primarios	1.249	2.753	120,4	57	41	39,0
MOA	2.343	3.841	63,9	41	16	38,8
MOI	2.265	2.853	26,0	5	20	15,2
<i>MOI sin Material de transporte</i>	<i>1.730</i>	<i>2.100</i>	<i>21,4</i>			<i>9,6</i>
<i>Material de transporte</i>	<i>535</i>	<i>753</i>	<i>40,7</i>			<i>5,7</i>
Combustibles y energía	1.115	1.381	23,9	64	-24	6,9
<b>TOTAL</b>	<b>6.972</b>	<b>10.828</b>	<b>55,3</b>	<b>30</b>	<b>19</b>	<b>100,0</b>

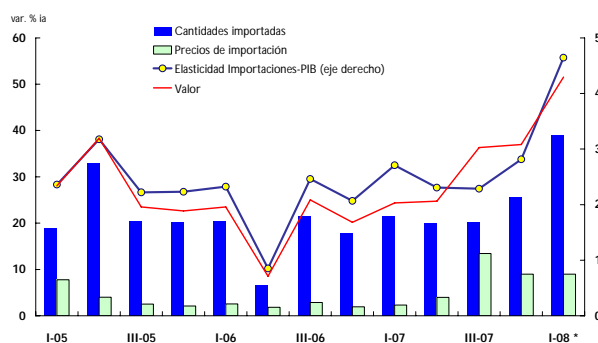
Fuente: INDEC

**Cuadro V.3**  
Alícuotas de Derechos de Exportación  
Productos Agrícolas  
(%)

Producto	Hasta el 10/11/07	Hasta el 13/03/08	Actual (a precios prom. de marzo)	Diferencia en puntos porcentuales	Actual (a precios 10% mayores)	Actual (a precios 10% menores)
Poroto de soja	27,5	35	44,0	9	47,4	40,6
Girasol	23,5	32	40,6	8,6	45,3	36,4
Trigo	20	28	27,3	-0,7	29,1	24,9
Maíz	20	25	24,3	-0,7	28,1	21,9
Aceite de soja	24	32	40,0	8	43,4	36,6
Aceite de girasol	20	30	36,6	6,6	41,3	32,4
Harina y Pellets de soja	24	32	40,0	8	43,4	36,6
Pellets de girasol	20	30	36,6	6,6	41,3	32,4

Fuente: Ministerio de Economía y Producción

**Gráfico V.8**  
Evolución de las Importaciones. Precios y Cantidades



Fuente: INDEC

\* Primer bimestre de 2008. Elasticidad estimada

ductos en cuestión (soja, girasol, maíz y trigo)<sup>17</sup>. Para los productos industrializados, la alícuota correspondiente se obtiene de sustraerle a la alícuota de la respectiva materia prima de 4 a 10 puntos porcentuales (p.p.) de acuerdo al producto. Las premezclas y la harina de trigo son gravados con una alícuota 10 p.p. inferior a la del trigo, y los aceites y *pellets* 4 p.p. menos que su respectiva materia prima. Considerando los precios promedio de marzo, el cambio implicó un alza de entre 6 y 9 p.p. en las alícuotas de las oleaginosas y sus derivados, en tanto que para el maíz y el trigo el porcentaje de DE resultante es levemente inferior al vigente anteriormente (ver Cuadro V.3).

Por otra parte, el conflicto agropecuario iniciado a principios de marzo provocó una serie de alteraciones en la comercialización y transporte de mercaderías. Ello afectó el desarrollo de las operaciones de exportación del sector, lo que se vería reflejado en las estadísticas de comercio exterior de marzo y abril, aunque aún resta determinar la magnitud del impacto. Aún así, este fenómeno generaría solamente un retraso transitorio de los embarques, sin afectar significativamente el volumen de ventas proyectado para 2008.

Las exportaciones de Combustibles y energía continúan exhibiendo un notable descenso de los volúmenes despachados (24% i.a. en el primer bimestre), en línea con lo que viene sucediendo desde 2003. No obstante, el fuerte aumento de la cotización internacional del petróleo, que se traslada a los demás productos energéticos, contrarrestó la disminución de las cantidades vendidas, permitiendo que las exportaciones del rubro mostraran un aumento en el comienzo del año. Por otra parte, en marzo se dispuso también una nueva modificación de las alícuotas de DE para los combustibles gaseosos<sup>18</sup>.

A diferencia de los demás rubros, el crecimiento de las exportaciones de Manufacturas de origen industrial (MOI) en el primer bimestre estuvo liderado por el alza de los volúmenes exportados (20% i.a.), con un aporte menor de aumento de precios (5% i.a.). Al igual que lo sucedido en 2007, las ventas externas de MOI continúan siendo impulsadas por el desempeño de las exportaciones automotrices (principalmente las destinadas a Brasil), que en los primeros dos meses de 2008 acumulan un

<sup>17</sup> La fórmula para el cálculo de las alícuotas es:  $d = \frac{VB + AM * (FOB - VC)}{FOB} * 100$  donde FOB es el precio FOB de la mercadería de referencia

informado por la SAGPyA, VC es el valor menor de cada uno de los rangos de precios contemplados para cada producto, VB es el valor básico (un monto en dólares creciente a medida que crece el rango de precios, tal que el cociente VB / FOB representa la ordenada al origen de la alícuota) y AM es la alícuota marginal que se carga al excedente de precios respecto del límite inferior del rango de precios FOB correspondiente.

<sup>18</sup> Por medio de la Resolución MEyP N° 127/08, se llevó a la tasa efectiva de DE para el gas natural de 31% a 50%, mientras que para un conjunto de otros hidrocarburos gaseosos se adoptó un esquema de alícuotas móviles en función del precio internacional, similar al utilizado para el petróleo crudo y sus derivados (Resolución MEyP N° 394/07), para los cuales existe un valor de corte que es el máximo precio neto de DE que puede recibir el exportador.

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

Uso Económico	Primer bimestre					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2007	2008	Total	Precio	Cantidad	
Bienes de capital	1.356	2.293	69,1	1	67	31,9
Equipo de transporte industrial	222	697	214,0			16,2
Otros bienes de capital	1.134	1.595	40,7			15,7
Bienes intermedios	2.102	3.144	49,6	26	19	35,4
Combustibles y lubricantes	203	225	10,8	31	-16	0,7
Piezas y acc. para bienes de capital	1.042	1.425	36,8	1	35	13,0
Bienes de consumo	657	974	48,2			10,8
Bienes de consumo durable	104	161	54,8	6	47	1,9
Vehículos automotores de pasajeros	364	606	66,5			8,2
Resto	17	15	-11,8	-	-	-0,1
<b>TOTAL</b>	<b>5.741</b>	<b>8.682</b>	<b>51,2</b>	<b>9</b>	<b>39</b>	<b>100,0</b>

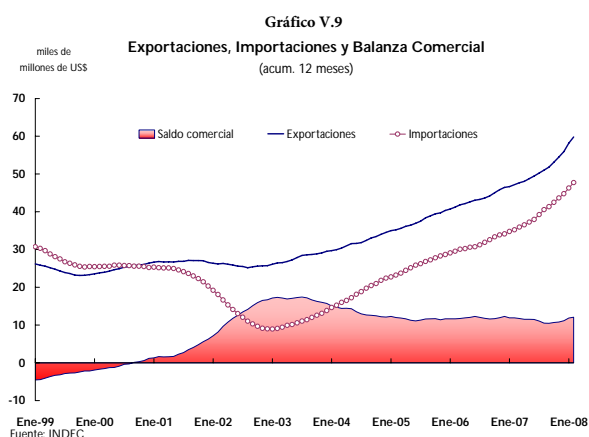
Fuente: INDEC

alza de 40,7% i.a.. Otros productos con una buena evolución son las máquinas y los productos químicos.

Al igual que las exportaciones, las importaciones de bienes también exhibieron una considerable aceleración mayor a la esperada en el inicio del año, en buena parte debido al aumento de las cantidades (39% i.a.). Aunque la suba es generalizada en todos los rubros, se destacan las compras de Bienes de capital, que acumularon un incremento de 69,1% i.a. en el primer bimestre, con un aporte mínimo de precios (ver Gráfico V.8 y Cuadro V.4). Las importaciones de Bienes de consumo y Vehículos automotores también crecen a un ritmo superior al del año pasado, principalmente debido al incremento de las cantidades. Los bienes de consumo durables presentan una tasa de expansión mayor al resto, en línea con lo observado en 2007.

Si bien los precios de importación crecen a un ritmo sustancialmente menor al de los precios de exportación, en los últimos meses muestran una aceleración. Los rubros con mayores subas de precios en lo que va del año son Bienes intermedios y Combustibles, que reflejan las crecientes cotizaciones del petróleo crudo y su consecuente traslado a una amplia gama de insumos, como materias primas plásticas y agroquímicos.

En 2008 se estima que las exportaciones se ubicarían por encima de US\$68.000 millones, exhibiendo un crecimiento de 20% interanual (i.a.). Las compras externas, en tanto, superarían US\$57.000 millones, con una elasticidad importaciones-PIB a precios constantes en torno a 3, el nivel más alto desde 2004. De esta forma, la balanza comercial de mercancías presentaría en el año un superávit superior a US\$11.000 millones, similar en términos nominales al registrado en 2007 (ver Gráfico V.9).



## V.3 Cuenta Capital y Financiera

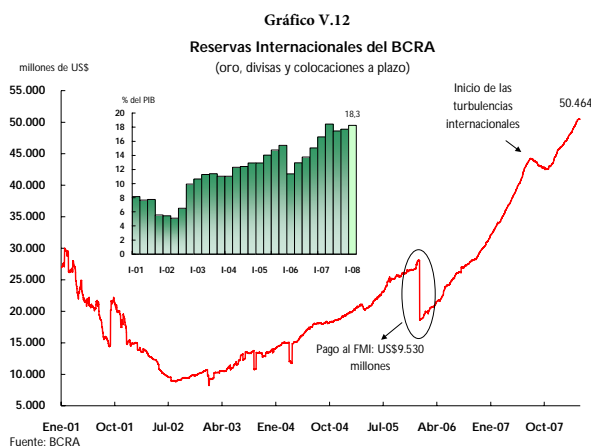
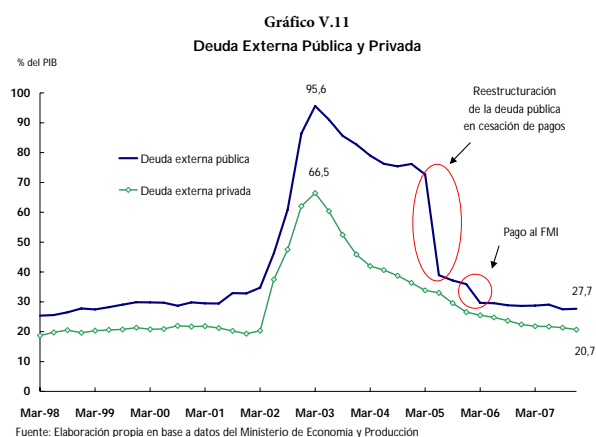
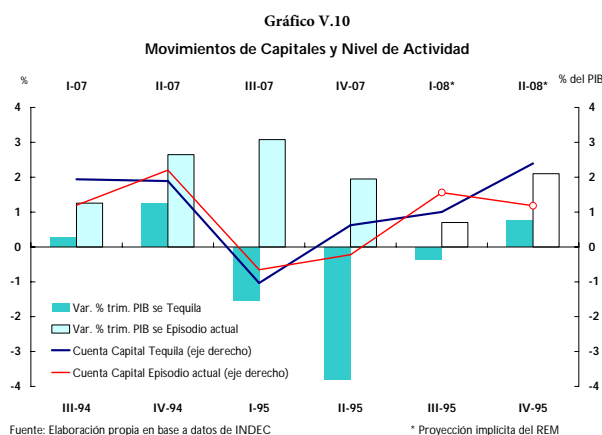
El episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales que se inició a finales de julio pasado, originado a partir del deterioro del mercado inmobiliario y la agudización de los problemas en el segmento de préstamos hipotecarios de baja calificación en EEUU, provocó una salida de capitales en los mercados emergentes. En nuestro país, este fenómeno se reflejó en el egreso neto de divisas de la Cuenta Financiera del sector privado en el segundo semestre de 2007, que resultó comparable con la ocurrida durante el “efecto Tequila” (ver Cuadro V.5 y Gráfico V.10). No obstante, a diferencia de lo ocurrido en aquella oportunidad, en esta ocasión la reversión de los flujos de capital tuvo un impacto reducido sobre el nivel de actividad, en parte debido al mejor grado de preparación de nuestro país para enfrentar condi-

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

	2005	2006	I-07	II-07	III-07	IV-07	2007	Var. 2007 / 2006
<b>Cuenta capital y financiera</b>	<b>3.424</b>	<b>-5.564</b>	<b>2.656</b>	<b>5.154</b>	<b>-1.610</b>	<b>-573</b>	<b>5.627</b>	<b>11.191</b>
Cta. capital y fin. (c/errores y omisiones)*	3.755	5.370	3.709	4.003	-1.606	-217	5.889	519
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	1,9	-2,6	4,8	7,6	-2,4	-0,8	2,2	4,8
<b>Cuenta capital</b>	<b>89</b>	<b>97</b>	<b>12</b>	<b>2</b>	<b>97</b>	<b>1</b>	<b>112</b>	<b>15</b>
Cuenta financiera	3.336	-5.661	2.644	5.152	-1.707	-574	5.515	11.176
Sector Bancario	-4.356	-10.521	350	-219	991	346	1.467	11.988
Sector Público no Financiero	3.380	3.132	799	991	-94	795	2.490	-641
Sector Privado no Financiero	4.311	1.728	1.496	4.380	-2.604	-1.715	1.557	-1.711
Errores y Omisiones Netos	331	1.403	1.053	-1.151	4	356	262	-1.141
<b>Variación de Reservas Internacionales</b>	<b>8.857</b>	<b>3.530</b>	<b>4.660</b>	<b>6.340</b>	<b>-842</b>	<b>2.941</b>	<b>13.098</b>	<b>9.568</b>

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

Fuente: INDEC



ciones externas adversas y a las políticas anticíclicas adoptadas (ver Sección VII). En efecto, la mayoría de los indicadores de sustentabilidad, como ser la Posición de Inversión Internacional o los ratios de deuda externa e importaciones con respecto a las Reservas, muestran actualmente una mejor situación que en el pasado.

Si bien el escenario financiero internacional se deterioró, en 2008 la Cuenta Capital y Financiera volvería a mostrar un ingreso neto. Buena parte del saldo estaría explicado por la cuenta del sector privado, vinculado a los préstamos financieros y a la entrada de Inversión Extranjera Directa (IED). Aunque desde niveles reducidos, ya en 2007 el ingreso de IED mostró un incremento, principalmente a partir de la segunda mitad del año, incluso durante las turbulencias externas. Adicionalmente, los datos preliminares de los primeros meses de 2008 revelan que dicha tendencia continúa. Por su parte, el saldo del sector público se mantendría en terreno positivo a causa de la colocación de títulos nacionales y provinciales a no residentes, que superarían las amortizaciones previstas. No obstante las perspectivas favorables en relación al ingreso de capitales, existe el riesgo de un deterioro del contexto internacional, que aumentaría la volatilidad en los flujos de capitales hacia los países emergentes (ver Sección II).

Por otra parte, la deuda externa terminó 2007 en un nivel de US\$123.197 millones, alrededor de US\$3.000 millones por encima del registro de fin de septiembre. Con respecto a fines de 2006, el aumento fue cercano a US\$14.500 millones, y se debió principalmente al incremento del endeudamiento externo del sector público. Si bien en términos nominales la deuda externa mostró un incremento a lo largo de 2007, en relación al Producto continuó la trayectoria descendente iniciada en 2003, ubicándose actualmente en 48,4% del PIB (ver Gráfico V.11).

## V.4 Reservas Internacionales

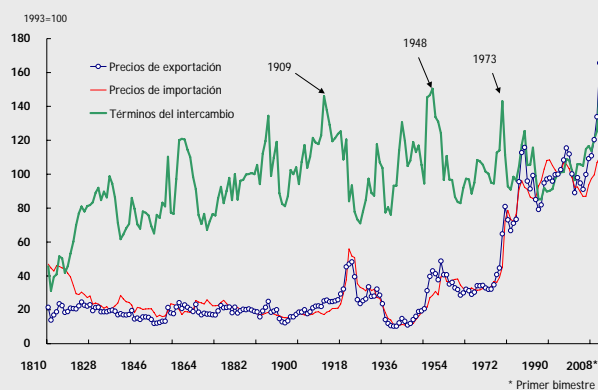
En el cuarto trimestre de 2007 se retomó el proceso de acumulación prudencial de Reservas Internacionales, interrumpido transitoriamente en el tercer trimestre a raíz de la intervención del BCRA en el mercado cambiario para moderar los efectos de las turbulencias financieras internacionales en la plaza local. Este proceso continuó durante el primer trimestre de 2008, superándose por primera vez los US\$50.000 millones durante marzo (ver Gráfico V.12). Actualmente las Reservas representan 18,3% del PIB, nivel próximo al récord alcanzado a mediados de 2007 y sustancialmente superior al máximo precrisis de 9,8% logrado a mediados de 2000.



## Apartado 3 / La suba reciente de los términos del intercambio

Impulsados en gran medida por el avance de los precios de exportación, en los últimos cinco años se registró una fuerte mejora de los Términos del Intercambio (TI), hasta niveles históricamente elevados. Sin embargo, la intensidad de la actual fase ascendente no difiere demasiado de otros periodos de la historia económica argentina. Asimismo, en una comparación regional se observan países en los cuales el alza reciente de los TI ha resultado más pronunciada, con un impacto sobre el resultado comercial aún mayor que en nuestra economía.

Gráfico N° 1 | Argentina. Términos del Intercambio



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y "Dos siglos de economía argentina"

Analizando lo ocurrido a lo largo de los últimos cien años, se observa que los TI habían alcanzado niveles similares a los actuales a fines de la primera década del siglo XX, en la segunda posguerra y durante la primera crisis del petróleo, a comienzos de los setenta. Dichos picos se correspondieron con situaciones excepcionales que no se mantuvieron en el tiempo (ver Gráfico N° 1).

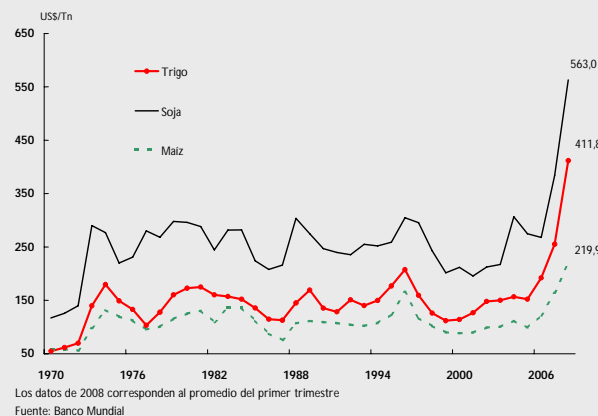
En la actual fase expansiva de los TI, los precios internacionales de las materias primas exhibieron un considerable avance, motivado por un conjunto de factores de diversa índole. Entre las causas de largo plazo se destacan el incremento de la demanda de granos para la elaboración de biocombustibles y el notable crecimiento de la riqueza de países emergentes, liderados por China e India, que genera una mayor expansión del consumo de productos primarios (alimentos, metales y energía). Como factores de mediano plazo se pueden mencionar las bajas relaciones *stock* / consumo que presentan los principales productos agrícolas y la generalización de diversas medidas de política económica que afectan el intercambio internacional de estos bienes (restricciones al comercio en los países exportadores y subsidios o bajas de impuestos en los países compradores). Por último, existen algunos factores de corto plazo que contribuyen al sostenimiento de los precios en niveles elevados, a la vez que incrementan la volatilidad de las cotizaciones, como ser una serie de problemas climáticos en determinadas regiones productoras y la entrada de

fondos especulativos a los mercados de futuros de *commodities*.

En el caso de las materias primas agrícolas, el actual ciclo alcista ha llevado las cotizaciones de dichos productos a niveles récord de las últimas décadas en términos nominales (ver Gráfico N° 2). En este contexto, los principales productos de exportación de nuestro país exhibieron importantes alzas de precios entre 2002 y 2007: trigo (72%), maíz (54%), soja (60%), aceites (66%), subproductos oleaginosos (39%) y petróleo crudo (174%).

Por otra parte, la notable expansión de la producción manufacturera en el este asiático contribuyó a contener los precios de algunos de los productos industriales adquiridos externamente por nuestro país, observándose desde 2002 una caída en el valor de los bienes de capital y sus piezas y accesorios. En conjunto, los precios de importación experimentaron durante el último lustro una suba más moderada que la de los precios de exportación. El aumento de los precios de las compras externas respondió en gran medida a los aumentos de los combustibles y los bienes intermedios, muchos de los cuales son derivados del petróleo o intensivos en energía y que por lo tanto acompañaron la escalada del precio del crudo.

Gráfico N° 2 | Precio Internacional de los Principales Granos



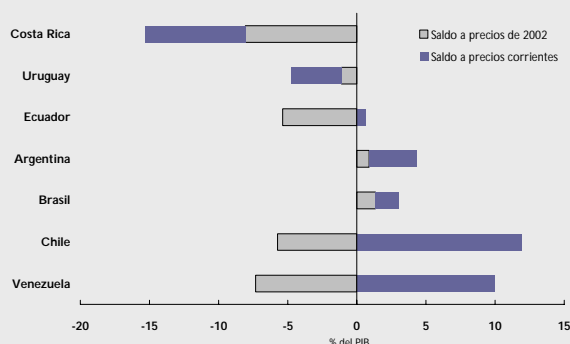
La sostenida mejora de los TI favoreció la generación de parte del excedente comercial del país en los últimos años. Durante 2007 la balanza comercial de mercancías mostró un saldo positivo de US\$11.154 millones (4,4% del PIB), alcanzándose el octavo año consecutivo con superávit. Si durante 2007 se hubiesen registrado los precios promedio de 2002, el resultado habría sido de alrededor US\$2.300 millones, mientras que con las cotizaciones de 1999, año en que los TI alcanzaron el míni-

mo de los últimos quince años, la balanza comercial habría exhibido un déficit cercano a US\$900 millones<sup>19</sup>.

Si bien la mejora de los TI es importante para nuestro país, el efecto no resulta tan significativo como para otras economías de la región. En particular, dos de los países de Latinoamérica más beneficiados por el fuerte alza de los precios de exportación fueron Chile y Venezuela. En ambos casos, la elevada concentración de la estructura exportadora en torno a determinados productos básicos que tuvieron fuertes aumentos de sus cotizaciones (el petróleo en el caso venezolano y el cobre en el caso chileno) les permitieron aprovechar ampliamente la coyuntura externa y dieron lugar a ganancias del intercambio que, medidas en términos del PIB, superan holgadamente la observada en nuestro país. Por otro lado, en algunos países como Costa Rica y Uruguay, la trayectoria de los TI fue declinante durante los últimos cinco años, provocando así un deterioro del resultado comercial (ver Gráfico N° 3).

En síntesis, nuestro país enfrenta una coyuntura favorable en relación a los altos niveles de TI, donde los precios de los principales productos de exportación presentan fundamentos sólidos. Sin embargo, como enseña la historia económica, este tipo de contexto no está exento de riesgos, que pueden surgir de la volatilidad de la cotización del dólar y afectar los precios de los *commodities*. Adicionalmente, las actuales condiciones del escenario internacional generan incentivos para la adopción de políticas proteccionistas por parte de algunos países, tanto exportadores como importadores, que se enfrentan a las tensiones entre el consumo interno y las exportaciones.

Gráfico N° 3 | Saldo Comercial de Países Latinoamericanos  
(2007)



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

<sup>19</sup> Cabe aclarar que este tipo de comparación surge de un ejercicio estático, que consiste en valuar las cantidades despachadas y compradas a los precios de un año determinado, y no tiene en cuenta el efecto de los movimientos de precios sobre la evolución de las cantidades exportadas e importadas.



## VI. Finanzas Públicas

### VI.1 Síntesis

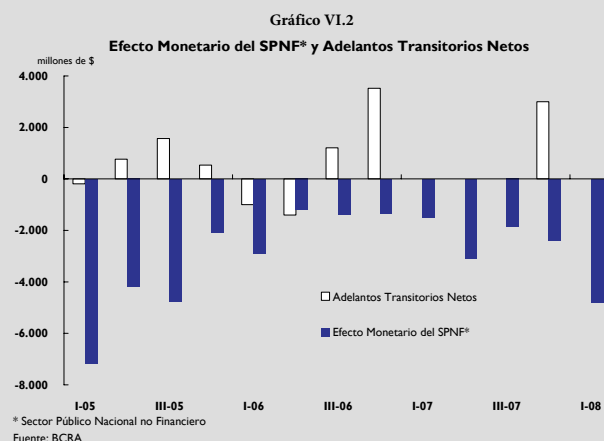
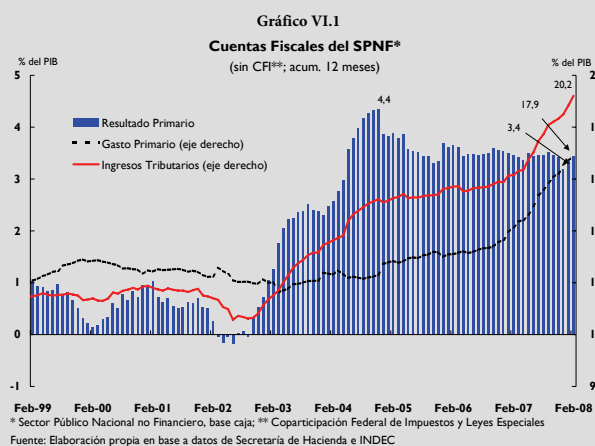
Las cuentas públicas nacionales continúan exhibiendo un resultado primario superavitario impulsado por el crecimiento de los ingresos, al tiempo que el gasto primario moderó su ritmo de aumento. En este marco, el superávit primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) acumuló en los dos primeros meses del año \$6.568 millones, monto 82% superior al registrado en igual período de 2007, y el resultado financiero sumó \$3.967 millones.

Durante el primer trimestre, la Recaudación Tributaria Nacional se elevó 41% interanual (i.a.) en términos nominales, representando cerca de 25% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses, impulsada principalmente por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los Derechos de Exportación y los recursos de la Seguridad Social (que no consideran los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional), que en conjunto explicaron 69% del alza interanual. En lo que va del año se consolidó el aporte de los derechos que gravan las ventas externas, implicando un cambio en el patrón de los tributos que impulsan el crecimiento de la recaudación, debido principalmente a los aumentos de alícuotas de los Derechos de Exportación y al dinámico desempeño de las exportaciones.

Por su parte, el gasto primario mostró una desaceleración en su tasa de crecimiento interanual en el primer bimestre de 2008 respecto de todo 2007, principalmente debido a la evolución del gasto previsional dado el menor impacto interanual de la Moratoria Previsional. De esta forma, el gasto primario registró un crecimiento inferior al de los ingresos, a diferencia de lo observado en todo 2007.

Dada la reciente evolución de los ingresos y gastos, se prevé que el superávit primario del SPNF supere este año la pauta del Presupuesto Nacional 2008 (3,15% del PIB), por encima de la estimación incluida en el **Informe de Inflación** anterior. Así, el resultado primario se recuperaría en términos del Producto, luego de descender durante tres años consecutivos desde el 3,9% alcanzado en 2004.

En un trimestre con un escenario internacional más volátil, el elevado nivel de superávit primario del Tesoro Nacional (TN), sumado al prefinanciamiento logrado en 2007, permitió que no fuera necesario realizar colocaciones de deuda en los mercados. Tampoco se verificaron desembolsos de Organismos Internacionales a la Tesorería General de la Nación, no se hizo uso neto de Adelantos Transitorios del BCRA, mientras que el financiamiento neto Intra-Sector Público aumentó \$300 millones. Así, el Sector Público generó una contracción sobre la base monetaria mayor a la prevista en el Programa Monetario 2008 (PM 2008). Para lo que resta del año, la suma del financiamiento de diversas obras públicas y de las demás necesidades financieras del TN requerirían nuevas colocaciones de deuda. Sin embargo, teniendo en cuenta el superávit fiscal previsto, las disponibilidades del Gobierno Nacional y la posibilidad de realizar nuevas emisiones en el mercado interno, se prevé que el financiamiento de las necesidades del Sector Público no presenten mayores dificultades.



## VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

### Ingresos

En el primer trimestre la Recaudación Tributaria Nacional continuó creciendo en términos nominales, siendo cada vez más relevante la contribución de los Derechos de Exportación, dado el crecimiento de las ventas externas y los incrementos de alícuotas sobre los principales productos de exportación. En efecto, entre enero y marzo, la recaudación subió 41% interanual (i.a.) en términos nominales, impulsada principalmente por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los Derechos de Exportación (DE) y los recursos de la Seguridad Social<sup>20</sup>, que en conjunto explicaron 69% del alza. No obstante, en los últimos trimestres la suba de la recaudación deflactada por el Índice de Precios Implícitos del PIB se estabilizó en torno a 16,5% i.a. (ver Cuadro VI.1 y Gráfico VI.3).

Los recursos asociados al IVA<sup>21</sup> siguieron creciendo, con lo que resultó la principal fuente de aporte al crecimiento de la recaudación durante el primer trimestre (29%). Así, el IVA se elevó 37% i.a. luego de crecer 33% i.a. en todo 2007, en un escenario de expansión del Consumo Privado, para representar cerca de 7,8% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses. En el resto de 2008 se espera que aumente levemente la participación del tributo en términos del Producto, alentado por el Consumo Privado en términos nominales (ver Gráfico VI.4).

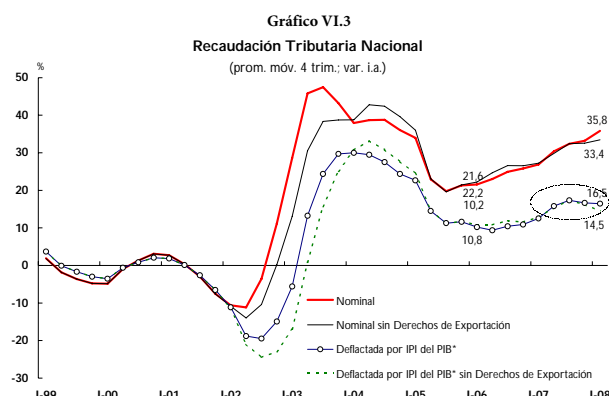
Los DE se incrementaron 111% respecto de igual período de 2007 en el primer trimestre del año y aportaron 24% al crecimiento nominal interanual de la recaudación, convirtiéndose en el tributo más dinámico. Este comportamiento se dio en el marco del aumento de las exportaciones, el incremento de las alícuotas de los principales productos de exportación realizado en noviembre de 2007 y la posterior implementación de un sistema de derechos móviles sobre ciertas exportaciones agrícolas y agroindustriales a partir de marzo de 2008, que significó un aumento promedio estimado en 5,5 puntos porcentuales (p.p.) respecto de la estructura de alícuotas anterior<sup>22</sup> (ver Sección V).

Considerando las proyecciones de exportaciones y el efecto de la aplicación del sistema de alícuotas vigente, se estima que los DE continuarán creciendo en lo que queda de 2008, aunque a un ritmo menor al observado en el primer bimestre del año, representando 3,6% del Pro-

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

Impuesto	Acum. a Marzo		Diferencia		Contrib. Acum. %
	2007 (A)	2008 (B)	Absoluta (B)-(A)	% (B)/(A)-1	
Ganancias	8.227	10.793	2.566	31,2	14,9
IVA Total (1)=(2)+(3)	14.597	19.675	5.079	34,8	
IVA DGI (2)	9.027	11.871	2.844	31,5	
IVA DGA (3)	5.570	7.804	2.234	40,1	
Devoluciones de IVA (4)	1.200	1.275	75	6,3	
IVA (5)=(1)-(4)	13.397	18.400	5.003	37,3	29,1
Ganancia Mínima Presunta	278	297	19	6,9	0,1
Bienes Personales	228	259	31	13,7	0,2
Derechos de Importación	1.452	2.029	590	40,7	3,4
Derechos de Exportación	3.768	7.940	4.173	110,7	24,3
Combustibles	1.473	2.257	784	53,2	4,6
Internos	1.129	1.355	226	20,1	1,3
Seguridad Social	8.616	11.350	2.734	31,7	15,9
Créditos y Débitos en Ctas. Bancarias	3.214	4.359	1.145	35,6	6,7
Otros	54	-17	-71	-131,5	-0,4
<b>TOTAL (sin capitalización)</b>	<b>41.836</b>	<b>59.023</b>	<b>17.187</b>	<b>41,1</b>	

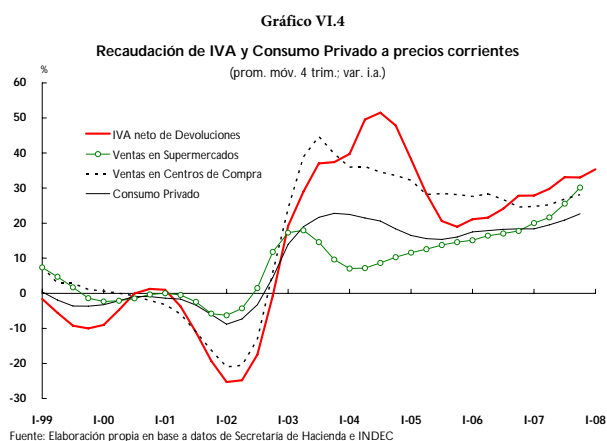
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda



<sup>20</sup> Excluye los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional 2007.

<sup>21</sup> Neto de devoluciones.

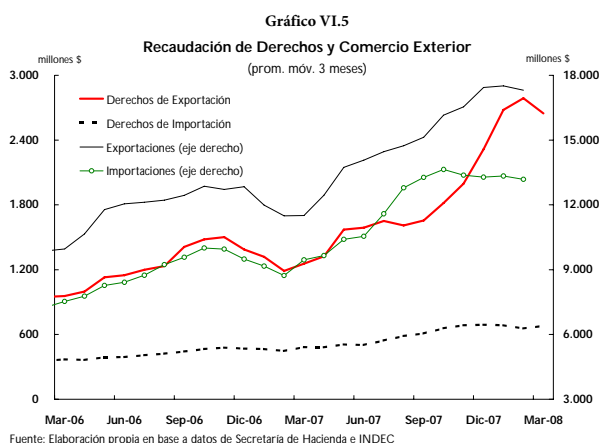
<sup>22</sup> La estructura anterior estuvo vigente desde el 10 de noviembre de 2007. Ver Resoluciones N° 368/2007 y N° 369/2007 del Ministerio de Economía y Producción.



ducto, 1,1 p.p. por encima de lo recaudado en 2007. De acuerdo a estimaciones del Gobierno Nacional, la reforma implicará una recaudación adicional de \$3.900 millones en 2008 (0,4% del PIB). En tanto, los Derechos de Importación subieron 40% i.a. en términos nominales, por encima de la suba exhibida en 2007 (37% i.a.), impulsados por las mayores compras externas en un contexto de expansión de la economía (ver Gráfico VI.5).

Los recursos de la Seguridad Social disminuyeron su ritmo de crecimiento por efecto del menor impacto interanual de la Moratoria Previsional<sup>23</sup>. No obstante, los ingresos previsionales crecieron 32% i.a., impulsados, entre otros factores, por los aportes que comenzaron a ingresar a partir de febrero del presente año de los afiliados que optaron voluntariamente por el traspaso desde el Sistema de Capitalización al Régimen de Reparto, en el marco de la Reforma Previsional 2007<sup>24</sup>. Para lo que resta de 2008, este efecto, sumado al aumento en los salarios y en el empleo formal (ver Sección IV), permitiría sostener el desempeño positivo de los ingresos de la Seguridad Social, aunque se prevé una variación interanual menor a la verificada durante 2007.

Los ingresos del Impuesto a las Ganancias subieron 31% i.a. en el primer trimestre, luego de aumentar 28% i.a. en 2007, lo que representa 5,2% del PIB en los últimos 12 meses (ver Gráfico VI.6). Este comportamiento respondió a los mayores anticipos de sociedades por el incremento del impuesto determinado de las empresas. Asimismo, en el marco del crecimiento de la actividad económica y del aumento de la remuneración imponible, se generaron mayores ingresos por retenciones a personas físicas. En 2008, se prevé un incremento interanual en términos del Producto, consistente con la proyección de la actividad económica y de suba de las remuneraciones. Asimismo, a partir de mayo podría observarse la incidencia de las menores deducciones por quebrantos empresariales, ya que se dejarán de considerar, para la determinación del impuesto, las significativas pérdidas declaradas durante la crisis del año 2002. No obstante, no se descarta que se actualicen nuevamente los montos de las deducciones y los porcentajes de reducciones a las deducciones para la determinación del Impuesto a las Ganancias para personas físicas y sucesiones indivisas.



Los recursos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) se elevaron 36% i.a. en términos nominales en el primer trimestre del año, impulsados por el aumento de las transacciones bancarias gra-

<sup>23</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 realizaron los aportes necesarios, se implementó mediante las Leyes N° 24.476/1995, N° 25.865/2004 y N° 25.994/2004 y benefició a más de 1.200.000 adultos mayores.

<sup>24</sup> Artículo 14°, Ley N° 26.222.

vadas. Así, la recaudación diaria promedio del tributo alcanzó \$71 millones en lo que va del año, exhibiendo una suba interanual de \$21 millones.

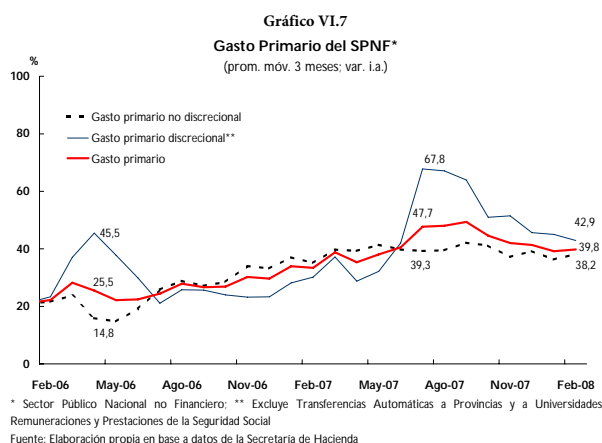
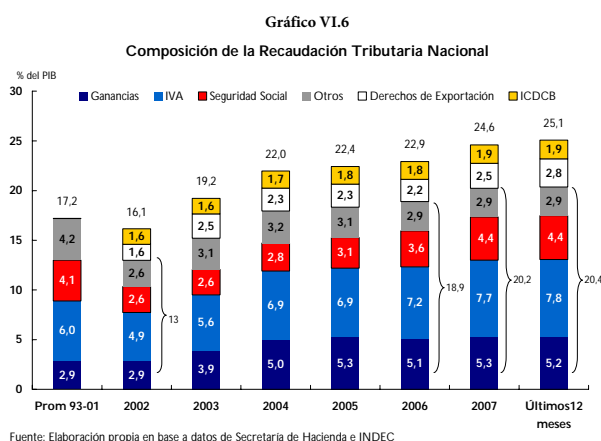
Entre otros recursos tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), en febrero se verificó el ingreso extraordinario, en el marco de la Reforma Previsional, de \$363 millones. Así, en línea con lo estimado en el anterior **Informe de Inflación**, los recursos extraordinarios serían considerablemente menores a los registrados en 2007 (\$7.814 millones, 1% del PIB) e involucrarían sólo a 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. Por otra parte, dentro de los recursos no tributarios, se destacó el ingreso de \$1.000 millones asociado al anticipo de utilidades del BCRA al Tesoro Nacional (TN)<sup>25</sup>.

Con todo, se estima que en 2008 la recaudación mantendría la tendencia ascendente, alcanzando un nuevo récord al superar 26,5% del PIB, aproximadamente 2 p.p. adicionales a lo registrado en 2007.

## Gasto y Resultado

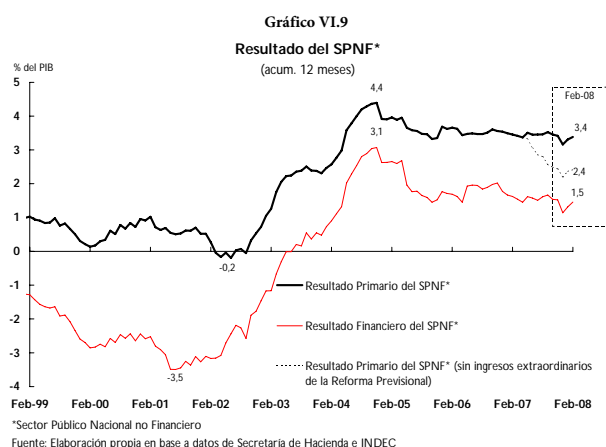
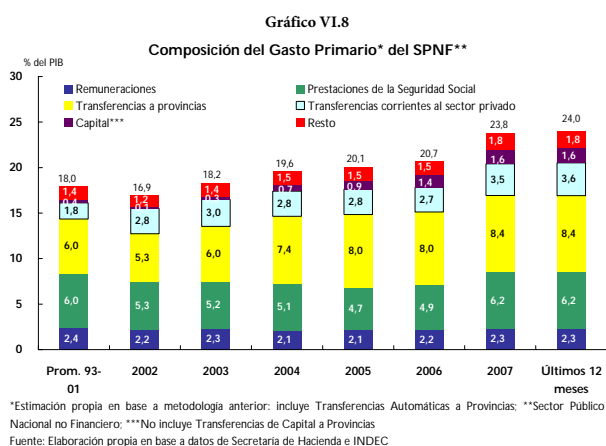
En el primer bimestre de 2008 el gasto primario continuó creciendo a tasas cercanas a 40% i.a., para mostrar una desaceleración en el ritmo de incremento nominal respecto de todo el año anterior (48% i.a.), y exhibir un aumento inferior al de los ingresos, a diferencia de lo observado en 2007. La merma en el crecimiento de las erogaciones primarias respondió a la moderación del gasto no discrecional<sup>26</sup>, principalmente debido al menor impacto interanual de los pagos previsionales asociados a la Moratoria Previsional. Sin embargo, el gasto discrecional, en particular las Transferencias al Sector Privado, creció a tasas similares a las evidenciadas el año pasado (en torno a 60% i.a.). No obstante, se observa desde el último semestre de 2007 una tendencia a la disminución en el ritmo de crecimiento interanual del gasto discrecional, luego de alcanzar un máximo en julio de 2007, cuando se expandió 89% i.a. (ver Gráfico VI.7).

Las Prestaciones de la Seguridad Social mostraron una desaceleración durante los dos primeros meses del año, dado el menor impacto interanual de las erogaciones originadas principalmente por la Moratoria Previsional. En efecto, los gastos destinados a la Seguridad Social crecieron 32% i.a. en el primer bimestre del año luego de subir 57% i.a. en todo 2007 (ver Gráfico VI.8). Sin em-



<sup>25</sup> Durante el año 2007, el BCRA transfirió utilidades al TN en febrero por \$1.000 millones y en marzo por \$150 millones. El Presupuesto Nacional 2008 (PN -08) contempla transferencias de utilidades por \$1.450 millones en todo 2008.

<sup>26</sup> El gasto no discrecional contempla los principales rubros de erogaciones que poseen una dinámica propia: Transferencias Automáticas a Provincias y a Universidades, Remuneraciones y Prestaciones de la Seguridad Social.



bargo, el reciente anuncio de las medidas de aumento de los haberes previsionales de 7,5% en marzo y 7,5% en julio<sup>27</sup> dinamizaría nuevamente este componente no discrecional del gasto primario. La medida alcanzaría a 5,6 millones de beneficiarios y, según el Gobierno, tendría un costo fiscal anual estimado en algo más de \$4.900 millones. Así, la jubilación mínima mensual ascendió a \$655 a partir de marzo de 2008 y llegaría a \$690 en julio. Por su parte, las remuneraciones del SPNF subieron 34% i.a. en lo que va del año, respondiendo principalmente al impacto interanual de los incrementos salariales en el Sector Público otorgados durante 2007. Considerando las medidas adoptadas, se espera que el gasto primario no discrecional continúe con la tendencia evidenciada en los primeros meses del año, creciendo a un ritmo menor que en 2007. No obstante, no se descarta que durante el transcurso del presente año se realicen ajustes en las remuneraciones de los empleados públicos que impactarían sobre la trayectoria de este tipo de gasto.

Por su parte, el gasto discrecional aumentó 44% i.a. entre enero y febrero, impulsado principalmente por las Transferencias al Sector Privado. En efecto, los subsidios crecieron aproximadamente 61% i.a., en línea con el comportamiento exhibido durante todo 2007. A su vez, la Inversión Real Directa (IRD) aumentó 63% i.a., impulsada por obras viales y de saneamiento. En lo referente a las transferencias no automáticas a las provincias se observó una reducción de las destinadas a gastos corrientes (-17% i.a.), compensada por la suba de los giros de capital (9% i.a.), modificándose el patrón de comportamiento exhibido en estos rubros durante 2007. Se prevé, para lo que resta del año, que el gasto discrecional continúe creciendo a tasas elevadas, aunque inferiores a las registradas durante el año anterior.

Dada la evolución de los ingresos y gastos registrada en lo que va de 2008, sumado el efecto de las medidas conocidas, se prevé que este año el superávit primario supere la pauta en términos del Producto establecida en el PN-08 (3,15% del PIB<sup>28</sup>), manteniéndose en niveles históricamente elevados (ver Gráfico VI.9). Adicionalmente, el resultado financiero del SPNF sería superior a 1,5% del PIB, en línea con lo registrado en 2007. Así, el superávit primario y financiero consolidado (Nación y Provincias) sería superior, en términos del PIB, a 3% y 1%, respectivamente, aunque dependerá mayormente de la evolución de los salarios en el nivel subnacional.

El elevado nivel de superávit primario del TN, sumado al prefinanciamiento alcanzado en 2007, permitió que no

<sup>27</sup> Decreto N° 279/2008.

<sup>28</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 2007 / 2008

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>2007</b>					
En dólares					
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>			
En Pesos					
BONAR ARG \$ V	07-Jun-07	1.500	95,6	11,7	-
<b>Total en pesos 2007</b>		<b>1.500</b>			
<b>2008</b>					
En Pesos					
BONAR \$ 2013	04-Abr-08	867	95,5	13,3	-
<b>Total en pesos 2008</b>		<b>867</b>			

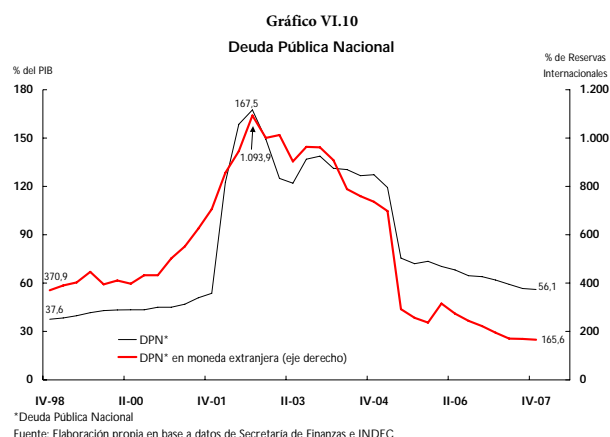
(1) Valor nominal en millones, en moneda de origen; (2) En %; (3) En puntos básicos  
(\*) Colocaciones directas a la República Bolivariana de Venezuela; (\*\*) Colocaciones directas a la Administración Nacional de la Seguridad Social -ANSES-  
Fuente: Secretaría de Finanzas

fuera necesario realizar colocaciones de deuda en los mercados, en un trimestre en el que se destacó un escenario internacional volátil. Tampoco se verificaron desembolsos de Organismos Internacionales al TN, no se hizo uso neto de Adelantos Transitorios del BCRA, mientras que el financiamiento neto Intra-Sector Público subió \$300 millones. Por su parte, el TN compró dólares en el mercado para atender los diversos vencimientos en moneda extranjera. Así, en el primer trimestre de 2008 el Sector Público continuó siendo factor de contracción de la Base Monetaria, en un contexto en que el resultado primario alcanzó para cubrir los intereses y parte de las amortizaciones de deuda.

A principios de abril se autorizó la emisión por Valor Nominal Original (VNO) \$5.000 millones de un nuevo instrumento denominado en pesos<sup>29</sup> y a tasa variable, licitándose VNO \$867 millones, con un rendimiento informado por el Gobierno de 13,3%<sup>30</sup> (ver Cuadro VI.2).

Para el resto del año, la suma del financiamiento de obras públicas y otras necesidades financieras del TN requerirán nuevas colocaciones de deuda. Sin embargo, considerando el superávit fiscal previsto, las disponibilidades del Gobierno y la posibilidad de realizar nuevas emisiones en el mercado interno, no se prevén dificultades en la atención de las necesidades del Sector Público.

Por su parte, la Deuda Pública Nacional (DPN) totalizó US\$144.729 millones<sup>31</sup> en 2007, representando 56,1% del PIB, una caída durante el año de 7,8 p.p. Sin embargo, en términos nominales subió US\$8.003 millones (5,9%) en relación con el saldo de fines de 2006. El incremento se explicó principalmente por el aumento del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER; US\$4.580 millones), la consolidación de deudas (US\$1.104 millones) y la capitalización de intereses (US\$1.088 millones; ver Gráfico VI.10).



<sup>29</sup> Resolución Conjunta de la Secretaría de Hacienda y Secretaría de Finanzas N° 61/2008 y N° 17/2008, respectivamente. El instrumento emitido denominado BONAR \$ 2013, amortiza íntegramente en el año 2013 y paga trimestralmente intereses a partir de julio de 2008.

<sup>30</sup> No obstante, el cálculo se efectuó en base a la tasa *Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate* (BADLAR) fijada para el primer cupón, equivalente a 8,51%, pudiendo variar en el futuro en función de la evolución de la tasa BADLAR.

<sup>31</sup> Cabe destacar que 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.



## VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

### VII.1 Síntesis

Las políticas monetarias y financieras implementadas por el Banco Central desde el comienzo de la crisis internacional han venido rindiendo sus frutos, y en los mercados locales las variables se consolidaron en un sendero estable durante el primer trimestre de 2008. En este marco, el Banco Central cumplió con sus metas monetarias por décimo noveno trimestre consecutivo y el M2 total registró un saldo promedio de \$149.800 millones en marzo, casi \$1.000 millones por debajo del escenario central del Programa Monetario (PM 2008).

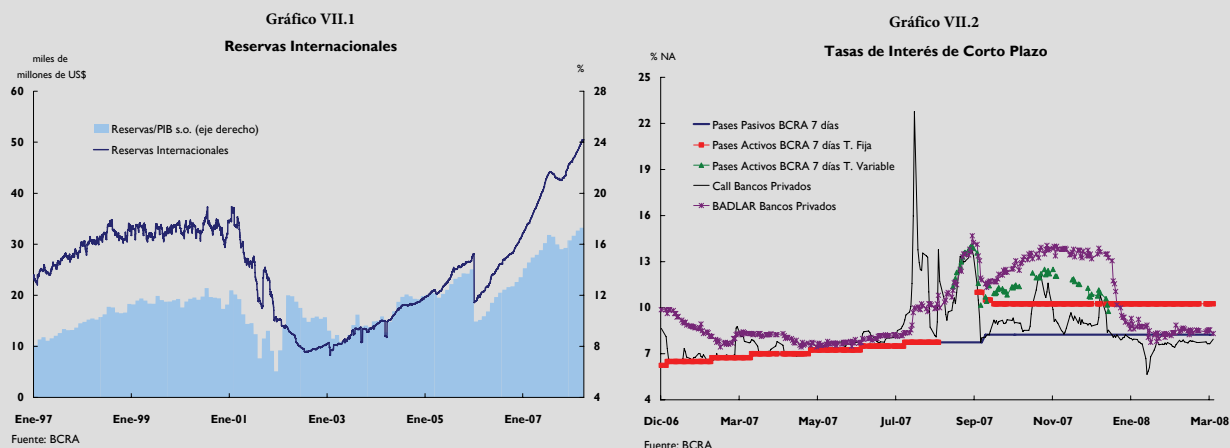
En marzo, el crecimiento interanual del M2 fue 18,2%, ubicándose nuevamente por debajo del proyectado para el PIB nominal. Los depósitos a la vista del sector privado y el circulante en poder del público desaceleraron en el trimestre su ritmo de crecimiento y éste último, en particular, acumula una caída de su tasa de crecimiento anual de 7 puntos porcentuales (p.p.) respecto a julio de 2007, cuando comenzara el período de mayor turbulencia internacional.

El agregado en pesos más amplio, M3 (que incluye el total de depósitos en pesos y el circulante en poder del público), aumentó en el trimestre \$14.000 millones (5,8%). El crecimiento de los depósitos a plazo explicó alrededor de 90% (\$12.300 millones) del incremento trimestral del M3, proporción que estuvo muy por encima de la que se registró durante los años anteriores en el mismo período: 50% en 2006 y 70% en 2007. El sector privado aumentó sus saldos de depósitos a plazo en pesos en \$6.000 millones (11,2%) en el trimestre, habiéndose registrado el crecimiento tanto entre las familias como entre las empresas. Por su parte, el sector público continuó mejorando la gestión de su liquidez al dirigir una parte importante de sus recursos excedentes hacia depósitos a plazo y, asimismo, tuvo una importante participación en el mercado cambiario, al comprar divisas. En efecto, en el primer cuarto de 2008 la Tesorería compró US\$1.509 millones, una de las cifras trimestrales históricamente más elevadas.

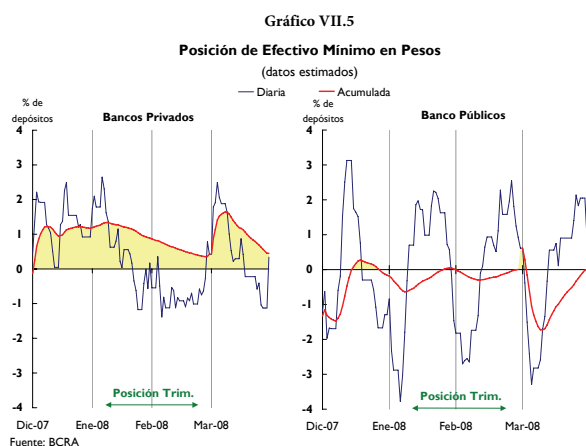
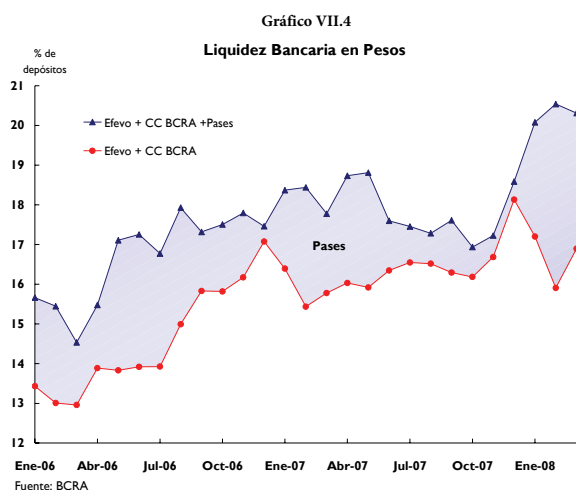
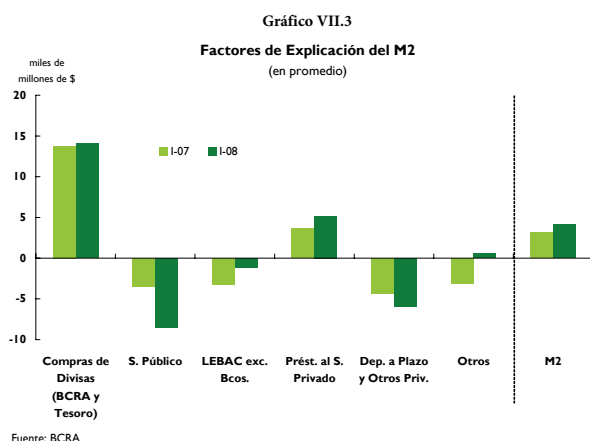
En el primer trimestre del año los préstamos al sector privado (en pesos y en moneda extranjera) continuaron mostrando un notable desempeño y el stock registró un incremento de \$6.800 millones (6,3%), para acumular en los últimos 12 meses un crecimiento de 40,2%. A su vez, las tasas de interés aplicadas en las distintas líneas, si bien mostraron movimientos disímiles, en general se mantuvieron relativamente estables.

Las tasas de interés de corto plazo del mercado monetario se redujeron a lo largo del primer trimestre alcanzando niveles similares o incluso inferiores a los vigentes doce meses atrás. En particular, la tasa de interés Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate (BADLAR) pagada por bancos privados -sobre depósitos de monto importante- registró una caída de 3,9 p.p. respecto al trimestre anterior para quedar en un promedio trimestral de 9,3% anual.

El BCRA continuó con su política prudencial de acumulación de reservas internacionales, lo que le permitió que éstas alcanzaran en marzo los US\$50.464 millones.







## VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

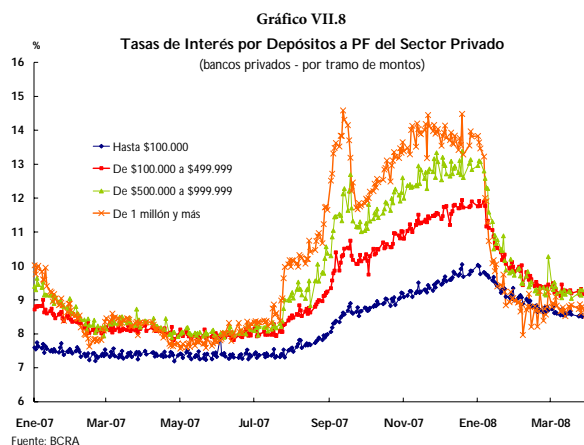
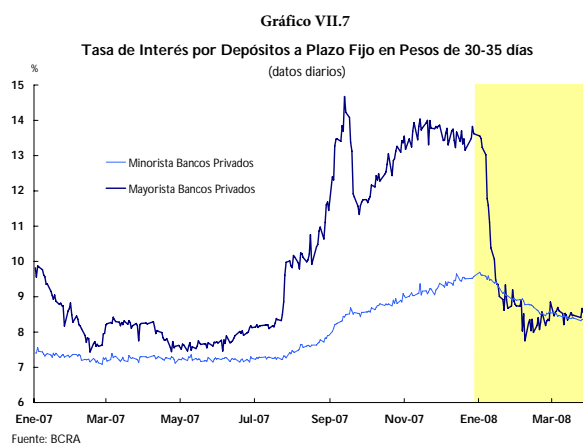
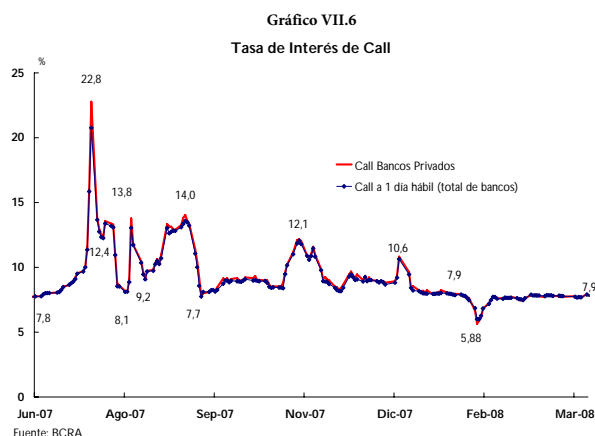
La oportuna respuesta del Banco Central frente al aumento de la incertidumbre en un contexto financiero internacional turbulento, que se inició a mediados de 2007 y se profundizó en los primeros meses de este año, se reflejó en la consolidación de un sendero estable para las variables monetarias en el primer trimestre de 2008. La flexibilidad de la política monetaria en aquellos momentos de gran volatilidad redujo el riesgo macroeconómico y permitió minimizar el impacto de la crisis internacional en los mercados monetario y financiero locales.

En este contexto, en marzo de 2008 el Banco Central cumplió por décimo noveno trimestre consecutivo sus metas monetarias. El saldo promedio de los medios de pago M2 fue \$149.800 millones y estuvo aproximadamente \$1.000 millones por debajo del escenario base proyectado en el Programa Monetario (PM 2008). El crecimiento interanual del M2, que se ubicó en 18,2%, habría sido inferior al del Producto nominal. De esta forma, quedó demostrado nuevamente el firme compromiso del Banco Central en controlar el crecimiento de los agregados monetarios.

Entre los componentes del M2, el circulante en poder del público fue el que experimentó mayor desaceleración en el trimestre, continuando con la tendencia que comenzara a mostrar a mediados de 2007. En marzo, éste último crecía a una tasa anual 7 puntos porcentuales (p.p.) menor a la que registraba en julio del año pasado.

Al igual que en el primer trimestre de 2007, durante los primeros tres meses de 2008 la demanda de medios de pago fue abastecida con la expansión monetaria generada mediante las compras de las divisas excedentes del mercado de cambios y a través del incremento del crédito al sector privado, que en lo que va del año continúa mostrando un buen desempeño (ver Gráfico VII.3). Por otra parte, el aumento de los depósitos a plazo constituyó un factor de absorción del M2 en el trimestre. En particular, el sector público continuó mejorando la gestión de su liquidez al dirigir una parte importante de sus recursos excedentes hacia depósitos a plazo al mismo tiempo que tuvo una participación notoria en el mercado cambiario, comprando divisas. En efecto, en el primer trimestre de 2008 la Tesorería compró US\$1.509 millones, una de las cifras trimestrales históricamente más elevadas.

La constitución de pases pasivos para el BCRA fue el factor más importante de contracción de la base monetaria en el periodo, que conjuntamente con la colocación de Letras del Banco Central (LEBAC) y Notas del Banco



Central (NOBAC), contribuyeron a la absorción de la liquidez del mercado financiero.

En efecto, el primer trimestre del año se desarrolló en un escenario de holgada liquidez. Dos fueron las causas fundamentales de este fenómeno, una menor necesidad regulatoria y un aumento de la oferta de fondos. Con respecto al primer punto, la actitud precautoria de las entidades determinó que cumplieran en exceso las exigencias de encaje en el primer mes de la posición trimestral diciembre-febrero, lo que trajo aparejado un relajamiento de las necesidades de liquidez para los meses de enero y febrero. Por otro lado, y en la misma dirección, durante los primeros meses del año se produjo un importante aumento de depósitos.

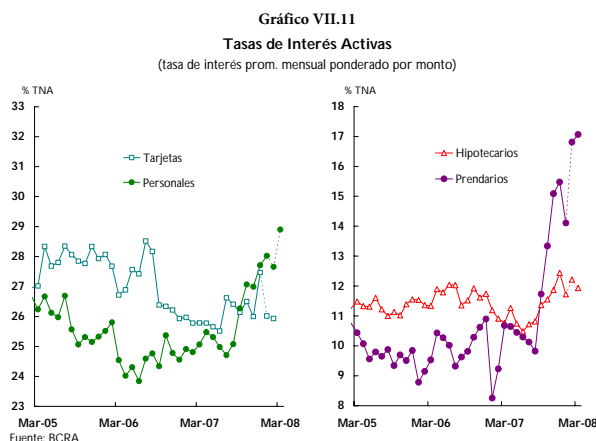
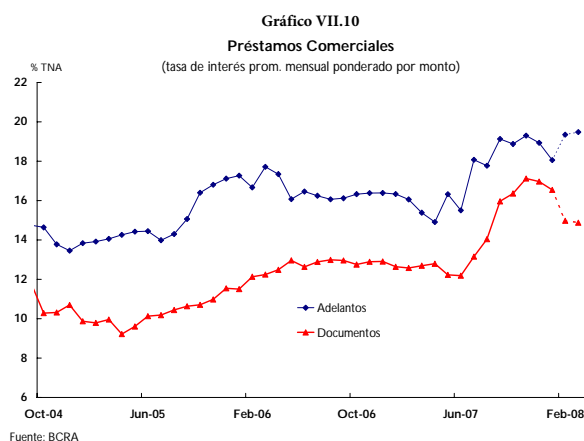
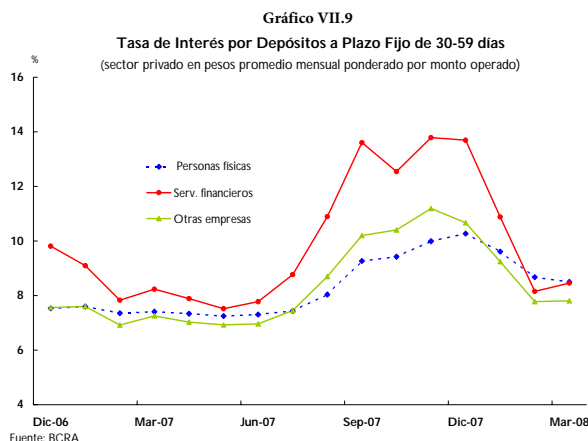
La liquidez bancaria, definida como el efectivo en bancos, las cuentas corrientes de los bancos en el BCRA y la tenencia de pases pasivos concertados para el BCRA como porcentaje de los depósitos totales en pesos, ascendió a 20,3% en marzo, lo cual representa un nivel 2,5 p.p. superior al observado un año atrás (ver Gráfico VII.4).

En lo que respecta a la posición de efectivo mínimo en pesos, en marzo finalizó con un excedente de 0,3% de los depósitos y, al analizarla por grupo de bancos, se observa que en los bancos públicos finalizó prácticamente neutra mientras que en los bancos privados el excedente fue de 0,5% de los depósitos (ver Gráfico VII.5). En el segmento en moneda extranjera, durante los dos primeros meses del año, la posición de efectivo mínimo presentó un excedente de 10% del total de los depósitos en dólares, mientras que en marzo este excedente de liquidez se incrementó levemente ante el descenso del *stock* de los préstamos en dólares.

### **Tasas de Interés**

A pesar del contexto internacional y como consecuencia de la rápida implementación de múltiples medidas por parte del BCRA, las tasas de interés mostraron signos de normalidad durante el primer trimestre.

Con la normalización de los mercados internos, este Banco Central decidió no modificar sus tasas. En efecto, las tasas de interés de los pases a tasa fija se mantuvieron en los mismos niveles que en el cuarto trimestre, tanto para las operaciones activas como para las pasivas. De este modo, las tasas de interés de pases pasivos, permanecieron en 8% y 8,25% para 1 y 7 días respectivamente, mientras que la tasa de interés de pases activos de 7 días se ubicó en 10,25%.



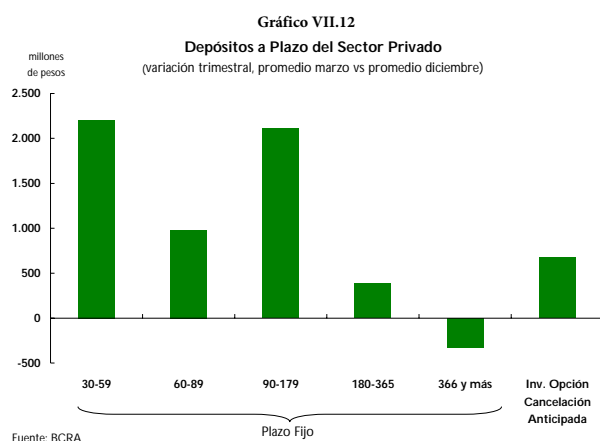
La holgada liquidez imperante se reflejó en el mercado de préstamos interbancarios, donde la tasa de interés promedio del trimestre, en el segmento de operaciones de 1 día, estuvo 1,6 p.p. por debajo del nivel del último trimestre de 2007. A lo largo de todo enero la tasa de *call* tuvo una tendencia bajista y finalizó el trimestre estabilizándose en torno a 7,7% (ver Gráfico VII.6).

En el mercado primario de LEBAC y NOBAC, se alargó la *duration* de los títulos emitidos, a la vez que se redujo levemente, en algunos de los instrumentos, la tasa de interés a la que se colocaron. El *stock* de títulos del Banco Central en circulación se incrementó en el trimestre en \$5.720 millones (11,1%).

Entre las tasas de interés pasivas, en el segmento mayorista, la tasa de interés *Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate* (BADLAR) de bancos privados disminuyó en 3,9 p.p. respecto al trimestre anterior, ubicándose en un promedio trimestral de 9,3%. En tanto, para las colocaciones minoristas en estos bancos la tasa de interés fue de 8,8% presentando un leve descenso de 0,3 p.p. respecto del cuarto trimestre de 2007 (ver Gráfico VII.7). Asimismo, se observó una fuerte reducción en el diferencial entre las tasas de interés pagadas a los depositantes según sea el monto del depósito, retornando a niveles similares a los registrados previos a la crisis (ver Gráfico VII.8). Por su parte, la tasa de interés BADLAR de bancos públicos se mantuvo estable y su promedio trimestral fue de 7,2%, 0,2 p.p. superior al del trimestre anterior.

En el tramo de plazo más operado (de 30 a 59 días) la caída de las tasas de interés durante el trimestre fue de 2,5 p.p. alcanzando un nivel de 8,2% en el trimestre. Esta reducción fue explicada principalmente por el comportamiento de las tasas de interés de las colocaciones de las compañías prestadoras de servicios financieros (Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones -AFJP-, Fondos Comunes de Inversión -FCI-, compañías de seguro, etc.) las cuales se redujeron 5,2 p.p. respecto al trimestre anterior, alcanzando en marzo un rendimiento promedio de 8,5% (ver Gráfico VII.9).

Por su parte, las tasas de interés activas evidenciaron movimientos disímiles. La tasa de interés de adelantos subió levemente en el trimestre (0,5 p.p.) alcanzando un nivel promedio trimestral de 19,5% (ver Gráfico VII.10). En tanto, las tasas de los documentos otorgados a sola firma se redujeron en 2,1 p.p. respecto al trimestre anterior, promediando en el trimestre 14,9%. Esta baja fue explicada por la caída de 2,0 p.p. de la tasa de interés del tramo más relevante de los préstamos documentados,

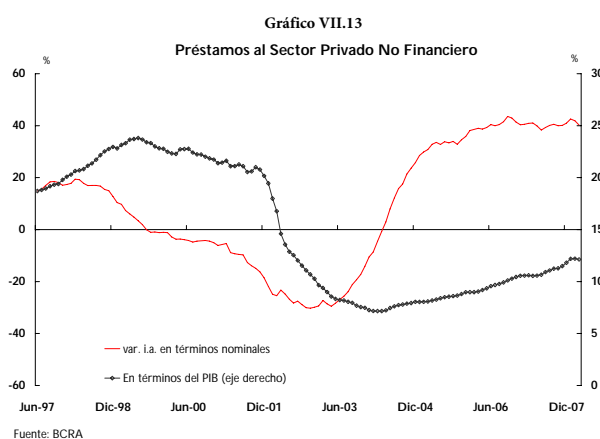


que es el correspondiente a empresas, por más de un millón de pesos y hasta 30 días de plazo.

Entre las tasas de interés de los préstamos para consumo, en el primer trimestre el promedio de la tasa de interés de préstamos personales fue 28,2%, con un incremento de 0,9 p.p. respecto al trimestre anterior (ver Gráfico VII.11). Esta suba se explica por el alza de las tasas de interés de los bancos públicos (de 15,3% a 17,7%). Sin embargo, las tasas de interés otorgadas por estas entidades continúan siendo las más bajas del mercado para este tipo de préstamos.

Por último, las tasas de financiaciones de más largo plazo registraron subas. La tasa de préstamos hipotecarios, mostró un leve aumento (0,4 p.p.) alcanzando un promedio trimestral de 12%. A su vez, la tasa de interés correspondiente a las financiaciones de los préstamos prendarios continuó en ascenso (1,4 p.p.) y se ubicó en 16% (ver Gráfico VII.11). El incremento se explica por la elevada participación en los montos otorgados de nuevos préstamos de las compañías financieras, que habitualmente prestan a tasas de interés superiores a las promedio.

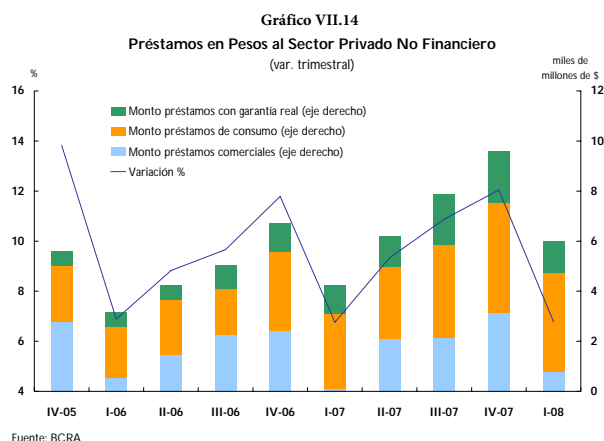
### VII.3 Agregados Monetarios Amplios y Crédito



En el primer trimestre de 2008 el agregado monetario en pesos más amplio, M3 (que incluye el total de depósitos en pesos y el circulante en poder del público), aumentó \$14.000 millones (5,8%). El crecimiento de los depósitos a plazo explicó alrededor de 90% (\$12.300 millones) del incremento trimestral del M3, proporción que estuvo muy por encima de la que se registró durante los años anteriores en el mismo período: 50% en 2006 y 70% en 2007. En particular, el sector privado aumentó sus saldos de depósitos a plazo en pesos en \$6.000 millones (11,2%) en el trimestre. Este incremento también representó una parte significativa, el 63%, del aumento del M3 privado, 12 p.p. más que en el primer trimestre de 2007.

Tanto las familias como las empresas impulsaron el crecimiento de las colocaciones a plazo privadas. Específicamente, al considerar la información de los saldos a plazo en Capital y Gran Buenos Aires, se puede observar que durante el primer trimestre de 2008 se produjo una trayectoria ascendente de los fondos colocados a plazo por las familias. De esta manera, se revirtió la caída transitoria que se evidenció desde la crisis financiera internacional hasta mediados de noviembre de 2007.

Por otra parte, dentro del grupo de las empresas prestadoras de servicios financieros, los FCI fueron los que ex-



plicaron la mayor parte del incremento en los depósitos a plazo, en tanto que las AFJP solo aumentaron sus saldos de plazo fijo transitoriamente en enero, al colocar allí parte de sus recursos provenientes del exterior (para cumplimentar la nueva normativa sobre asignación de cartera en FCI con activos del Mercosur), para luego asignarlos hacia otro tipo de inversiones.

Al desagregar el crecimiento de los depósitos a plazo del sector privado por rango de plazo se destaca que los aumentos se produjeron en prácticamente todos los estratos (ver Gráfico VII.12). Adicionalmente, se registró un importante incremento de las inversiones con opción de cancelación anticipada que consisten en depósitos por un plazo mínimo de 180 días pero que pueden cancelarse anticipadamente a partir de los 30 días.

### Crédito al Sector Privado

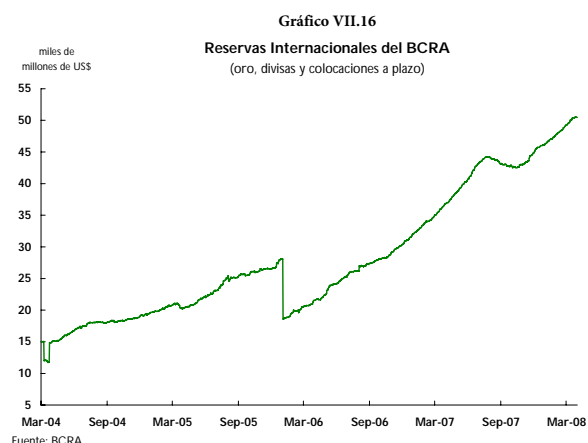
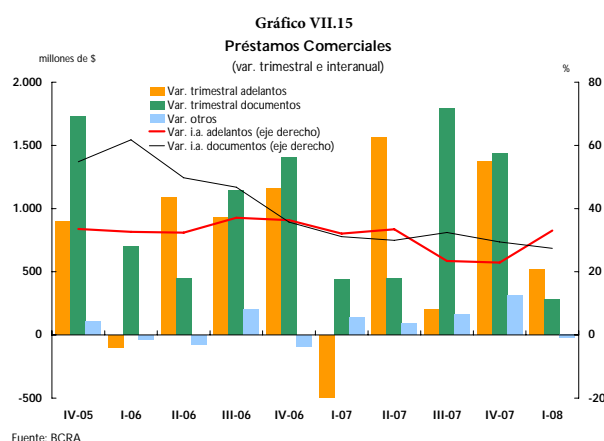
El *stock* de créditos al sector privado, en pesos y en moneda extranjera, registró en el primer trimestre del año un incremento de \$6.800 millones (6,3%), acumulando en los últimos 12 meses un crecimiento de 40,2% (ver Gráfico VII.13). Respecto al PIB su nivel asciende a 12,1%, 1,5 p.p. por encima del valor observado en igual período del año anterior.

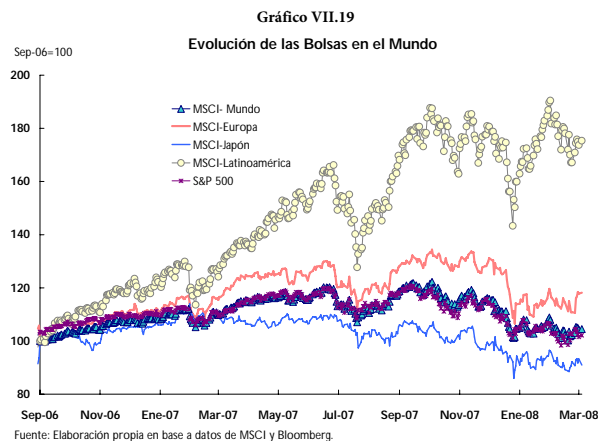
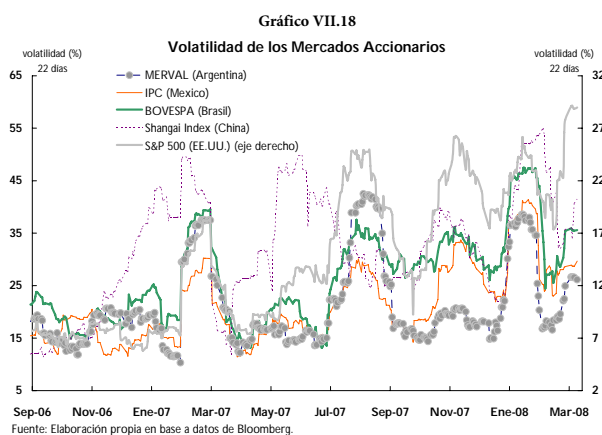
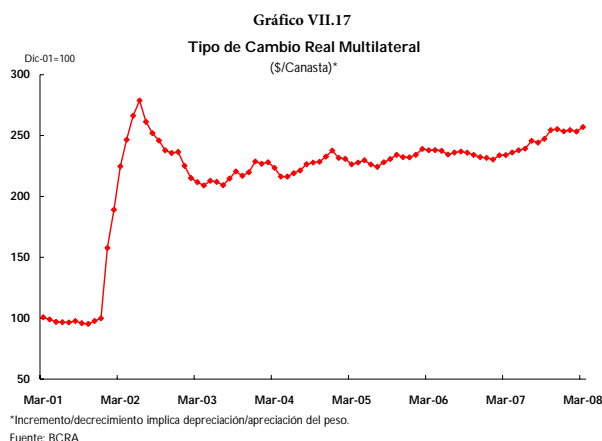
Con el objeto de facilitar la obtención de fondeo que contribuya al otorgamiento de crédito a largo plazo al sector privado, el BCRA modificó la normativa referida al capital regulatorio de las entidades financieras. La modificación habilita a las entidades a computar dentro del capital regulatorio a las obligaciones negociables subordinadas colocadas de forma privada.

Mostrando un avance generalizado en todas las líneas, los créditos en pesos presentaron una variación trimestral de \$6.000 millones (6,8%), reflejando respecto a igual período del año anterior un crecimiento del 40,6% (ver Gráfico VII.14).

Durante el primer trimestre las líneas con garantía real aumentaron \$1.270 millones (6,4%), mostrando con igual mes del año anterior un avance de 44,3%. Los créditos hipotecarios exhibieron un incremento de \$870 millones (6,2%), mientras que los préstamos prendarios presentaron un aumento de aproximadamente \$400 millones (6,9%). Ambas líneas suavizaron su evolución luego de la fuerte expansión y aceleración que registraron en el semestre pasado.

Influídas por la menor actividad debido al receso estival, las financiaciones comerciales mostraron en el trimestre un crecimiento de \$780 millones (2,1%), acumulando en





los últimos 12 meses un incremento de 27,9% (ver Gráfico VII.15). Los adelantos en cuenta corriente, a diferencia de otros años, experimentaron un ascenso de \$520 millones (3,7%) en el trimestre. Por su parte, las financiaciones instrumentadas mediante documentos crecieron \$280 millones (1,5%).

Las líneas destinadas al consumo mostraron un incremento respecto al trimestre anterior de \$3.950 millones (12,4%), al presentar en términos interanuales una variación de 54,7% la que resulta 8 p.p. menor a la registrada en 2007. El crecimiento estuvo explicado principalmente por los préstamos personales que ascendieron durante el período \$2.850 millones (13,5%). Por su parte, en los últimos tres meses las financiaciones con tarjeta de crédito aumentaron \$1.100 millones (10,1%).

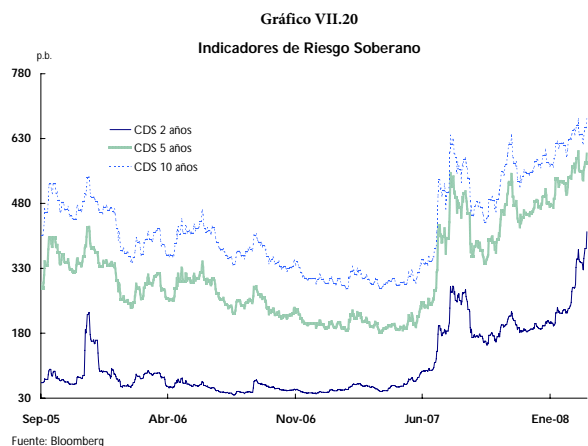
Finalmente, influidas por la disminución en las financiaciones de la actividad exportadora, los préstamos en moneda extranjera presentaron en el trimestre un aumento de US\$230 millones (4,4%). Como novedad normativa se destaca la reciente Comunicación "A" 4420 del BCRA, que contribuye al dinamismo del sector externo facilitando la financiación, además de nuevos proyectos de inversión orientados a incrementar la producción de bienes exportables, de obras de infraestructura destinadas a aumentar la capacidad de transporte de exportaciones.

## VII.4 Mercado de Cambios

El *stock* de Reservas Internacionales alcanzó a finales de marzo a US\$50.464 millones. Su incremento en el trimestre fue de US\$4.322 millones (9,4%; ver Gráfico VII.16).

El BCRA prosiguió con su política prudencial de acumulación de Reservas Internacionales enmarcada en un régimen de flotación administrada del tipo de cambio, que permite evitar una volatilidad excesiva que perturbe las decisiones económicas. La variación en el *stock* provino, en parte, de las compras netas de divisas del BCRA en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), que totalizaron alrededor de US\$2.600 millones junto al incremento por el rendimiento de las Reservas, la valuación del tipo de cambio y otros factores que sumaron US\$1.370 millones. Adicionalmente, por operaciones con organismos internacionales y otras operaciones asociadas al sector público la variación fue positiva en US\$140 millones. Por último, los movimientos de las cuentas corrientes en dólares de las entidades financieras en el BCRA incrementaron las Reservas Internacionales en US\$215 millones.





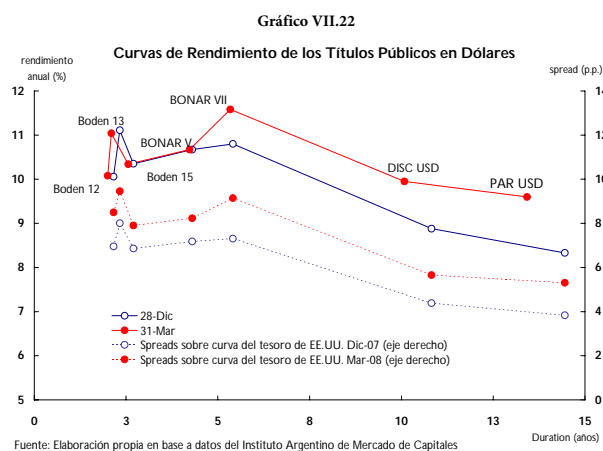
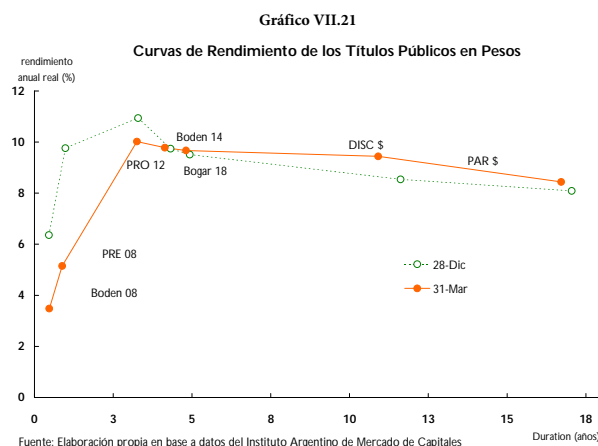
En el mercado de cambios, el peso continuó relativamente estable respecto al dólar, y la cotización mayorista promedio peso / dólar (Referencia) en marzo fue 3,1558 \$/US\$, lo cual representa una depreciación respecto a la cotización de diciembre de 0,5%. Con relación al euro y al real las depreciaciones de la moneda local fueron superiores, 7,2% y 5,2% , respectivamente.

En términos reales, el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral<sup>32</sup> (ITCRM) se incrementó 1,4%, es decir, que el peso se depreció en estos términos en relación con la canasta de monedas de sus principales socios comerciales. En tanto, observando la variación interanual, la depreciación real acumulada es de 9,8% (ver Gráfico VII.17).

## VII.5 Otros Activos

Durante el primer trimestre de 2008 se incrementó la volatilidad en los mercados financieros internacionales a niveles inusualmente elevados, ante la profundización de la crisis del mercado de crédito, a pesar de la flexibilización de la política monetaria y las acciones coordinadas de los principales Bancos Centrales para inyectar liquidez (ver Sección II).

El comportamiento de los índices bursátiles fue negativo en las principales plazas del mundo, tanto en los países desarrollados como en los emergentes. El *Morgan Stanley Capital Internacional* (MSCI) Europa obtuvo una pérdida de 9,4%; el *S&P500* de Estados Unidos tuvo un rendimiento negativo de 9,9%; el MSCI Japón exhibió una caída de 8,6% y el MSCI correspondiente al mundo disminuyó 9,7%. En tanto, de acuerdo al MSCI, la rentabilidad de las bolsas de América latina evidenciaron un mejor desempeño en relación al resto, al reducirse sólo en 1,9% (ver Gráfico VII.18 y VII.19).

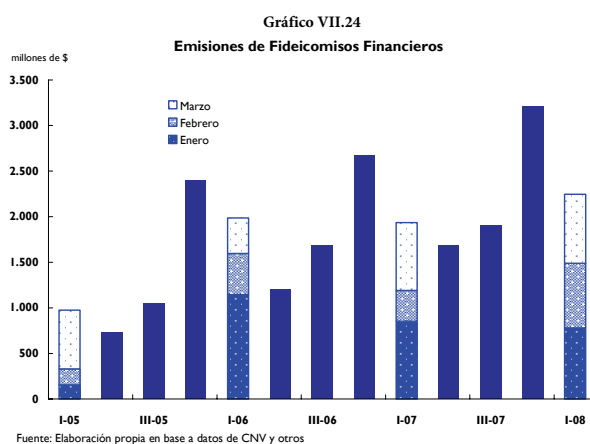
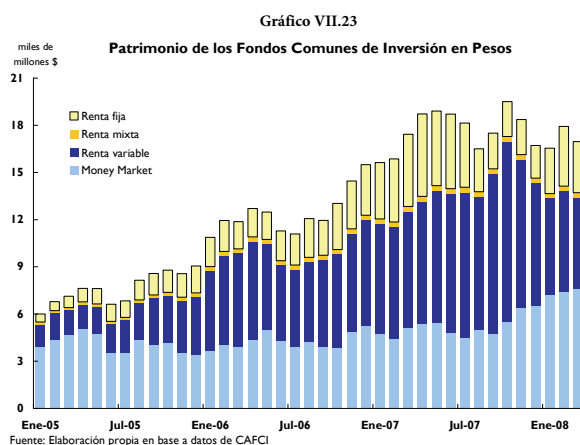


En particular, las bolsas de la región, medidas en dólares, muestran un comportamiento disímil. La Bolsa de Valores del Estado de San Pablo (Bovespa) de Brasil registró una caída de 3,5%, mientras que el índice del Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL) evidenció una pérdida de 2,8%. En tanto, el resto de las bolsas de América latina tuvo un resultado positivo. El índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) de Perú subió 8,3%, el índice de Precios y Cotizaciones de México (IPC Méx.) creció 7,3%, y el índice General del Precio de las Acciones (IGPA) de Chile aumentó 8,6%.

Los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años de los títulos públicos argentinos se incrementaron 225 puntos bási-

<sup>32</sup> Los detalles metodológicos de su cálculo se encuentran disponibles en la página web [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar).





cos (p.b.), mientras que los CDS de Brasil del mismo plazo se incrementaron 75 p.b. Por su parte, los *spreads* de la deuda externa de Latinoamérica, medidos por el Emerging Bond Market Index (EMBI+) Latin exhibieron una variación positiva de 68 p.b. al igual que los de los países emergentes en general. En tanto, el *spread* de Argentina se incrementó en 171 p.b. (ver Gráfico VII.20).

La curva de rendimientos de los títulos en pesos prácticamente no mostró cambios en los tramos medios y largos, con una reducción en el tramo corto. Esto se debió principalmente al aumento de la cotización del BODEN 2008, que dado sus características y su vencimiento, resultó atractivo para los inversores. Por su parte, la curva de rendimientos de los títulos denominados en dólares alcanzó mayores niveles en los tramos medios y largos (ver Gráficos VII.21 y VII.22).

Los volúmenes diarios operados en el mercado de títulos públicos aumentaron respecto al trimestre anterior, mientras que en el mercado de acciones el volumen negociado disminuyó. En el primer caso, el monto operado diariamente en promedio fue de \$1.556 millones, cifra superior a los \$1.497 millones operados diariamente durante el trimestre anterior. En el mercado de acciones se operaron diariamente en promedio \$98 millones, \$34 millones menos que en el trimestre previo.

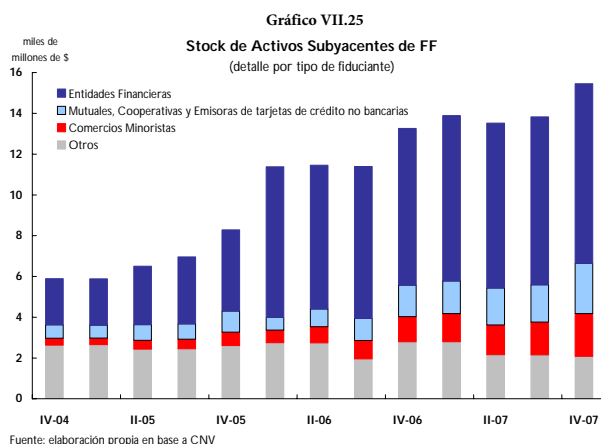
El patrimonio de los FCI, cerró el primer trimestre de 2008 en \$16.966 millones, apenas 1,5% superior al del trimestre anterior (ver Gráfico VII.23). Sin embargo, durante el trimestre se observó un salto en febrero producto del incremento patrimonial de los fondos de renta fija. El mismo comportamiento se observó en la comparación de marzo de 2008 respecto a diciembre 2007, dado que este tipo de fondo se incrementó 57%, mientras que el resto de la estructura tuvo un comportamiento dispar ya que los de renta variable presentaron un descenso patrimonial de 26% y los de *money market* una suba de 16,5%.

La colocación de Fideicomisos Financieros (FF) durante el primer trimestre de 2008 respetó el patrón estacional ya que disminuyó respecto al trimestre anterior. No obstante, registró un aumento de 16% respecto al mismo período del año anterior. De esta manera, el total emitido entre enero y marzo fue de \$2.246 millones, distribuido de manera uniforme entre los tres meses del trimestre, a diferencia de iguales períodos de años anteriores (ver Gráfico VII.24).

Las tasas de interés de corte descendieron respecto a las registradas en el último trimestre de 2007, en línea con

lo sucedido con las tasas pasivas. En este sentido, la tasa promedio ponderado por monto del trimestre fue 11,3% para el caso de los títulos *senior* colocados a tasa fija y 12,4% para el caso de tasa variable, por lo que la baja de marzo respecto a diciembre fue de 7 p.p..

Los activos subyacentes más relevantes continuaron siendo las financiaci3nes al consumo (préstamos personales y tarjetas de crédito), que concentraron 90% de lo colocado en el trimestre. Por este motivo, se observó poca variedad en los activos titulizados, ya que el total de las emisiones del trimestre se completó con créditos comerciales y apenas una emisi3n ligada a contratos de *leasing*. Entre los fiduciarios, se destacaron las Mutuales, Cooperativas y Emisoras de tarjetas de crédito no bancarias, que ganaron 10 p.p. de participaci3n respecto al mismo trimestre del a3o anterior (26% del total), a causa del aumento de 87% en los montos emitidos. Por su parte, las entidades financieras titulizaron una suma 9% inferior a la del primer trimestre de 2007, perdiendo de esta forma 9 p.p. de participaci3n en el total. Por su parte, los comercios minoristas mantuvieron constante su participaci3n en el total, mientras que aumentaron en 14% los montos titulizados.



Adicionalmente, de acuerdo a la informaci3n de los estados contables presentada a la Comisi3n Nacional de Valores (CNV), el *stock* de activos subyacentes de los FF ascendió a \$15.453 millones en diciembre de 2007, al experimentar un salto de nivel luego de un a3o de cierta estabilidad en los *stocks* (ver Gráfico VII.25). En este sentido, se registró un incremento de 11,7% respecto a septiembre de 2007 y 16,5% respecto a diciembre de 2006. Este *stock* representa el 14% de la cartera de préstamos del sistema financiero. De dicho *stock*, el mayor porcentaje (41%) comprendió flujos de fondos ligados al consumo como activo subyacente, seguidos por los respaldados por títulos p3blicos (34%). En cuanto a la estructura por fiduciante, 57% correspondió a entidades financieras (participaci3n en descenso a lo largo de 2006 y 2007), mientras que los comercios minoristas y las Mutuales, Cooperativas y Emisoras de tarjetas de crédito no bancarias fueron fiduciarios de 13,6% y de 16% del *stock* en circulaci3n, respectivamente.

En cuanto a los tenedores de los valores de deuda fiduciaria, puede observarse que las entidades financieras y las AFJP cuentan con aproximadamente la misma participaci3n de tenencias (33% y 30% respectivamente), mientras que los FCI cuentan con tan solo el 7%. El 30% restante corresponde a compa31as de seguro y otros inversores.

## VIII. Inflación

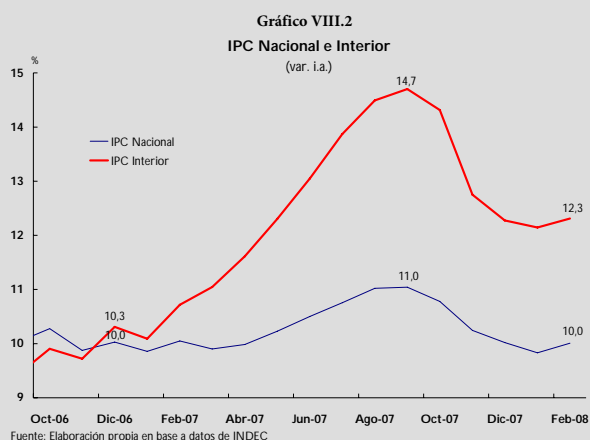
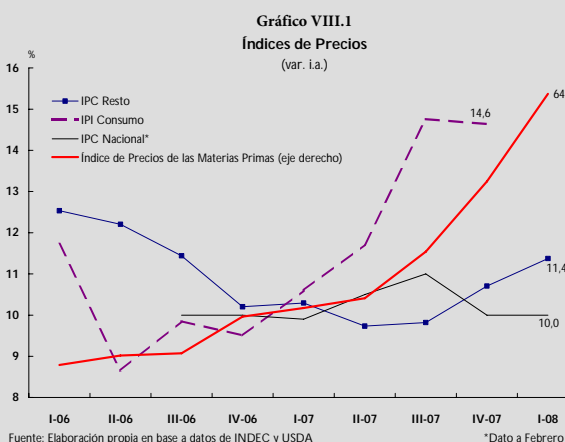
### VIII.1 Síntesis

Los diferentes indicadores de precios disponibles continúan mostrando trayectorias de variación divergentes considerando los índices minoristas, mayoristas, e implícitos en el PIB, entre otros.

Los precios minoristas medidos por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) Resto (aproximación del INDEC a la inflación subyacente) mostraron en los últimos meses un leve ascenso en su crecimiento interanual (i.a.), hasta 11,4% en marzo, resultando 1,1 puntos porcentuales (p.p.) mayor que el incremento verificado un año atrás. Paralelamente, el IPC Nacional también evidenció en el primer trimestre un mayor ritmo de crecimiento interanual respecto de fin de 2007, marcando una tasa de 10,0% en febrero. Los aumentos se reflejaron con distinta intensidad en los índices de los diferentes aglomerados.

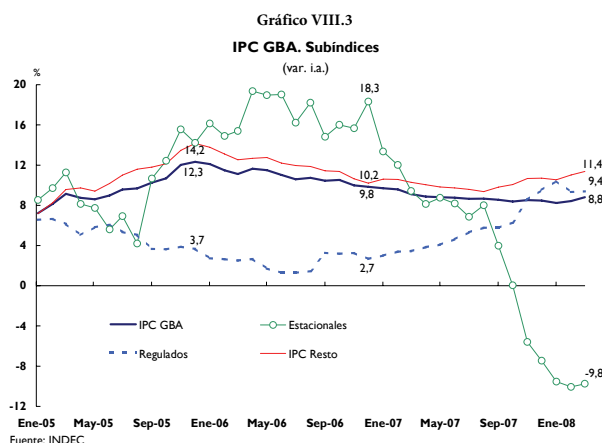
Por su parte, los precios mayoristas elevaron su variación interanual, respondiendo tanto al encarecimiento de los Productos primarios, debido mayormente a la suba de las materias primas agrícolas, como de los Manufacturados. En tanto, el Índice de Costos de la Construcción (ICC) comenzó 2008 con una ligera desaceleración en su crecimiento interanual, desde una variación promedio de 20% en 2007 a 18,6% en marzo, aunque de todos modos esta tasa aún es históricamente elevada.

Un indicador de precios más amplio como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, luego de mantenerse relativamente estable durante gran parte de 2007, en el último trimestre elevó su tasa de aumento, lo que obedeció principalmente a la evolución de los precios de exportación, mientras que el componente del Consumo Privado mostró un ligero descenso en su ritmo de crecimiento hasta 14,6% i.a..



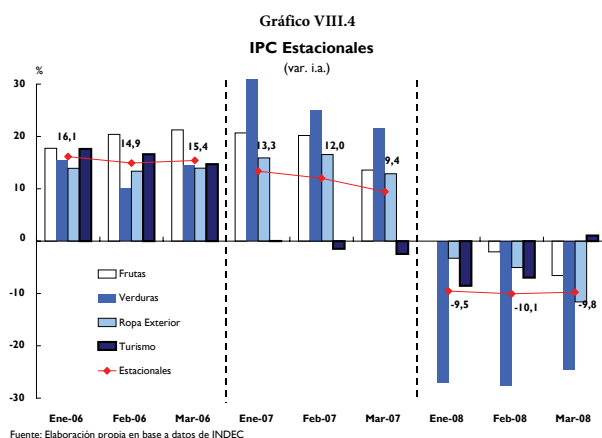
## VIII.2 Precios Minoristas

La evolución de los precios continúa mostrando situaciones divergentes, de acuerdo al conjunto de indicadores disponibles. La inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) evidenció un ligero ascenso en el ritmo de crecimiento en términos interanuales (i.a.) en el comienzo del año. En marzo el IPC GBA registró un alza de 8,8% i.a., que resulta superior a la suba verificada en diciembre pasado (ver Gráfico VIII.3).



El IPC Resto, aproximación del INDEC a la inflación subyacente, marcó un aumento de 11,4% i.a. en marzo, que resultó 0,7 puntos porcentuales (p.p.) mayor al de diciembre de 2007 y 1,1 p.p. superior al verificado un año atrás. Esta situación refleja el incremento en las tasas mensuales que en el primer trimestre se situaron en torno a 1,3%, superando los promedios de igual período de años anteriores (1,1% en 2007 y 1,0% en 2006).

En tanto, los precios Regulados en el trimestre continuaron con la aceleración verificada a fin de 2007, tras más de dos años de relativa estabilidad, llevando el ritmo de aumento hasta 10,4% i.a. en enero de 2008, la tasa más alta desde abril de 2003. Este comportamiento obedeció al aumento autorizado en las tarifas de transporte público de pasajeros en Buenos Aires en enero<sup>33</sup>, movimiento que fue morigerado por las caídas en los precios de los combustibles para el transporte<sup>34</sup>. De todos modos, ante la ausencia de subas adicionales en febrero y marzo, el subíndice Regulados finalizó el trimestre con un alza de 9,4% i.a., similar a la de diciembre de 2007.

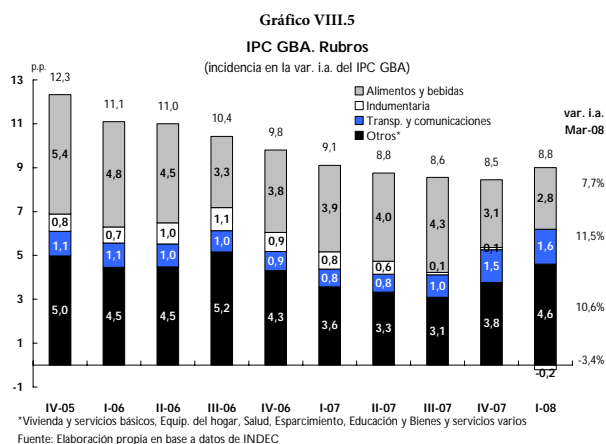


La medición de los precios de los bienes y servicios del subíndice Estacionales (aquellos con una marcada estacionalidad y/o volatilidad) permitió contrarrestar en parte las mayores subas exhibidas por los bienes y servicios regulados o con alto componente impositivo (subíndice Regulados) y el subíndice Resto. El subíndice Estacionales continuó profundizando las tasas interanuales negativas que muestra desde finales de 2007, pasando de -7,5% en diciembre a -9,8% en marzo, registrando así la quinta variación interanual negativa (ver Gráfico VIII.4).

A nivel desagregado, la evolución del crecimiento interanual del IPC GBA se explica por desaceleraciones en Indumentaria y Alimentos y bebidas, que se compensan con el mayor dinamismo en el resto de los rubros, principalmente Transporte y comunicaciones, Esparcimiento

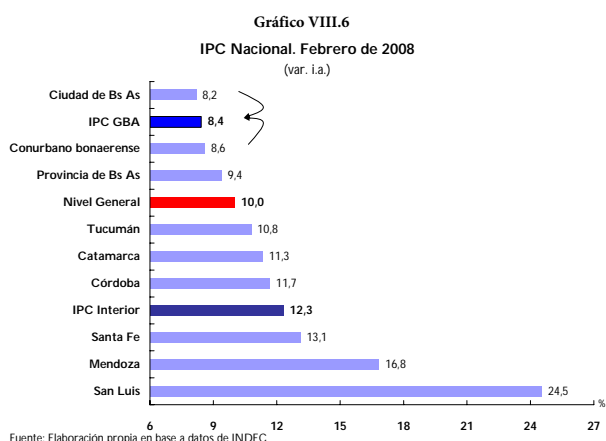
<sup>33</sup> A partir del 1 de enero de 2008 las tarifas de colectivo urbano subieron 16,5%, las de transporte subterráneo 28,6% y el boleto de tren 18,5%.

<sup>34</sup> Los combustibles para el transporte exhibieron tasas de incremento de precios mensualizadas en el segundo semestre de 2007 (1,7%) que superaron ampliamente a la variación mensualizada promedio de 2006 (0,1%). Luego a partir de enero el Gobierno acordó un descenso en los precios de estos combustibles que se reflejó en una caída de 2,5% mensualizada en el primer trimestre de 2008.

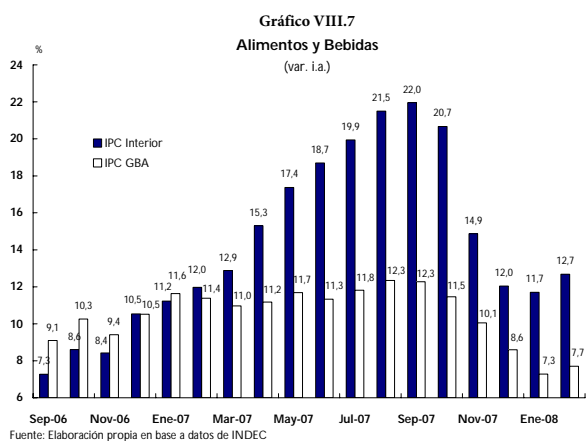


y Educación. Por un lado, los precios agrupados en Indumentaria y Alimentos y bebidas contribuyeron conjuntamente a reducir en 2,1 p.p. el ritmo interanual del IPC GBA en los últimos doce meses, destacándose la moderación en Indumentaria, que incluso alcanzó una tasa interanual negativa en marzo (-3,4%). Por otro lado, el resto de los rubros elevaron su ritmo de suba interanual generando una incidencia adicional de 1,8 p.p. sobre el nivel general del índice respecto de un año atrás. En particular, el rubro Transporte y comunicaciones aumentó su variación interanual en 5,9 p.p., llegando a 11,5% i.a. en marzo (ver Gráfico VIII.5).

El comportamiento interanual de los precios de los alimentos estuvo signado por un descenso de las presiones alcistas provenientes de los problemas de oferta que operaron en gran parte de 2007, contribuyendo a disminuir la trayectoria interanual de estos precios hasta 7,3% en enero de 2008. De todos modos, el ritmo de subas se elevó a 7,7% en febrero de 2008 y se mantuvo estable en marzo, acumulando en el primer trimestre un encarecimiento de 3,0%, superior al del trimestre previo. En este sentido, los precios de los alimentos continúan sostenidos por el encarecimiento de las materias primas agrícolas a nivel global, aunque moderados por el efecto de los derechos de exportación.

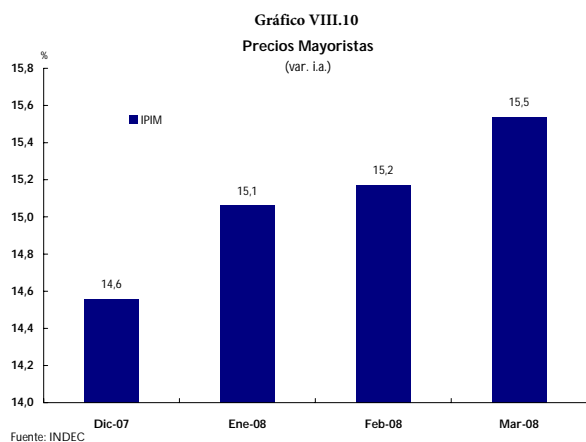
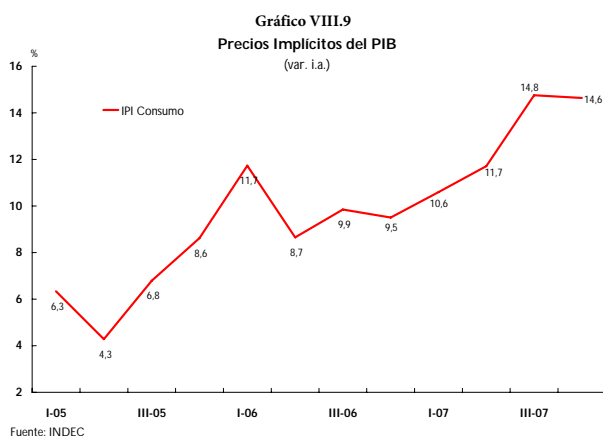
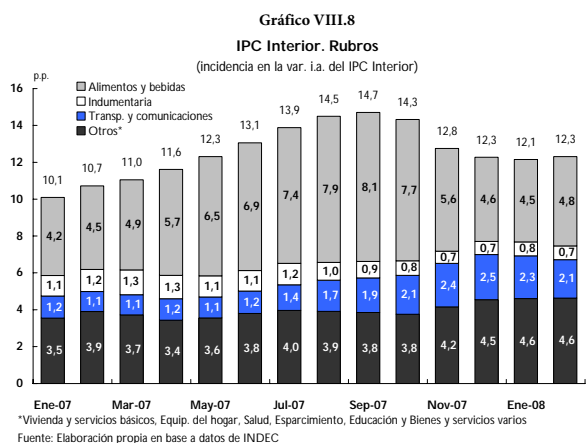


En adelante, el comportamiento de los precios de los alimentos continuaría reflejando las distintas realidades sectoriales, con los productos frescos sujetos, en parte, a la volatilidad que generan los *shocks* de oferta y los farináceos, aceites y carnes vinculados a la evolución de la cotización internacional de las principales materias primas agrícolas y de los derechos de exportación de estos productos. Así, los niveles aún elevados de los *commodities* en los mercados mundiales seguirían dando sostén a los precios minoristas de los alimentos (ver Sección II).



En este marco, el Gobierno continúa adoptando medidas con el objetivo de amortiguar estos efectos, abasteciendo el mercado interno y conteniendo los precios minoristas. Entre ellas se encuentran los mecanismos de compensaciones a los productores de agroalimentos (pollo, carne vacuna, harinas, lácteos y aceites) y la restricción de exportaciones de algunos productos, aplicadas desde 2007, incluyendo un alza en los derechos de exportación de los productos agrícolas (ver Sección V).

Por su parte, los precios minoristas medidos a nivel nacional también mostraron en el primer trimestre un mayor ritmo de crecimiento interanual respecto de fin de 2007, marcando una tasa de 10,0% i.a. en febrero (ver Gráfico VIII.2). Las mayores subas se reflejaron tanto en el IPC GBA como en el IPC Interior, aunque en algunos



aglomerados del interior del país los índices de precios presentan tasas que triplican a la del índice del GBA.

Así, la brecha entre las tasas de variación interanual de los índices del GBA y el Interior se mantuvo relativamente estable, en torno a 3,9 p.p., pero con una dispersión entre distritos creciente. En efecto, en febrero la distancia entre los valores extremos llegó a 16,1 p.p. (ver Gráfico VIII.6).

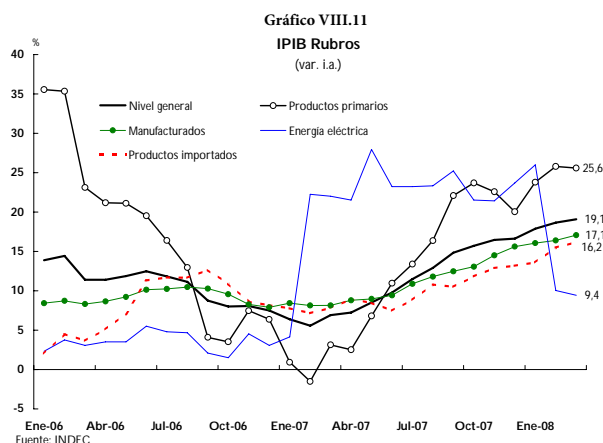
A diferencia de lo registrado en el IPC GBA, en el IPC Interior la variación interanual en febrero (12,3%) es 1,6 p.p. superior a la verificada un año antes (10,7%). Esto responde a que los dos principales componentes que se desaceleraron en términos interanuales, Alimentos y bebidas e Indumentaria, lo hicieron en menor magnitud que en el IPC GBA, registrando en febrero alzas de 12,7% y 9,5% i.a., respectivamente. A su vez, el resto de los rubros elevaron su ritmo de subas marcadamente, destacándose el caso de Transporte y comunicaciones, que pasó de 6,8% i.a. en febrero de 2007 a 13,4% en igual mes de 2008. De todos modos, en el margen, los precios de los alimentos retornaron a la senda ascendente (se elevaron 3,3% en el primer bimestre de 2008) y aún generan una incidencia de más de 4 p.p. sobre el nivel general del IPC Interior (ver Gráficos VIII.7 y VIII.8).

Por otro lado, al analizar un indicador de precios más amplio como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, se observa que en el último trimestre de 2007 su tasa de aumento ascendió a 17,9% i.a.. El principal aumento provino de los precios de exportación, lo que resulta consistente con la evolución de los precios de los productos primarios. Contrariamente, el IPI del Consumo Privado, que se había acelerado en los primeros trimestres de 2007, en el cuarto se mantuvo relativamente estable, en 14,6% i.a. (ver Gráfico VIII.9).

### VIII.3 Precios Mayoristas

Los precios mayoristas muestran un aumento en su tasa de variación interanual respecto a la verificada en 2007. Así, el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIIM) se incrementó 15,5% i.a. en marzo, a la vez que el Índice de Precios Internos Básicos (IPIB) también elevó su ritmo de subas respecto de un año atrás (ver Gráfico VIII.10).

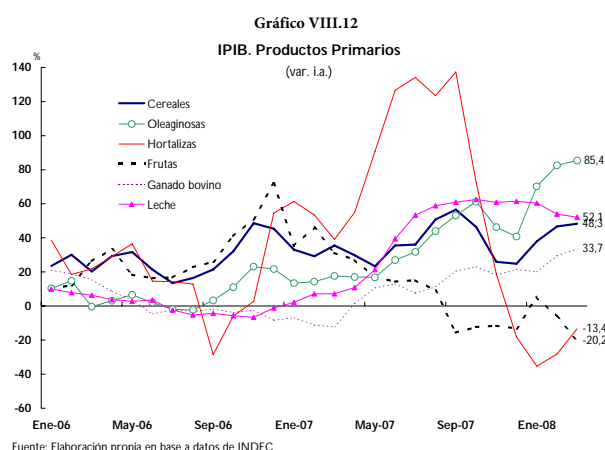
En este último caso, los Productos primarios evidenciaron un alza en sus precios a fin del primer trimestre, mostrando una aceleración respecto a lo observado en el trimestre previo. Esto se explica principalmente por el fuerte encarecimiento de los productos agrícolas en los últimos meses (48,5% i.a.), al tiempo que el agregado Pe-



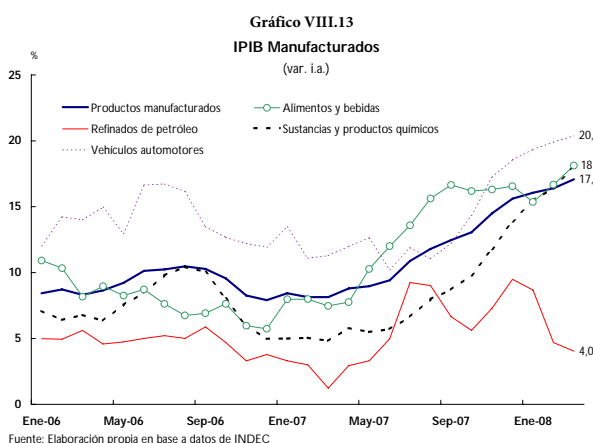
tróleo crudo y gas mostró variaciones más moderadas (7,7% i.a.; ver Gráficos VIII.11 y VIII.12).

Dentro de los productos agrícolas, los cereales presentaron un alza de 48,3% i.a., mayormente explicada por las subas en los precios del trigo (62,3% i.a.) y del maíz (33,2% i.a.), que acompañaron la tendencia alcista de las cotizaciones internacionales (120,9% i.a. y 38,2% i.a., respectivamente). Paralelamente, las oleaginosas también evidenciaron un destacado incremento, de 85,4% i.a. (la soja subió 81,5% i.a.), en línea con lo ocurrido en los mercados mundiales (ver Sección II).

En tanto, los precios de las hortalizas mostraron una caída de 13,4% i.a., asociada a la recomposición de los cultivos luego de las fuertes pérdidas registradas en 2007, donde los principales descensos se dieron en el tomate (-36% i.a.), la lechuga (-52,6% i.a.) y la zanahoria (-16,8% i.a.). Por su parte, el valor de las frutas registró una baja de 20,2% i.a., determinada mayormente por las reducciones en los precios de la naranja (-46,5%) y la manzana (-29,5%). De todos modos, los descensos en términos interanuales en los precios de las hortalizas y las frutas se vieron morigerados en marzo.



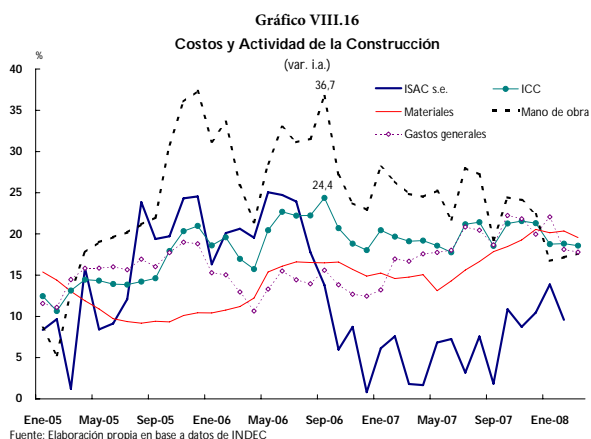
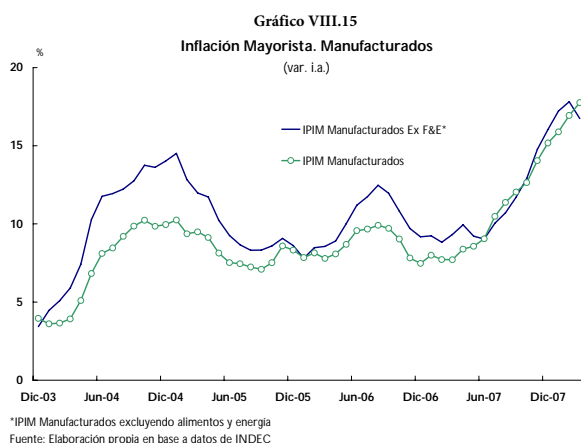
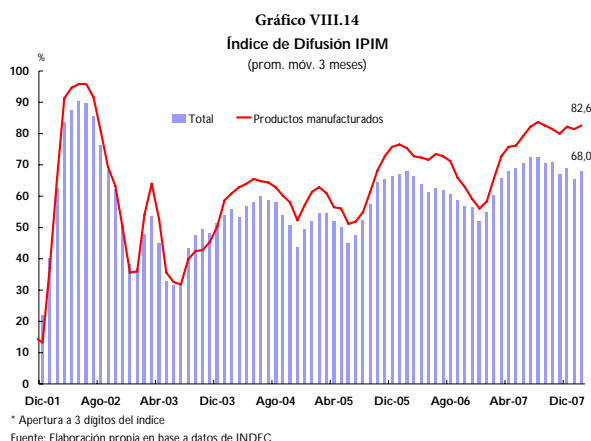
Los Productos ganaderos y de granja tuvieron un aumento de 36,8% i.a., obedeciendo a subas en los productos bovinos (33,7% i.a.) y la leche (52,1% i.a.). Esta situación respondió mayormente a causas climáticas (heladas en verano e inundaciones) que afectaron grandes extensiones, a lo que se suma la tendencia al desplazamiento de más territorio hacia la actividad agrícola en detrimento de la pecuaria que se viene observando en los últimos tiempos, impactando en la oferta del sector (ver Sección III). Asimismo, en marzo se observó una transitoria merma en la oferta cárnica, con efectos sobre los precios.



Por su parte, la cotización del petróleo a nivel mayorista mostró un aumento de 5,3% i.a., significativamente inferior al evidenciado por el crudo en los mercados internacionales. El petróleo *West Texas Intermediate* (WTI), de referencia para el país, superó la barrera de los US\$110 por barril (68,1% i.a.), aunque ello tuvo un reducido impacto a nivel local, en parte, por los cambios aplicados en los derechos de exportación del sector.

La evolución del valor de las manufacturas estuvo mayormente signada por el encarecimiento de los alimentos, donde los productos que más incidieron fueron los lácteos, aceites y grasas vegetales, harinas y cárnicos, lo que seguiría generando presión sobre los precios minoristas. A su vez, los Vehículos automotores y Sustancias y productos químicos también siguen presentando fuertes aumentos en sus cotizaciones (ver Gráfico VIII.13).





En este contexto, la difusión de las subas de los precios mayoristas mostró un aumento, con la mayor extensión de las alzas registrada en los productos manufacturados (ver Gráficos VIII.14 y VIII.15).

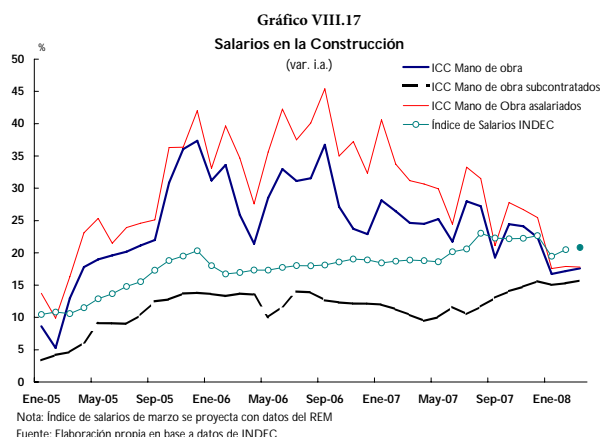
## VIII.4 Costos de la Construcción

El ICC comenzó el año con una ligera desaceleración en su crecimiento interanual, desde tasas en torno a 20% i.a. en 2007 a 18,6% i.a. en marzo de 2008. Así, a pesar de que el ritmo de subas es aún históricamente elevado, fue sobrepasado por el del IPIB (19,1% i.a.) y del Índice de Precios Básicos al Productor (IPP; 20,7% i.a.) por primera vez desde 2003, en un contexto en el que el crecimiento de la actividad sectorial resulta ligeramente superior a 2007 pero aún implica una desaceleración respecto de los últimos años (ver Gráfico VIII.16 y Sección III). Asimismo, en el primer trimestre de 2008 las tasas de variación mensual promedio del ICC y de cada uno de sus componentes se redujeron sustancialmente respecto de las registradas tanto en el primer trimestre de 2007 como a lo largo de todo el año pasado.

A nivel desagregado, la trayectoria de aumentos de los costos de la Mano de obra se moderó en los últimos meses (hasta 17,6% i.a. en marzo), quedando sobrepasada por las alzas en los Materiales (19,6% i.a.) y los Gastos generales (17,8% i.a.).

El costo de la Mano de obra fue el subíndice de menor suba en el trimestre, con un alza acumulada de 0,8% (17,6% i.a.), de manera que se revirtió la situación que se presentaba desde abril de 2005 hasta diciembre pasado, cuando los salarios fueron el rubro con mayores incrementos. A su vez, el aumento de este rubro sería inferior al registrado por el nivel general del índice de Salarios del INDEC, que supera el 20% i.a. (ver Gráfico VIII.17).

Por su parte, el costo de los Materiales también presentó una leve desaceleración en su ritmo de crecimiento, aunque registrara un alza de 19,6% i.a. en marzo para acumular en lo que va de 2008 un aumento de 2,8%. Las subas siguen lideradas por los ítems que se mantenían más rezagados desde el inicio del ciclo expansivo de la actividad sectorial (como los ladrillos y otros productos cerámicos, que se elevaron 27,6% i.a.), en tanto que aquellos con alto componente de commodities (como los Cables y conductores de mediana y alta tensión y los Productos de cobre, plomo y estaño) siguen reflejando la presión proveniente de las subas en los precios internacionales. Así, los Materiales son el único capítulo con variaciones interanuales superiores al las del Nivel general del ICC, revirtiendo la situación de los últimos años.

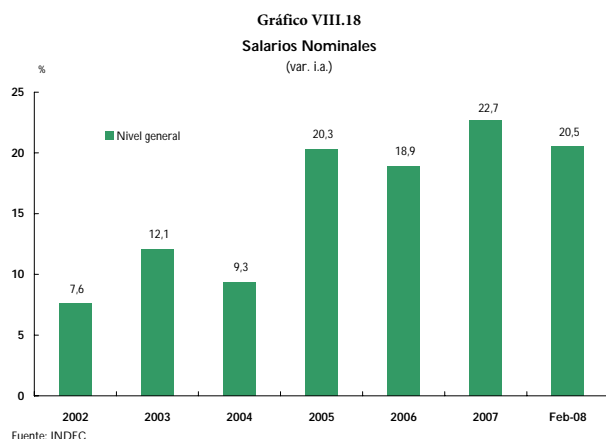


Finalmente, los Gastos generales también redujeron su crecimiento interanual, en 2,2 p.p., hasta 17,8% en marzo de 2008, pero presentan las alzas más importantes en el trimestre (4,6%), en un marco en el que los servicios de alquileres de diferente tipo registraron las mayores subas (por encima de 30% i.a.).

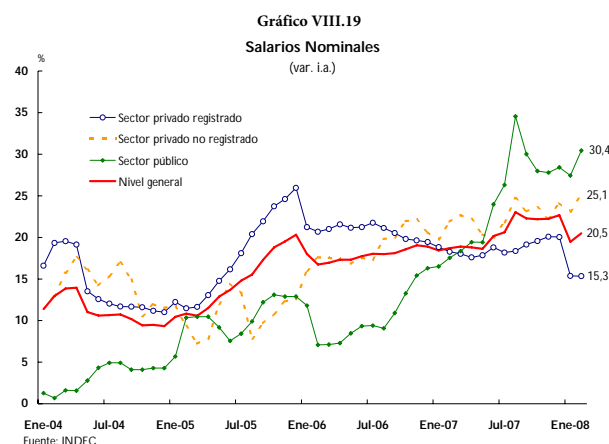
En adelante, este indicador de costos sectoriales seguiría mostrando alzas interanuales elevadas, al acompañar el aumento de los salarios y el encarecimiento de los materiales. De todos modos, el ICC se incrementaría a un ritmo similar o inferior al de otros precios de la economía, como resultado de la moderación en el crecimiento de la actividad de la construcción.

### VIII.5 Salarios

Las remuneraciones nominales continúan en ascenso, luego de elevarse en 2007 a una tasa récord para el actual ciclo expansivo, de 22,7% i.a. (ver Gráfico VIII.18).



En particular, los salarios básicos del segmento privado registrado aumentarían en 2008 a una tasa superior a la del año pasado (20% i.a.), debido a que las negociaciones colectivas ya celebradas pactaron subas de los básicos no menores a 19,5% i.a., a lo que habría que sumarle ciertos ajustes adicionales. No obstante, los trabajadores con aportes a las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), que representaban a inicios de 2007 alrededor de 70% del total de empleados registrados (53% del empleo total registrado urbano), no percibirán la totalidad de ese aumento, ya que la equiparación del aporte jubilatorio a los sistemas de capitalización y reparto (dispuesta a partir de enero) genera una baja de 4,6% en el ingreso neto.



Por su parte, las remuneraciones de los trabajadores no registrados conservarían la tendencia ascendente del año pasado (24,1% i.a.), en un contexto de subas en los precios de productos básicos (mayormente alimentos) y en los salarios del segmento registrado, que si bien no tienen un efecto directo sobre sus remuneraciones, suelen utilizárselos como parámetros de referencia para determinar los salarios. Así, continuaría cerrándose levemente la brecha que separa los ingresos del sector formal del informal, generando incentivos a la formalización.

En relación a las remuneraciones de los empleados públicos, ya se han realizado acuerdos en las provincias pero aún resta la definición a nivel nacional, tras ser este segmento el que mostró las mayores tasas de crecimiento durante 2007 (ver Gráfico VIII.19).



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

### IX.1 Síntesis

Durante el primer trimestre de 2008, las estimaciones de crecimiento del PIB real aumentaron 0,6 puntos porcentuales (p.p.) a 7,5%, impulsadas en similar medida por el incremento de las proyecciones de Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) y Consumo. A su vez, las perspectivas de variación del Índice de Precios Implícitos del PIB (IPI PIB) para 2008 subieron 3,3 p.p. a 14,1%, respecto del último **Informe de Inflación**. Por su parte, las expectativas de variación del nivel general del Índice de Salarios para 2008 aumentaron a 20,0%, mientras que la Tasa de Desocupación esperada se mantuvo sin cambios en 7,0%.

Las previsiones para 2008 de exportaciones y de importaciones fueron corregidas al alza, sin embargo las expectativas de ventas al exterior crecieron más que las de las compras al exterior. De esta manera, se expandió la previsión de Balanza Comercial, que se ubicó en US\$11.000 millones (3,5% del PIB). Asimismo, durante el corriente año las Reservas Internacionales crecerían US\$12.300 millones según el REM hasta alcanzar US\$58.500 millones.

Las tasas de interés proyectadas para fin del corriente año fueron corregidas a la baja, excepto la previsión de la tasa de las Letras del Banco Central (LEBAC) que se mantuvo inalterada, mientras que los pronósticos de Tipo de Cambio Nominal (TCN) se redujeron a 3,23 \$/US\$. En tanto, las proyecciones de Depósitos y Préstamos al Sector Privado no Financiero aumentaron en cantidades similares y se prevé que crezcan durante 2008 21,4% y 34,1%, respectivamente. Asimismo, las previsiones del agregado monetario M2 para 2008 aumentaron \$2.700 millones a \$172.800 millones (18,6% interanual -i.a.-), manteniéndose dentro de las bandas del Programa Monetario 2008 (PM 2008).

La Recaudación Tributaria Nacional esperada para el corriente año aumentó a \$272.000 millones (27,3% del PIB), mientras que las estimaciones de Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) crecieron a \$35.600 millones (3,6% del PIB), por encima de lo previsto en el Presupuesto Nacional 2008 (PN-08). Así, de acuerdo a las estimaciones, los ingresos tributarios y el resultado primario continuarían creciendo a tasas elevadas en términos interanuales (36,1% y 38,8%, respectivamente).

Por último, este trimestre comenzaron a relevarse los pronósticos para 2009. De acuerdo con el REM, durante el próximo año el crecimiento del PIB se desaceleraría a 5,9% y el IPI PIB crecería a tasas inferiores a las de 2008. Por su parte, los salarios aumentarían a un ritmo menor al del año precedente y la Tasa de Desocupación caería al menor valor desde 1990. El agregado monetario M2 continuaría creciendo a tasas similares a la de los años previos, y las tasas de interés se mantendrían levemente por encima de los niveles de 2008. El saldo de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos se reduciría, sin embargo continuaría la dinámica de acumulación de reservas. La Recaudación Tributaria Nacional seguiría creciendo pero a una tasa menor a la de 2008. En tanto, el Resultado Primario del SPNF como porcentaje del PIB se mantendría elevado en términos históricos.

Gráfico IX.1  
Expectativas del IPI del PIB e IPC GBA  
(var. i.a.)

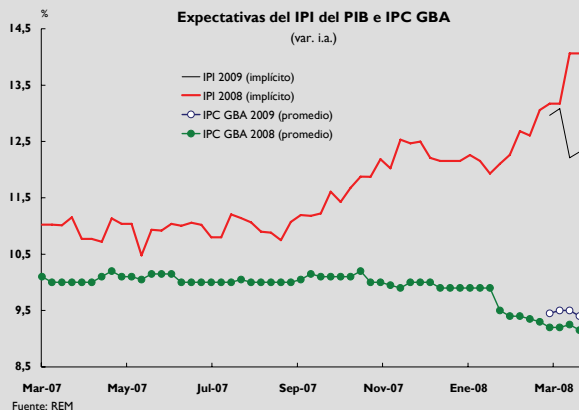
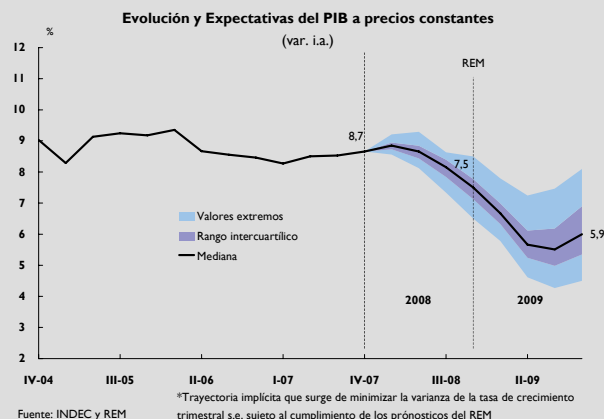
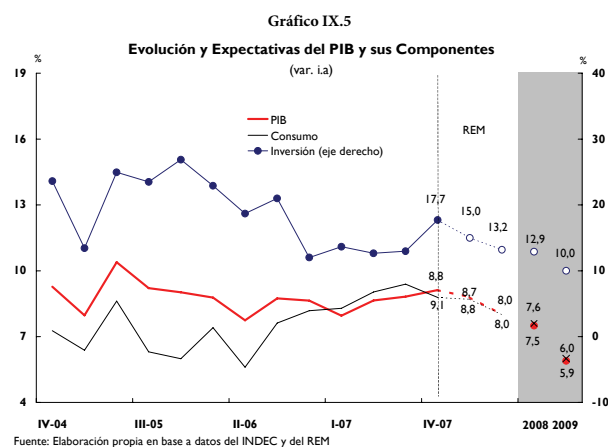
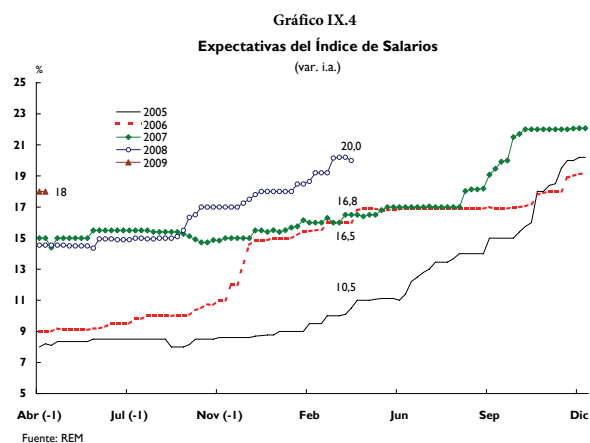
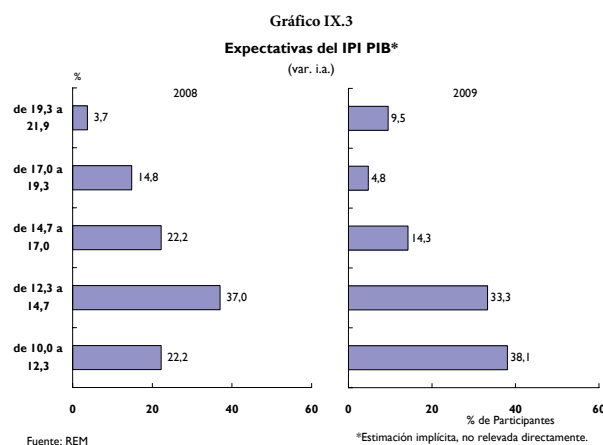


Gráfico IX.2  
Evolución y Expectativas del PIB a precios constantes  
(var. i.a.)





## IX.2 Evolución y Principales Resultados<sup>35</sup>

La variación esperada del Índice de Precios Implícitos del PIB (IPI PIB)<sup>36</sup> para el presente año ascendió 3,3 puntos porcentuales (p.p.) a 14,1%, mientras que las proyecciones para 2009 se ubican en 12,3%. El desvío estándar de las perspectivas individuales para ambos años (2,2% para 2008 y 3,5% para 2009) supera la dispersión observada en marzo de 2007 en igual horizonte de pronóstico (1,5% para 2007 y 1,8% para 2008), dando cuenta de que existe un menor grado de consenso entre los participantes sobre la evolución futura de esta variable (ver Gráficos IX.1 y IX.3).

También la mediana de las predicciones de variación del Índice de Salarios aumentó 2,0 p.p. a 20,0% para 2008, en relación con el **Informe de Inflación** precedente, y se ubicó en 18% para 2009. De cumplirse los pronósticos del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), los salarios nominales evidenciarían una desaceleración respecto del crecimiento de 22,7% alcanzado en 2007. Por su parte, las expectativas de Tasa de Desocupación permanecieron en 7,0% para el corriente año y alcanzaron a 6,5% en 2009, que representaría el menor valor desde 1990 (ver Gráfico IX.4).

Las proyecciones de crecimiento del PIB a precios constantes para 2008 aumentaron 0,6 p.p. a 7,5% i.a. impulsadas por las estimaciones de Consumo<sup>37</sup> y de Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), más que compensando una mayor caída de las Exportaciones Netas (XN). En efecto, la variación del Consumo para 2008 ascendió a 7,6% i.a., elevando la contribución<sup>38</sup> proyectada de dicho componente al crecimiento del PIB de 5,1 p.p. a 5,8 p.p.. Por su parte, el pronóstico de variación de la IBIF para el corriente año se incrementó a 12,9%, aumentando su aporte a 2,8 p.p. y las XN restarían 1,1 p.p. al crecimiento del PIB del corriente año. Asimismo, el REM espera que en 2009 el PIB real crezca en torno a 5,9%, implicando una desaceleración respecto de los años previos. El descenso del ritmo de crecimiento estaría explicado por la reducción del aporte del consumo y en menor medida de la IBIF, que todavía es proyectada como el componente más dinámico (ver Gráficos IX.2 y IX.5).

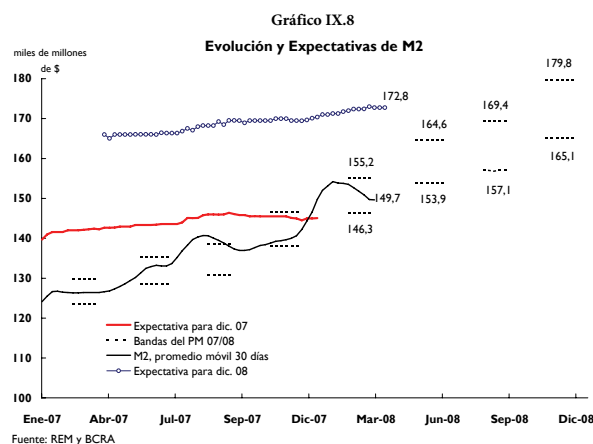
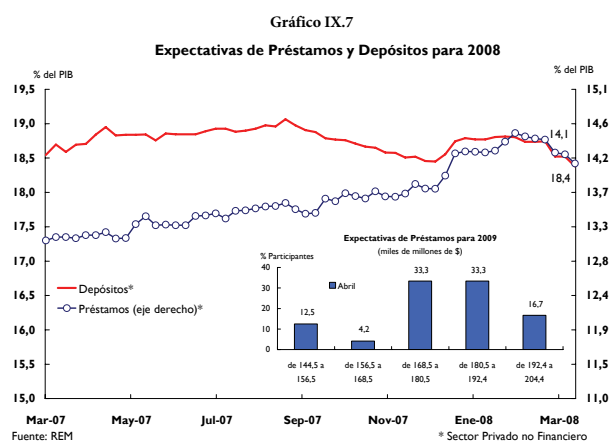
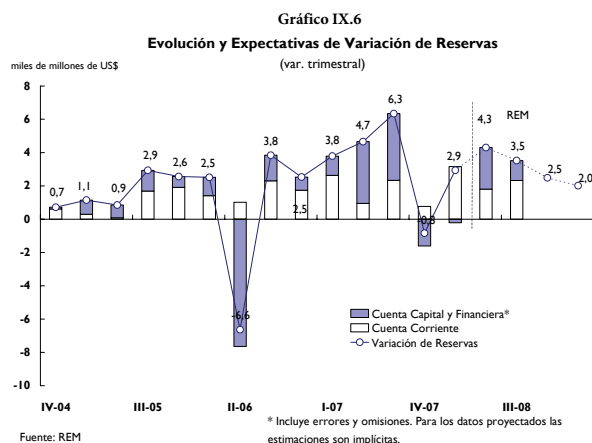
La previsión de variación del Estimador Mensual Industrial (EMI) aumentó a 7,1% para 2008 y se ubicó en 5,8% para 2009, recuperándose de la caída en las proyecciones observadas en los dos trimestres anteriores. De todas formas, el REM estaría descontando una

<sup>35</sup> Corresponde a la semana estadística 254 finalizada el 9 de abril de 2008.

<sup>36</sup> Estimación implícita en las proyecciones de PIB, no relevada directamente.

<sup>37</sup> Incluye el Consumo Público, el Consumo Privado, la Diferencia Estadística y la Variación de Existencias.

<sup>38</sup> Estimación implícita en los pronósticos de PIB, Consumo e IBIF, no relevada directamente.



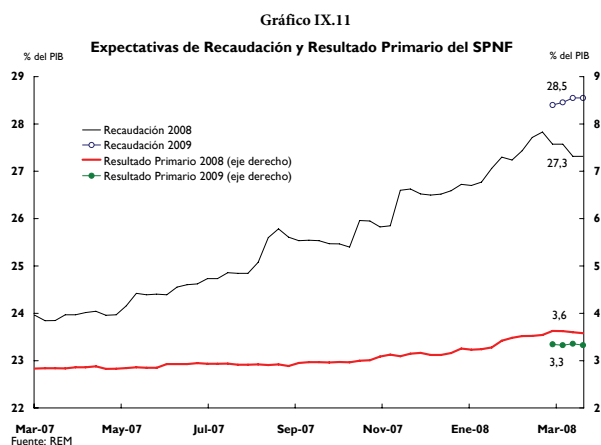
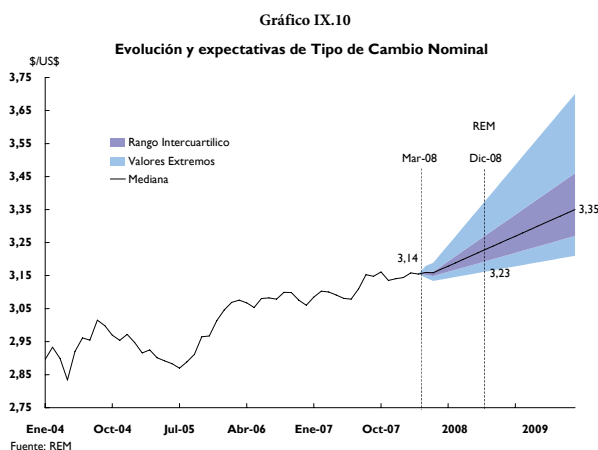
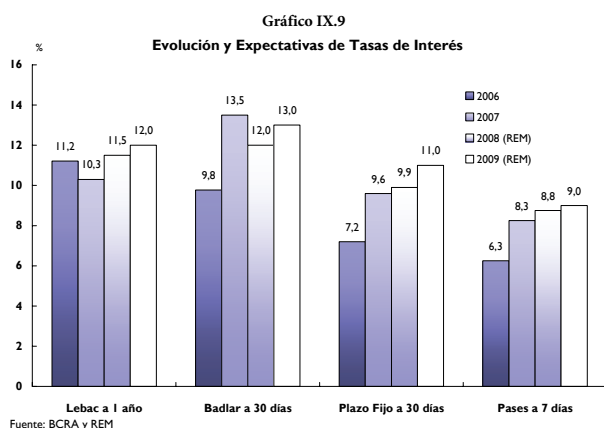
desaceleración de la actividad industrial en el mediano plazo.

En los últimos tres meses continuó la corrección al alza en las previsiones de las principales variables del sector externo. En este sentido, los pronósticos de exportaciones aumentaron US\$7.000 millones a US\$68.000 millones, mientras que las importaciones sólo crecieron US\$4.500 millones a US\$57.000 millones. Cabe destacar que durante el último trimestre las previsiones de dichas variables registraron los mayores incrementos de los últimos 2 años. De esta manera, se expandió la estimación del saldo de la Balanza Comercial, que se ubicó en US\$11.000 millones (3,5% del PIB). Para 2009, el REM estima que las ventas al exterior reducirán su tasa de crecimiento (12,7% interanual -i.a.-) y se ubicarán en US\$76.700 millones, mientras que las compras externas crecerían con más intensidad (17,3% i.a.) que las ventas, pero por debajo de lo proyectado para 2008. Así, la Balanza Comercial para el próximo año alcanzaría US\$9.800 millones (2,7% del PIB).

Asimismo, se registró un ajuste al alza de las perspectivas de saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos y Reservas Internacionales. Los respondientes de la encuesta subieron sus previsiones de saldo de la Cuenta Corriente para 2008 a US\$6.300 millones (2% del PIB), previsión que disminuye a US\$5.000 millones (1,4% del PIB) para 2009, reflejando una gradual reducción del superávit externo. La acumulación esperada de Reservas Internacionales se sitúa en US\$12.300 millones para 2008 y US\$8.200 millones para 2009, alcanzando *stocks* de US\$58.500 millones y US\$66.700 millones, respectivamente (ver Gráfico IX.6).

De acuerdo con el REM, los Depósitos del Sector Privado no Financiero aumentarían 21,4% i.a. durante 2008 hasta \$183.000 millones, representando 18,4% del PIB, relación similar a la de los últimos dos años. En tanto, los Préstamos al Sector Privado no Financiero se incrementarían 34,1% i.a., alcanzando los \$140.300 millones (14,1% del PIB) a fin de año. Con todo, para diciembre de 2009 se prevé que los depósitos se mantengan estables en términos del PIB en 18,6% y que los préstamos se incrementen 1,1 p.p. a 15,2% del Producto (ver Gráfico IX.7).

Las proyecciones del agregado monetario M2 para 2008 aumentaron \$2.700 millones a \$172.800 millones, y el 88% de los pronósticos sitúan al agregado dentro de las bandas estipuladas en el Programa Monetario 2008 (PM 2008). Así, la variación interanual alcanzaría 18,6%, por debajo del crecimiento estimado del PIB a precios



corrientes (22,6%)<sup>39</sup>. Para diciembre del próximo año, se espera que el M2 exhiba una variación positiva de 19,5% i.a. (ver Gráfico IX.8).

En el transcurso del primer trimestre de 2008, los pronósticos de tasas de interés se corrigieron a la baja, revirtiendo la tendencia de los meses previos. En particular, las expectativas de *Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate* (BADLAR) disminuyeron 150 puntos básicos (p.b.) a 12,0%, mientras que las estimaciones de tasa de interés de Plazo Fijo en pesos a 30 días se ajustaron 40 p.b. a 9,9%. Las proyecciones de tasas pasivas del BCRA fueron corregidas en una cuantía inferior. Así, los pronósticos de tasa de Pases Pasivos en pesos a 30 días descendieron 20 p.b. a 8,8% y la tasa esperada de las Letras del Banco Central (LEBAC) en pesos a un año se mantuvo en 11,5%. Las expectativas de tasas de interés para 2009 exhiben un incremento de la curva de tasas de fondeo del BCRA y una caída en el margen entre las tasas de plazos fijos mayoristas y minoristas ofrecidas por las entidades financieras (ver Gráfico IX.9).

Por su parte, los pronósticos de Tipo de Cambio Nominal (TCN) disminuyeron levemente a 3,23\$/US\$ para 2008. No obstante, estas estimaciones se mantienen por debajo de las cotizaciones en los mercados de futuros. En tanto, para 2009 se espera que el TCN se deprecie 3,8% a 3,35\$/US\$ (ver Gráfico IX.10).

La mediana de las expectativas de Recaudación Tributaria Nacional aumentó \$17.000 millones para 2008 a \$272.000 millones (27,3% del PIB), mientras que se espera que la recaudación crezca en 2009 a \$338.100 millones (28,5% del PIB). Por su parte, el Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) creció a \$35.600 millones (3,6% del PIB) para 2008 y a \$39.400 millones (3,3% del PIB) para 2009. La proporción de los participantes que esperan que el Resultado Primario del SPNF supere la estimación nominal del Presupuesto Nacional 2008 (PN-08) se incrementó 15,6 p.p. a 87,0%<sup>40</sup>, mientras 94% de los participantes espera que se cumpla en términos del PIB (ver Gráfico IX.11).

Finalmente, durante el trimestre se mantuvieron elevados los niveles de participación, contando el REM con 57 participantes<sup>41</sup> habilitados para ingresar proyecciones.

<sup>39</sup> Se compara la variación interanual punta (dic./dic.) del Agregado Monetario M2 y la variación interanual promedio del PIB corriente.

<sup>40</sup> El PN-08 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.

<sup>41</sup> Durante el trimestre se incorporó un nuevo participante al Relevamiento.



## Resultados del REM. Marzo 2008

### 1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES		2009-FEB																	
		Promedio	Mediana	Desvío															
IPC: var. 12 meses; en %		9,7	9,5	1,2															
VARIABLES		2008-FEB																	
Precios		Promedio	Mediana	Desvío															
IPC: var. mensual; en %			1,0	0,9	0,2	0,7	0,8	0,1											
IPC: var. interanual implícita, en % <sup>1</sup>				8,6															
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)																			
Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en %		1,3	1,30	0,18	1,37	1,28	0,34												
Monetarias y Financieras		2008-MAR			2008-ABR			2008-MAY			2008-JUN			2009-JUN					
		Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío			
Agregado Monetario M2 (\$); promedio mensual en mil. de \$				150.516		149.750	1.651	153.297	152.641	1.984				172.673	172.753	4.436			
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$				159.836		159.755	2.043	163.048	163.000	1.292				183.522	183.000	3.693			
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$				110.730		110.523	530	112.991	112.963	702				139.380	140.282	6.462			
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %								8,2	8,2	0,2	8,3	8,3	0,2	9,7	9,9	1,0			
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en %								11,4	11,4	0,2	11,4	11,5	0,1	11,6	11,5	0,5			
Tasa de Interés: Pasos Pasivos en \$ a 7 días; en %								8,3	8,3	0,0	8,3	8,3	0,1	8,7	8,8	0,5			
Tasa de Interés: BADLAR promedio mensual de bcos. priv. a 30 días en \$; en %								8,7	8,7	0,2	8,8	8,8	0,2	11,5	12,0	1,4			
Tipo de Cambio Nominal: promedio mensual; \$/US\$								3,16	3,16	0,01	3,16	3,16	0,01	3,2	3,2	0,0			
Actividad Económica		2008-JUL			2008-AUG			2008-SEP			2008-OCT			2008-NOV			2009-NOV		
		Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío			
EIMAE: var. interanual; en %		8,7	8,7	0,7	7,9	8,0	0,9							7,4	7,5	0,4			
EMI: var. interanual; en %					7,6	7,4	1,3	8,1	8,1	1,4				7,1	7,1	0,5			
Sector Externo		2008-DIC			2009-JAN			2009-FEB			2009-MAR			2009-ABR			2009-MAY		
		Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío			
Exportaciones; en mil. de us\$					5.288	5.300	413	5.769	5.769	447				67.785	68.000	3.591			
Importaciones; en mil. de us\$					4.500	4.500	298	4.458	4.400	291				56.909	57.000	3.102			
Fiscales		2009-JUN			2009-JUL			2009-AUG			2009-SEP			2009-OCT			2009-NOV		
		Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío			
Recaudación Tributaria Nacional; en mil. de \$								19.354	19.350	1.005	25.681	26.000	1.960	271.535	272.000	10.087			
Resultado Primario del SPNF; en mil. de \$					2.419	2.500	559	2.662	2.700	529				35.410	35.631	4.088			

## 2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2008-TR1			2008-TR2			2008-TR3			2008-ANL			2009-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
Actividad Económica															
PIB a precios constantes: variación interanual; en %	8,7			7,9	8,0	0,5				7,4	7,5	0,4	6,0	5,9	0,9
PIB a precios corrientes; en mill. de \$													1.184.701	1.184.397	69.226
Consumo Total a precios constantes: variación interanual, en %	8,7			8,0	8,0	0,8				7,6	7,6	0,7	6,2	6,0	1,1
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual, en %	15,2	15,0	2,5	13,3	13,1	2,5				13,1	12,9	2,6	10,4	10,0	3,7
Tasa de desocupación, en %	8,1	8,1	0,4	7,4	7,5	0,3				6,9	7,0	0,3	6,6	6,5	0,5
Sector Externo															
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mil. de US\$	1696,0	1.810	599	2.472	2.323	568				6.413	6.324	1.510	4.967	5.000	1.812
Monetarias y Financieras															
Reservas Internacionales; fin de período; en mil. de US\$				53.876	54.000	1.490	55.989	56.200	1.447	58.020	58.500	2.142	66.966	66.669	3.484

<sup>†</sup> Esta variable no es relevante en e | REM v su valor se obtiene implícitamente.

# Glosario de Abreviaturas y Siglas

<b>ACE:</b> Acuerdo de Complementación Económica	<b>CFI:</b> Coparticipación Federal de Impuestos
<b>ADEFA:</b> Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina	<b>CFTC:</b> <i>Commodity Futures Trading Commission</i>
<b>AFIP:</b> Administración Federal de Ingresos Públicos	<b>CH:</b> Central hidroeléctrica
<b>AFJP:</b> Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones	<b>CIF:</b> <i>Cost of Insurance and Freight</i>
<b>AIP:</b> Aglomerados del Interior del País	<b>CNV:</b> Comisión Nacional de Valores
<b>ALADI:</b> Asociación Latinoamericana de Integración	<b>CO:</b> Carta Orgánica
<b>ANSeS:</b> Administración Nacional de la Seguridad Social	<b>CPI:</b> <i>Consumer Price Index</i> (Índice Precios al Consumidor EE.UU.)
<b>AT:</b> Adelantos Transitorios	<b>CyE:</b> Combustibles y energía
<b>BADLAR:</b> <i>Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate</i> (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)	<b>DJVE:</b> Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior
<b>BCB:</b> Banco Central de Brasil	<b>DLI:</b> Demanda Laboral Insatisfecha
<b>BCE:</b> Banco Central Europeo	<b>DPN:</b> Deuda Pública Nacional
<b>BCRA:</b> Banco Central de la República Argentina	<b>EDP:</b> Equipo durable de producción
<b>CCBCRA:</b> Cuentas Corrientes en el Banco Central de la República Argentina	<b>EE.UU.:</b> Estados Unidos
<b>BdP:</b> Balance de Pagos	<b>EIL:</b> Encuesta de Indicadores Laborales
<b>BID:</b> Banco Interamericano de Desarrollo	<b>EMAE:</b> Estimador Mensual de Actividad Económica
<b>Bim.:</b> Bimestre	<b>EMBI+:</b> <i>Emerging Markets Bond Index</i>
<b>BM:</b> Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA	<b>EMI:</b> Estimador Mensual Industrial
<b>BODEN:</b> Bonos del Estado Nacional	<b>EPH:</b> Encuesta Permanente de Hogares
<b>BONAR:</b> Bono de la Nación Argentina en pesos.	<b>EPH continua:</b> Nueva Encuesta Permanente de Hogares
<b>BoJ:</b> Banco de Japón	<b>EPH puntual:</b> Encuesta Permanente de Hogares Tradicional
<b>Bovespa:</b> Bolsa de Valores del Estado de San Pablo	<b>FCI:</b> Fondos Comunes de Inversión
<b>Bs. As.:</b> Buenos Aires	<b>Fed:</b> Reserva Federal de EE.UU.
<b>CABA:</b> Ciudad Autónoma de Buenos Aires	<b>Fed Funds:</b> Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de EE.UU.
<b>CAMMESA:</b> Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico Sociedad Anónima	<b>FF:</b> Fideicomisos Financieros
<b>CBA:</b> Canasta Básica Alimentaria	<b>FMI:</b> Fondo Monetario Internacional
<b>CCBCRA:</b> Cuentas Corrientes de las Entidades Financieras en el Banco Central de la República Argentina	<b>FOB:</b> <i>Free on Board</i> (Libre a bordo)
<b>Cta. Cte:</b> Cuenta corriente	<b>FOMC:</b> Comité de Política Monetaria
<b>CDS:</b> <i>Credit Default Swaps</i> (Instrumento de Cobertura de Riesgo Crediticio)	<b>F&amp;E:</b> <i>Food and Energy</i>
<b>CER:</b> Coeficiente de Estabilización de Referencia	<b>GBA:</b> Gran Buenos Aires
	<b>GNL:</b> Gas Natural Licuado
	<b>ha:</b> Hectárea
	<b>HICP:</b> Índice Armonizado de Precios al Consumidor de la Unión Monetaria
	<b>i.a.:</b> Interanual
	<b>IBIF:</b> Inversión Bruta Interna Fija
	<b>ICC:</b> Índice del Costo de la Construcción

<b>ICDCB:</b> Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias	<b>MERCOSUR:</b> Mercado Común del Sur
<b>IDL:</b> Índice de Demanda Laboral	<b>Merval:</b> Mercado de Valores de Buenos Aires
<b>IED:</b> Inversión Extranjera Directa	<b>MEyP:</b> Ministerio de Economía y Producción
<b>IGBVL:</b> Índice General de la Bolsa de Valores de Lima	<b>MMCD:</b> Millones de metros cúbicos diarios
<b>IGPA:</b> Índice General de Precios de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago	<b>MOA:</b> Manufacturas de Origen Agropecuario
<b>INDEC:</b> Instituto Nacional de Estadística y Censos	<b>MOI:</b> Manufacturas de Origen Industrial
<b>IPC:</b> Índice de Precios al Consumidor	<b>MRO:</b> <i>Main Refinancing Operations</i> (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)
<b>IPC GBA:</b> Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires	<b>MSCI:</b> Morgan Stanley Capital International
<b>IPC Interior:</b> Índice de Precios al Consumidor del Interior del país	<b>MTEySS:</b> Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social
<b>IPC Méx.:</b> Índice de Precios y Cotizaciones de México	<b>MULC:</b> Mercado Único y Libre de Cambios
<b>IPC Nacional:</b> Índice de Precios al Consumidor Nacional	<b>NAFTA:</b> Tratado de Libre Comercio de América del Norte
<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>NG:</b> Nivel General
<b>IPCA:</b> Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)	<b>NOBAC:</b> Notas del Banco Central (Argentina)
<b>IPI:</b> Índice de Precios Implícitos	<b>OPEP:</b> Organización de Países Exportadores de Petróleo
<b>IPIB:</b> Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor	<b>O/N:</b> <i>Overnight</i>
<b>IPIM:</b> Índice de Precios Internos al Por Mayor	<b>p.b.:</b> Puntos básicos
<b>IPMP:</b> Índice de Precios de las Materias Primas	<b>p.p.:</b> Puntos porcentuales
<b>IPP:</b> Índice de Precios Básicos al Productor	<b>PCE:</b> <i>Personal Consumption Expenditure</i> (Índice de Precios de los Gastos de Consumo Personal)
<b>IRD:</b> Inversión Real Directa	<b>PEA:</b> Población Económicamente Activa
<b>ISAC:</b> Índice Sintético de Actividad de la Construcción	<b>PEN:</b> Poder Ejecutivo Nacional
<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-08:</b> Presupuesto Nacional 2008
<b>LATAM:</b> Latinoamérica	<b>PP:</b> Productos primarios
<b>LEBAC:</b> Letras del Banco Central (Argentina)	<b>PPA:</b> Paridad del Poder Adquisitivo
<b>LFCF:</b> <i>Latin Focus Consensus Forecast</i>	<b>Prom.:</b> Promedio
<b>LME:</b> <i>London Metal Exchange</i>	<b>Prom. móv.:</b> Promedio móvil
<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	<b>s.e.:</b> Serie sin estacionalidad
<b>M3:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$	<b>s.o.:</b> Serie original
<b>M3 privado:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$ del sector privado	<b>S&amp;P:</b> <i>Standard and Poors</i> (Índice de las principales acciones en EE.UU. por capitalización bursátil)
<b>M3*:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	<b>SAGPyA:</b> Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos
	<b>Selic:</b> Sistema Especial de Liquidação e de Custodia (tasa de interés de referencia del BCB)
	<b>SIJyP:</b> Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
	<b>SMVM:</b> Salario Mínimo Vital y Móvil
	<b>SPNF:</b> Sector Público Nacional no Financiero
	<b>TCN:</b> Tipo de cambio nominal
	<b>TCR:</b> Tipo de cambio real
	<b>TG:</b> Turbina a Gas

**TI:** Términos de Intercambio

**TN:** Tesoro Nacional

**Trim.:** Trimestral / Trimestre

**UADE:** Universidad Argentina de la Empresa

**UCI:** Utilización de la Capacidad Instalada

**UE:** Unión Europea

**US\$:** Dólares Americanos

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

**UTDT:** Universidad Torcuato Di Tella

**Var.:** variación

**VNO:** Valor Nominal Original

**WEO:** *World Economic Outlook*

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

**XN:** Exportaciones Netas