



Informe de Inflación

Tercer Trimestre de 2008



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación

Tercer Trimestre de 2008



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación
Tercer Trimestre 2008

ISSN 1668-0561
Edición electrónica

Fecha de publicación | Julio 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

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

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”. Preservar el poder adquisitivo de la moneda es entonces una misión permanente del Banco Central, y requiere fundar las condiciones para que la estabilidad de precios sea posible y duradera. En efecto, en el marco de una economía que aún se encuentra en un sendero de transición hacia el equilibrio de largo plazo, la estabilidad de precios no puede ser alcanzada sin estabilidad monetaria y financiera. Esos equilibrios resultan indispensables para alcanzar la estabilidad de precios de todos los bienes de la economía, objetivo hacia el que debe bregar el Banco Central.

*Para alcanzar esa meta, el Banco Central debe comprender de la manera más completa posible el estado de la economía y el proceso de formación de los precios, intentando así anticiparse a las tendencias inherentes de la inflación. Adicionalmente, debe comunicar el resultado de este análisis 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.*

*El cierre estadístico de este **Informe** fue el 11 de julio y la próxima publicación, correspondiente al cuarto trimestre de 2008, será el 22 de octubre a través de internet.*

Buenos Aires, 23 de julio de 2008

Contenido

Pág. 5 | I. Visión Institucional

Pág. 9 | II. Contexto Internacional

Pág. 19 | Apartado 1 / Incidencia del petróleo sobre la inflación global

Pág. 23 | III. Actividad Económica

Pág. 32 | IV. Empleo y Salarios

Pág. 37 | V. Sector Externo

Pág. 41 | Apartado 2 / Exportaciones de MOI y competitividad industrial

Pág. 45 | VI. Finanzas Públicas

Pág. 51 | Apartado 3 / La medición del resultado fiscal estructural

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

Pág. 64 | VIII. Inflación

Pág. 72 | IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

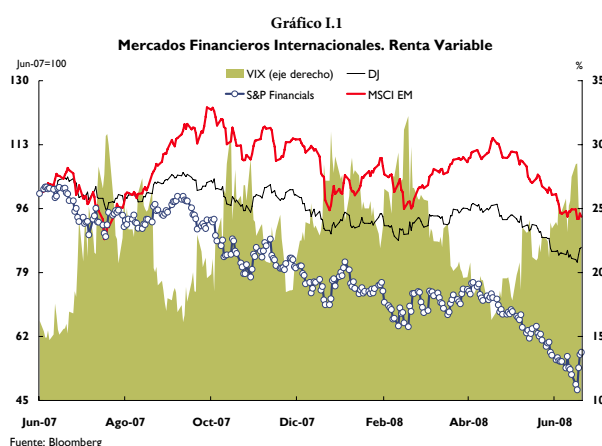
Pág. 76 | Resultados del REM. Junio de 2008

Pág. 77 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

I. Visión Institucional

El contexto internacional continúa deteriorándose. A la desaceleración de la economía en la mayoría de los países avanzados y, en menor medida, en las regiones emergentes, se adiciona una profundización y prolongación en el tiempo de las dificultades financieras y una inflación en ascenso a nivel mundial. De esta manera, las autoridades económicas enfrentan crecientes desafíos en el diseño e implementación de la política económica y, en particular, de la política monetaria.

Si bien la desaceleración registrada en el primer trimestre a nivel global fue algo menor que lo previsto, los indicadores recientes estarían anticipando que la actividad moderará su ritmo de crecimiento aún más en el segundo semestre de este año. En las economías avanzadas sigue deteriorándose la confianza de las empresas y de los consumidores, al tiempo que en las emergentes, principales impulsoras de la expansión mundial, también se observan indicios de debilitamiento de la actividad.



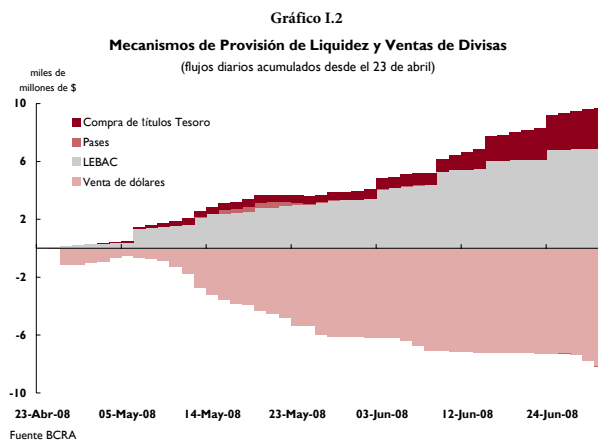
Paralelamente, alentada por el alza de los precios de los alimentos y de la energía, la inflación está en aumento, pese a la ralentización de la actividad económica, y los precios del petróleo superaron considerablemente los máximos en términos nominales y reales (ver Apartado 1). Si bien la inflación subyacente aún se encuentra relativamente contenida en las economías avanzadas, las expectativas inflacionarias se deterioraron en los últimos meses.

La persistencia y profundización de la crisis financiera internacional continuó disminuyendo el valor de los activos y desmejorando los indicadores crediticios. Se restringió aún más la liquidez y la solvencia en los mercados financieros durante el segundo trimestre, a pesar de los importantes esfuerzos realizados por las principales autoridades monetarias del mundo. En particular, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) continuó su política de inyecciones de liquidez a las instituciones con dificultades, de manera directa o mediante el reemplazo de los títulos más riesgosos por activos de mejor calidad. Además, la ayuda se extendió a entidades financieras distintas de bancos comerciales, en un intento de mitigar la propagación de los riesgos de insolvencia desde instituciones particulares al resto del sistema. También en Europa, aunque de manera menos explícita, las autoridades mostraron su compromiso con la estabilidad financiera. Por su parte, diversos bancos obtuvieron fondos de sus accionistas, con el fin de cumplir con la exigencia de capital regulatorio.

Las decisiones de los principales bancos centrales hacen más explícito el firme compromiso con la estabilidad y el

buen funcionamiento del sistema financiero, ampliando y perfeccionando el conjunto de instrumentos de provisión de liquidez. No obstante, los mercados siguen siendo frágiles ante la incertidumbre en torno a la magnitud y extensión de las pérdidas asociadas, lo que se retroalimenta con la desaceleración económica mundial. En consecuencia, se prevé que las condiciones crediticias sigan siendo rigurosas en los próximos trimestres.

En el marco del enfoque de administración de riesgos que lleva adelante esta institución (en el que se diseñan escenarios base para las variables monetarias y financieras y se les asignan probabilidades de desvío) se observó a nivel local un desajuste de la demanda de dinero. Es decir, un desalineamiento, que no se correspondía con las condiciones del sistema financiero ni con el resto de los fundamentos macroeconómicos, de una de las variables con respecto a los valores previstos por este esquema en su escenario base y que requirió un accionar determinante por parte del BCRA.



En efecto, ante un cambio de portafolio de los ahorristas, que se tradujo en una caída de los depósitos privados en cuentas a la vista de 6%, esta institución buscó apuntalar la demanda de dinero través de dos canales: una apreciación del peso brindando previsibilidad “hacia adelante” y un ajuste natural de las tasas de interés. Una vez estabilizado el mercado de cambios, el BCRA abasteció de liquidez al sistema de manera de retornar al escenario base. En particular, se proveyeron fondos, tanto en pesos como en dólares, con los instrumentos desarrollados en los últimos años y mediante nuevos mecanismos. El rescate de Letras y Notas de esta institución (LEBAC y NOBAC) fue una de las principales herramientas, complementada con las operaciones de Pases, demostrando ser adecuados a la coyuntura. Además, en mayo se habilitó la operatoria de Pases Activos en dólares. A partir de junio también se creó una nueva ventanilla de liquidez que permite a las entidades financieras tomar fondos con ciertos títulos no elegibles para acceder a Pases Activos. Adicionalmente, el Banco Central realizó operaciones de mercado abierto con títulos públicos en el mercado secundario como lo hacen la mayor parte de las autoridades monetarias en el mundo y dispuso un período bimensual para complementar los requisitos de encajes en junio y julio de 2008.

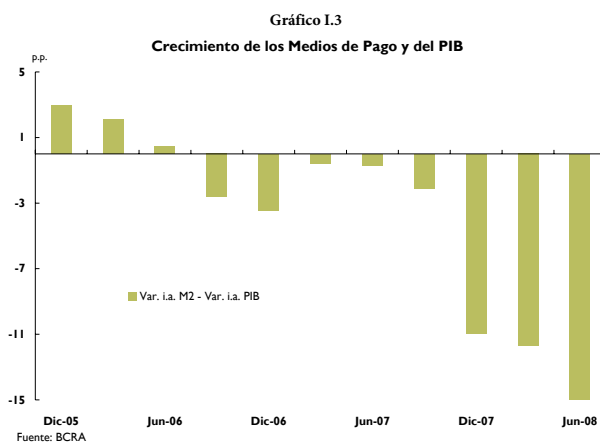
Como resultado de estas iniciativas, una vez demostradas la intención y capacidad para atenuar la volatilidad de los mercados locales, las variables monetarias presentaron indicios de regreso a la normalidad. En un marco de estricto control del crecimiento de los agregados monetarios, en el que actualmente el M2 se incrementa a una tasa del 16% anual, es decir por debajo de la del

Producto nominal, las políticas anticíclicas o de reaseguro desarrolladas (acumulación de reservas y construcción de un sistema financiero sólido) han permitido a esta institución estar preparada para minimizar el impacto de las fluctuaciones financieras sobre la economía real. Así, las tasas de interés de corto plazo del mercado monetario que habían subido desde fines de abril y durante mayo, en junio comenzaron a descender. Por su parte, las tasas interbancarias exhiben una menor volatilidad, reflejando tanto el alto nivel de liquidez total con el que cuenta el sistema financiero como el accionar del BCRA para transformar liquidez mediata (*stock* de LEBAC y NOBAC) en inmediata (mediante menores colocaciones y recompras), cuando las circunstancias lo hicieran necesario.

Por su parte, los superávits externo y fiscal resultaron pilares fundamentales para enfrentar el cambio de contexto. Las cuentas externas continúan exhibiendo resultados positivos, que llevarían a la Cuenta Corriente a alcanzar en 2008 su séptimo año consecutivo de superávit, impulsado por el crecimiento de las exportaciones de mercancías. Se destaca especialmente el aumento de las cantidades exportadas de manufacturas industriales, apoyado en las ganancias de competitividad del sector fabril de los últimos años (ver Apartado 2). Para lo que resta del año se espera que las ventas externas de mercancías continúen en ascenso, a la vez que las importaciones también lo harían, a partir de una elasticidad importaciones-PIB superior a la de 2007 y un aumento de precios mayor al esperado.

En lo referido a las cuentas públicas nacionales, a pesar del deterioro transitorio en los últimos meses, el superávit primario mostró una mejora interanual impulsada por la suba de los ingresos. La Recaudación Tributaria Nacional siguió su sendero ascendente, aunque en términos reales evidenció una desaceleración, al tiempo que el gasto primario continuó creciendo a tasas elevadas, pero inferiores a las registradas durante 2007. Se prevé que en 2008 el Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) continúe registrando un resultado primario positivo y superior a la pauta del Presupuesto Nacional para este año (3,15% del PIB). Sin embargo, algunas mediciones indican que el resultado estructural (que excluye factores propios del ciclo económico) se ubica cada vez más por encima del superávit observado (ver Apartado 3).

La actividad económica siguió presentando una tendencia creciente, aunque mostró algunos signos de debilitamiento. Por el lado del gasto, el buen desempeño de la Inversión, principalmente en Equipo durable, fue compensado parcialmente por una moderación en la tenden-



cia ascendente del Consumo, lo que redundó en un crecimiento económico menor al esperado, principalmente en el segundo trimestre. En el último semestre del año se prevé un mayor dinamismo de la actividad agregada, aunque con un ritmo de crecimiento menor al de los últimos años, impulsado por la recuperación de las Exportaciones y un mayor gasto de los hogares, luego de la estabilización de las expectativas y las condiciones financieras.

En la medida que se van alcanzando reducidos niveles de desempleo, disminuye también la contribución de la actividad económica a la mejora de los indicadores laborales. La tasa de desocupación, que alcanzó en el primer semestre de 2008 el menor nivel desde 1993, se redujo más debido a la retracción de la fuerza laboral, que al crecimiento del empleo. Las presiones salariales también pusieron en evidencia un mercado de trabajo más ajustado. A pesar del impacto del aumento de los aportes jubilatorios a comienzos de año, el índice de salarios aumentó más en el primer semestre que en igual período de 2007. En términos nominales los salarios crecen a tasas superiores al 20% interanual (i.a.).



En tanto, los distintos indicadores de precios disponibles continúan presentando una tendencia divergente, aunque con una ligera moderación en el margen. En el transcurso del segundo trimestre tanto los índices de precios minoristas, como mayoristas y de costos sectoriales, evidenciaron un ritmo de crecimiento similar al del trimestre previo. A su vez, un indicador de precios más amplio como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, recientemente profundizó su impulso debido principalmente a la evolución de los precios de exportación, mientras que la variación del IPI del Consumo Privado se mantuvo estable.

La política monetaria y financiera llevada a cabo en los últimos años permitió brindar una respuesta contundente ante un cambio del contexto. En tiempos de amplia liquidez se diseñaron instrumentos para absorber los excesos de fondos y mantener bajo control el crecimiento de los agregados monetarios, mientras que en situaciones como las observadas recientemente se utilizaron los recursos acumulados para evitar cualquier disrupción del sistema monetario y financiero. Asimismo, se logró revertir la caída en la demanda de pesos, que de otro modo se hubiera traducido en mayores presiones inflacionarias e inestabilidad financiera. En este sentido, los mecanismos preventivos desarrollados permitieron que en la actualidad las fluctuaciones de las variables monetarias y financieras resulten acotadas, brindando un aporte sustantivo a la consolidación de un proceso de crecimiento sostenido con inclusión social.

II. Contexto Internacional

II.1 Síntesis

Durante el último trimestre las perspectivas del contexto internacional continuaron desmejorando. Por primera vez en décadas la economía global enfrenta simultáneamente riesgos significativos de desaceleración económica, inflación creciente y crisis financiera.

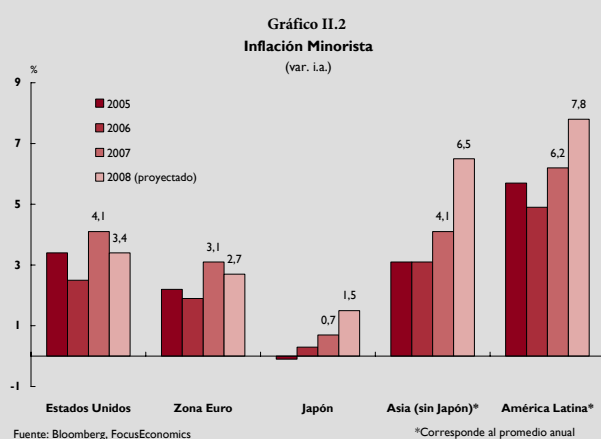
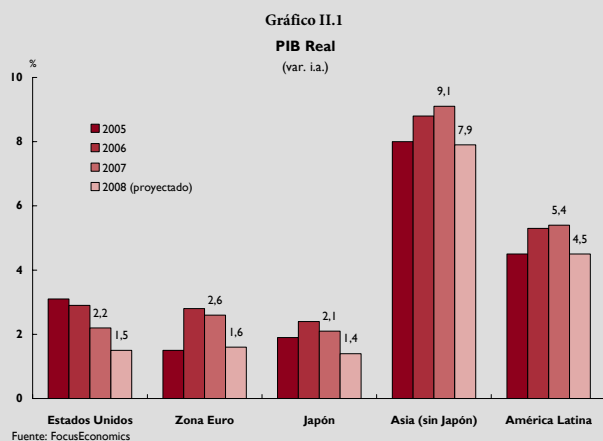
Si bien los datos de crecimiento de las economías avanzadas en el primer trimestre superaron lo esperado, se mantienen los riesgos a la baja para el resto del año y se prevé una desaceleración con respecto a 2007. El menor ritmo de la actividad económica que se observaría en los países desarrollados también alcanzaría a los emergentes, aunque éstos últimos continuarían siendo los principales contribuyentes al crecimiento global. Así, Estados Unidos crecería durante 2008 a una tasa levemente superior a 1%, en tanto que la zona Euro y Japón lo harían en torno a 1,6% y 1,4%, respectivamente, y América latina y Asia emergente se expandirían 4,5% y 7,9%.

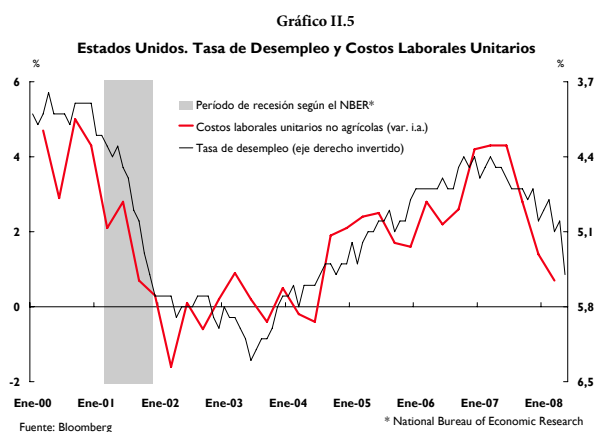
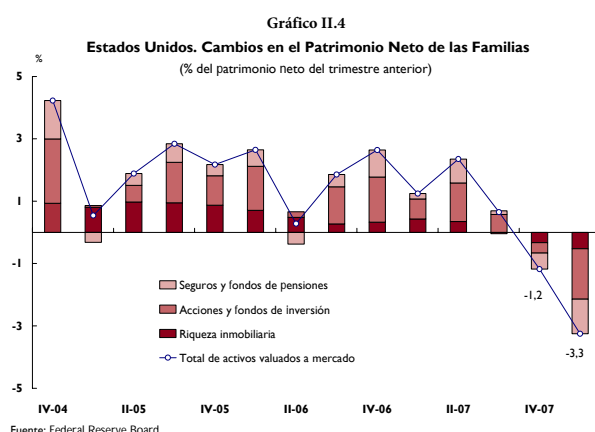
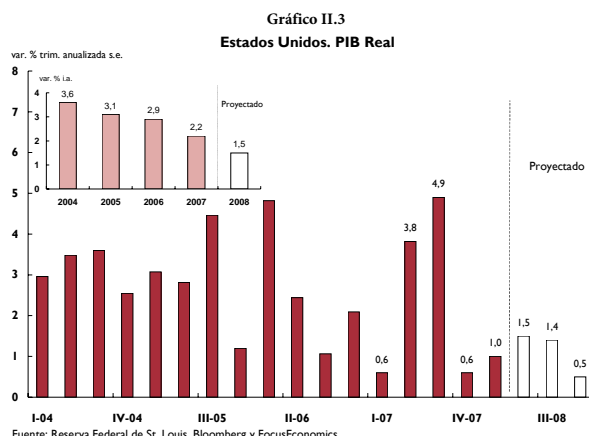
Las tasas de inflación minorista se aceleraron en todas las regiones en los últimos meses, impulsadas por los precios de los alimentos y de la energía, alcanzando valores máximos respecto de las últimas décadas y continuaron ubicándose a su vez, en algunos casos, por encima de la meta de los bancos centrales. Aunque la inflación subyacente se mantuvo contenida en los países avanzados, aumentaron los riesgos de aparición de efectos de segunda ronda, que ya estarían materializados en países emergentes. Así, se espera que la inflación de 2008 se ubique en 3,4% en EE.UU., 2,7% en la zona Euro y 1,5% en Japón. En tanto, alcanzaría un promedio de 7,1% en América latina y 5,7% en Asia emergente.

Los precios de las materias primas continuaron mostrando alzas en el segundo trimestre, aunque en promedio más moderadas a las observadas en los primeros meses del año. En particular, los precios del petróleo alcanzaron valores récord, mientras que las cotizaciones de las materias primas metálicas casi no evidenciaron cambios. Por su parte, los precios de los productos agrícolas registraron en conjunto una moderación respecto a lo acontecido en el primer trimestre del año, aunque con fuertes diferencias entre los distintos ítems. Para lo que resta del año se espera que las cotizaciones se mantengan en valores históricamente elevados, aunque continuaría la volatilidad.

La aceleración en el crecimiento de los precios llevó a algunos de los principales bancos centrales a aplicar políticas monetarias más restrictivas, que se espera prevalezcan el resto del año. En igual sentido, países emergentes tales como Brasil, Chile, México e India incrementaron sus tasas de referencia, y continuarían haciéndolo en los próximos meses, mientras que China subió los encajes.

Finalmente, persisten riesgos elevados en los mercados financieros internacionales dada la incertidumbre en torno a la magnitud y extensión de las pérdidas asociadas a la crisis financiera. Este factor se sumaría a un contexto económico de desaceleración del nivel de actividad y alza de las presiones inflacionarias para tornar más volátiles los flujos de capital, en particular aquellos con destino a las economías emergentes. Así, Argentina continuaría enfrentando un contexto internacional hostil, aún en presencia de precios de las materias primas históricamente elevados.





II.2 Estados Unidos

El crecimiento del PIB de EE.UU. durante el primer trimestre del año resultó superior al esperado en ocasión del último **Informe de Inflación**. No obstante, los recientes indicadores señalarían la profundización del debilitamiento de la actividad económica y la persistencia de los riesgos a la baja en el crecimiento (ver Gráfico II.3).

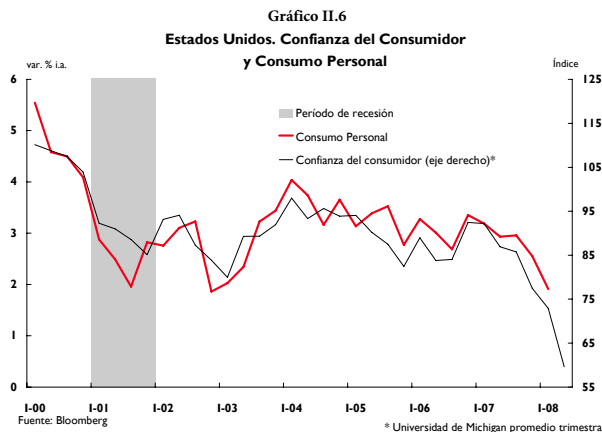
El Consumo Personal, el principal contribuyente al crecimiento del PIB, se moderaría aún más en los próximos meses, tal como lo viene haciendo desde el último trimestre de 2007, dada la conjunción de varios factores que impactarían negativamente. El aumento del ahorro, en respuesta a la caída de la riqueza y de los ingresos esperados, es compatible con el ajuste necesario para llevar el Consumo a un nivel consistente con el largo plazo.

El continuo deterioro del sector inmobiliario redujo el valor del colateral de los préstamos hipotecarios y de los créditos personales, a partir de la caída de los precios de las viviendas. A su vez, a la disminución de la riqueza de los individuos proveniente del mercado inmobiliario, evidenciada por primera vez en la historia reciente, se adicionó la caída proveniente de inversiones en acciones. Así, desde el segundo semestre de 2007 y el primer trimestre de 2008 las familias acumularon una disminución de la riqueza de 4,5%, explicada por pérdidas a partir de los activos financieros y de los fondos de pensión de 3,6%, y de 0,8% originada en los activos inmobiliarios. La caída en la riqueza de las familias se profundizó en el primer trimestre de 2008 (ver Gráfico II.4).

Adicionalmente, se elevaron los estándares crediticios al consumo de las tarjetas de crédito y otras líneas de financiamiento. Más del 30% de los bancos (superando al 10% de la encuesta¹ de enero del mismo año) reportaron un aumento en los requisitos crediticios a través de tarjetas de crédito durante los últimos tres meses, mientras que para el resto de las líneas de crédito el porcentaje alcanzó al 45%. A su vez, se observó una reducción en la cantidad de préstamos otorgados y un aumento en el *spread* entre la tasa cobrada y el costo de los fondos.

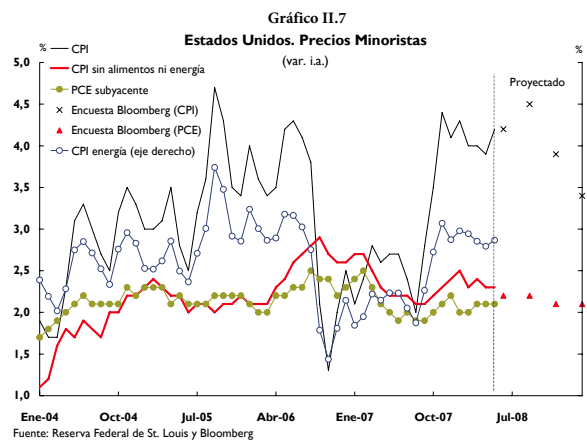
En tanto, el mercado laboral siguió evidenciando signos de debilidad, eliminando en junio puestos de trabajo por sexto mes consecutivo y registrando una tasa de desempleo de 5,5%, 0,6 puntos porcentuales (p.p.) por encima del promedio del primer trimestre. Sumado a la fragilidad del mercado de trabajo, la aceleración en el precio de los alimentos y de la energía redujo el ingreso real

¹ Información correspondiente a una encuesta conducida por la Reserva Federal (Fed) a las entidades bancarias.



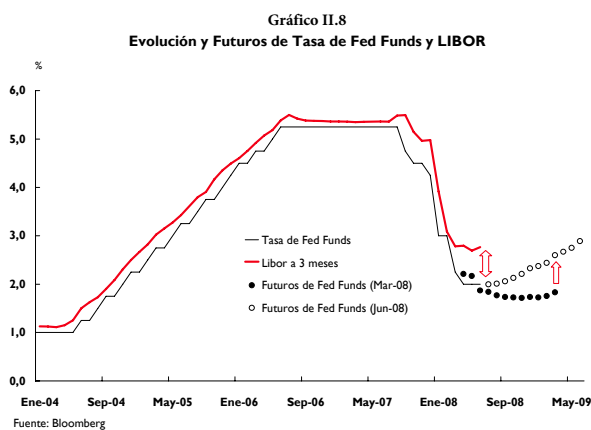
disponible afectando negativamente al poder adquisitivo de las familias (ver Gráfico II.5).

Así, la sumatoria de estos factores se vio reflejada en una fuerte caída de la confianza de los individuos, presagizando la debilidad del gasto personal. En efecto, el Indicador de Confianza de la Universidad de Michigan alcanzó en junio el menor valor desde 1980. En tanto, el indicador de Confianza del *Conference Board* registró en junio la menor lectura desde febrero de 1992, mientras que el componente de expectativas, que presenta una fuerte correlación con el gasto personal, registró el menor valor de la historia de una serie que empieza en 1964. Si bien las devoluciones tributarias establecidas por el paquete fiscal que comenzaron a operar en mayo podrían atenuar la desaceleración del consumo, dado que corresponden a una medida transitoria se prevé un moderado efecto (ver Gráfico II.6).



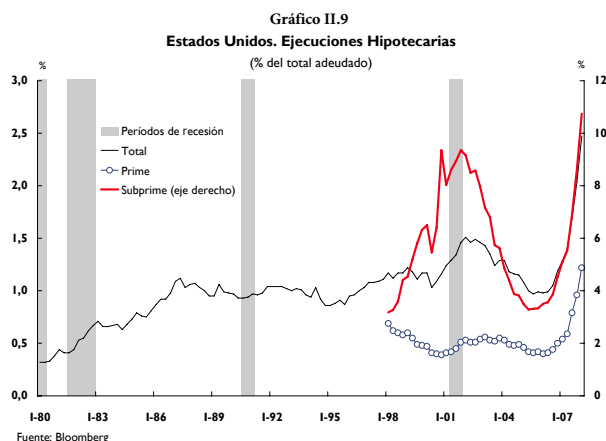
La Inversión Residencial sigue presentando perspectivas desfavorables, ante la profundización de la fragilidad del mercado inmobiliario, mientras que la Inversión no Residencial se debilitaría, de acuerdo con la contracción de las órdenes de bienes durables. En tanto, las Exportaciones morigerarían el efecto negativo de la Inversión Residencial, dada su mayor participación en el PIB.

El aumento de los precios minoristas mantuvo su tendencia creciente, alcanzando 4,2% interanual (i.a.) en mayo, impulsado por el alza de los precios de los alimentos y de la energía que contribuyeron con 0,4 p.p. y 1,5 p.p., respectivamente. Se prevé que la inflación ascienda a 3,4% a fin de 2008, 0,8 p.p. por encima de lo estimado meses atrás. La inflación *core* se mantuvo contenida, de acuerdo con el *Consumer Price Index* (CPI; 2,3% i.a.) y el *Personal Consumption Expenditures* (PCE; 2,1% i.a.), por lo que hasta el momento no se habrían materializado efectos de segunda ronda (ver Gráfico II.7).



La materialización de las presiones inflacionarias y el mayor riesgo de inflación, habrían llevado a la Reserva Federal (Fed) a concluir el ciclo bajista de la tasa de interés. Se espera que la tasa de referencia de los *Fed Funds* aumente durante el presente año, mientras que meses atrás se preveía que continuaran los recortes y finalizara 2008 por debajo de 2%. En este sentido, de los futuros de *Fed Funds* se infiere una probabilidad superior al 50% de que la Fed suba en 25 puntos básicos (p.b.) la tasa de referencia en la reunión del mes de septiembre (ver Gráfico II.8).

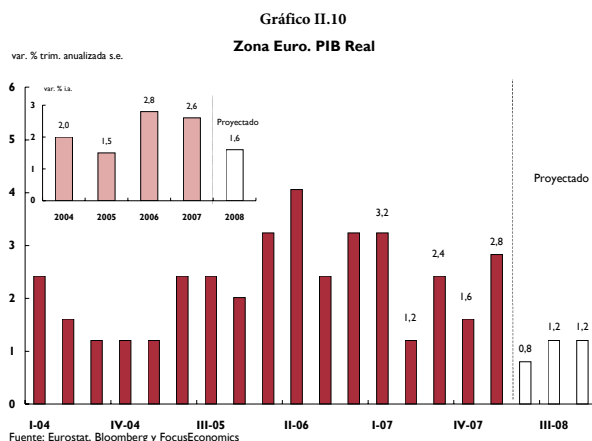
Desde mediados de mayo se observa un recrudecimiento de las turbulencias financieras, situación que se reflejó en la suba de los *spreads* de los activos de mayor riesgo



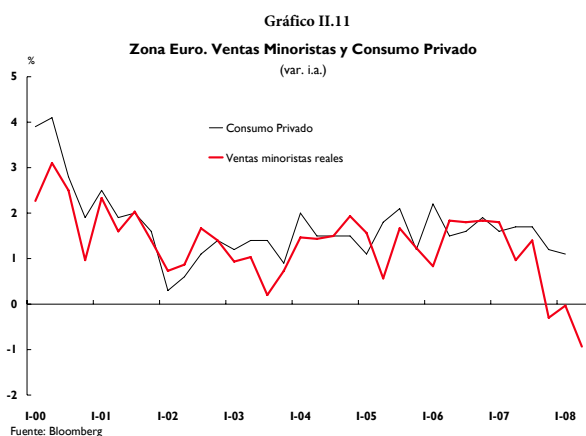
relativo y en el aumento de la volatilidad. El actual contexto obedecería a la conjunción de distintos factores de índole negativa, entre los que se encuentran los niveles récord del precio del petróleo, el incremento de las expectativas de inflación, y los riesgos a la baja de la actividad económica. También ejercen una incidencia negativa la sostenida debilidad del mercado inmobiliario y el incremento de las ejecuciones hipotecarias. Dada la reciente profundización de las tensiones financieras internacionales, no se espera una recuperación en el corto plazo (ver Gráfico II.9).

II.3 Zona Euro y Asia

Las perspectivas tampoco se presentan favorables para la actividad económica de la zona Euro, a pesar de evidenciar un crecimiento durante el primer trimestre que más que duplicó lo previsto en marzo (3,2% trimestral anualizado versus 1,2%; ver Gráfico II.10).



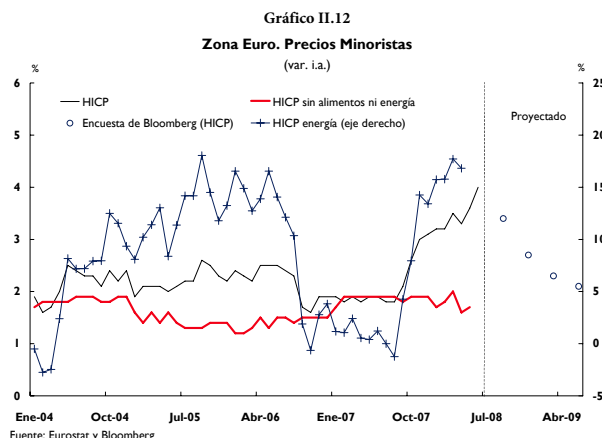
Las perspectivas para el Consumo Privado también exhiben riesgos a la baja. Los precios de los alimentos y de los combustibles en niveles elevados y crecientes, la debilidad del mercado inmobiliario en varios países de la región, el estancamiento de la mejora del mercado laboral, y las condiciones financieras más restrictivas, entre otros factores, estarían debilitando el gasto personal, tal como lo reflejan las ventas minoristas. En tanto, la confianza de los consumidores cayó abruptamente durante el segundo trimestre de 2008, situándose en niveles cercanos al mínimo histórico de la serie (ver Gráfico II.11).



Los indicadores adelantados *Purchasing Managers Index* (PMI) Manufacturero y de Servicios continúan con su tendencia decreciente y se ubicaron en junio en terreno contractivo, confirmando la desaceleración económica de la región. La creciente debilidad de la industria y los servicios, y la caída del indicador de Sentimiento Económico² a 94,9 puntos en junio, menor a su promedio de largo plazo (100 puntos) y el mínimo desde mayo de 2005, estarían reflejando el deterioro de la inversión.

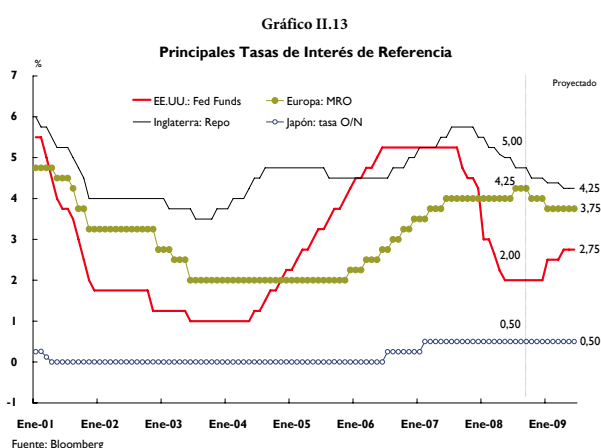
Los precios en la zona Euro mantienen su tendencia creciente y se ubicaron en 4% i.a. en junio, duplicando el valor de la meta del Banco Central Europeo (BCE) y alcanzando el mayor nivel desde 1992. El incremento estuvo impulsado por el aumento de los alimentos y de la energía, que contribuyeron con 0,9 p.p. y 1,1 p.p., respectivamente en la inflación de mayo (3,7% i.a.). En tanto la inflación *core*, al situarse en igual mes en 1,7% i.a., se mantuvo por debajo del promedio del primer trimes-

² 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.



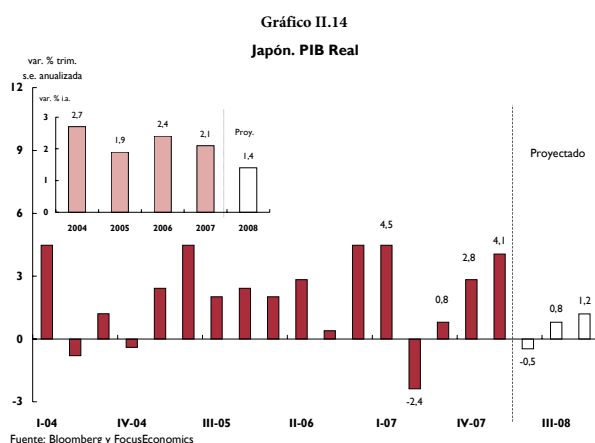
tre de 2008. De este modo, al igual que en EE.UU., hasta el momento no se habrían materializado efectos de segunda ronda. En tanto, se espera que la inflación finalice 2008 en 2,7%, 0,6 p.p. por encima de lo previsto meses atrás (ver Gráfico II.12).

Este escenario de crecientes presiones inflacionarias llevó al BCE a aplicar una política monetaria más restrictiva. Así, el organismo incrementó en 25 p.b. la tasa de referencia *Main Refinancing Operations* (MRO) a 4,25% anual en su última reunión, luego de mantenerla sin modificaciones prácticamente durante un año. En tanto, se espera que la tasa permanezca en el nivel actual, o que a lo sumo sea incrementada en una oportunidad durante 2008 (ver Gráfico II.13).

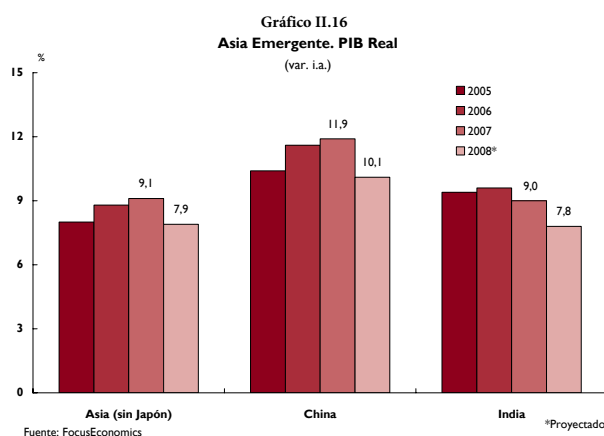
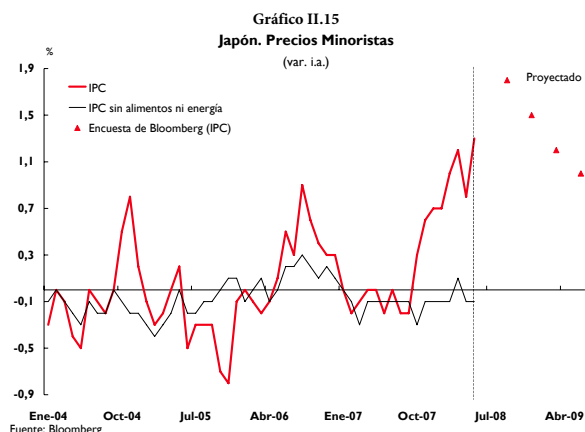


En Japón, si bien el aumento del PIB en el primer trimestre se ubicó por encima de lo esperado, la baja de confianza y la pérdida de poder adquisitivo de los consumidores, los menores beneficios corporativos, y la menor demanda externa ante la desaceleración global, entre otros factores, restringirían el avance del nivel de actividad. Así, al igual que en el resto de las principales economías industrializadas, el crecimiento del PIB se desaceleraría durante 2008 a 1,4%, igual previsión a la del trimestre anterior pero 0,7 p.p. inferior al crecimiento registrado en 2007 (ver Gráfico II.14).

La variación de precios al consumidor de Japón continuó aumentando durante el segundo trimestre, de manera similar a EE.UU. y la zona Euro, alcanzando en mayo 1,3% i.a., el máximo de la historia reciente, impulsado por 1,6 p.p. de contribución del precio de la energía. Con todo, se espera que el menor grado de utilización de los recursos, ante la desaceleración de la actividad económica, sostenga la inflación en niveles moderados, finalizando el año en 1,3% i.a.. En este marco, el Banco Central de Japón continuaría manteniendo la tasa de interés de referencia en 0,5% anual, por lo menos durante el segundo semestre del corriente año (ver Gráfico II.15).



Se espera que los países de Asia emergente continúen creciendo a tasas elevadas, aunque por debajo de lo observado en 2007 y con ajustes marginales a la baja respecto de lo previsto el trimestre anterior. Así, el crecimiento del Producto de China descendería de 11,9% en 2007 a 10,1% en 2008, y el de India lo haría de 9% en 2007 a 7,8% en el corriente año. La aceleración de la inflación y el menor crecimiento de las ventas externas a los países del G-3 constituyen los principales factores de riesgo sobre estas perspectivas agregando, en el caso de India, la vulnerabilidad de sus cuentas externas por su condición de importador neto de petróleo y su depen-



Cuadro II.1
China. Principales Indicadores Macroeconómicos

Indicadores	2004	2005	2006	2007	2008*
PIB real (var. % i.a.)	10,1	10,4	11,6	11,9	10,1
PIB per cápita (US\$)	1.471	1.685	2.032	2.486	3.141
Desempleo (%)	4,2	4,2	4,1	4,0	4,1
IPC (var. % prom. anual)	3,9	1,8	1,5	4,8	6,7
Deuda Externa (% del PIB)	11,8	12,6	12,1	10,6	8,7
Resultado Fiscal (% del PIB)	-1,3	-1,2	-0,7	0,7	-0,9
Apreciación Nominal del Yuan (respecto US\$, %)	0,0	2,6	3,2	7,1	10,1
Balanza Comercial (% del PIB)	1,7	4,6	6,6	8,0	6,2
Cuenta Corriente (% del PIB)	3,6	7,2	9,4	11,3	8,9
Reservas Internacionales (meses de importaciones)	13,0	14,9	16,2	19,2	19,4

* Proyectado

Fuente: FocusEconomics

dencia de los ingresos netos de capital, que se revirtieron en los últimos meses (ver Gráfico II.16 y Cuadro II.1).

La alta participación de los alimentos en la canasta de consumo de estos países con respecto a las economías avanzadas mantuvo la variación de los precios al consumidor en niveles elevados durante el segundo trimestre, aunque ligeramente inferiores a las observadas en los primeros tres meses del año. Así, la inflación de China disminuyó del máximo reciente de 8,7% registrado en febrero a 7,7% en abril al aliviarse las restricciones de la oferta de alimentos (6 p.p. de aporte) originadas en factores climáticos, en tanto que en India también se verificó un ligero descenso de la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Sin embargo, las expectativas de inflación para el corriente año mantuvieron su tendencia creciente, al igual que la variación de precios subyacente. Al respecto, el Banco Central de China anunció el quinto aumento de los encajes en lo que va del año, mientras que la autoridad monetaria de India aumentó sorpresivamente la tasa de interés de referencia dos veces durante junio, a la vez que también subió los encajes.

II.4 América Latina

La evolución y las expectativas de crecimiento del Producto de América latina se sostuvieron en el segundo trimestre, con diferencias entre países, mientras que la suba de los precios de los alimentos y de la energía continuó impulsando la inflación, a la vez que surgieron indicios de efectos de segunda ronda. En este contexto, los bancos centrales de la región se inclinaron hacia políticas monetarias más restrictivas.

Las estimaciones de crecimiento para América latina en 2008 se mantuvieron en 4,5% durante el trimestre, 1 p.p. menos que el crecimiento de 2007, pero se observaron divergencias entre los países de la región, con ajustes a la baja en Chile y en Venezuela, y al alza en Perú y Uruguay, entre otros (ver Cuadro II.2). En Brasil, el crecimiento del primer trimestre se redujo respecto de los trimestres anteriores, afectado por menores contribuciones del Consumo y de las Exportaciones Netas, en tanto que la expectativa para 2008 se sostuvo en 4,7% i.a., 0,7 p.p. inferior al crecimiento de 2007 (Gráfico II.17). A su vez, Perú se consolidaría como la economía latinoamericana de mayor crecimiento durante 2008, por segundo año consecutivo. Sin embargo, persisten los riesgos a la baja de la actividad económica derivados, entre otros factores, de la relevante proporción de las exportaciones de algunas economías a EE.UU.. A su vez, una caída de las remesas desde este país también representa una fuente de incertidumbre para varias economías.

Cuadro II.2
América Latina*. Principales Indicadores Macroeconómicos

Indicadores	2004	2005	2006	2007**	2008***
PIB real (var. % i.a.)	6.1	4.5	5.3	5.4	4.5
PIB per cápita (US\$)	4.122	4.956	5.709	6.664	7.576
Desempleo (%)	7.6	6.7	6.8	6.2	7.0
IPC (var. % prom. anual)	6.6	5.6	4.7	5.9	7.1
Resultado Fiscal (% del PIB)	-0.9	-0.9	-0.4	0.0	-0.4
Deuda Externa (% del PIB)	35.3	25.4	21.3	20.0	18.0
Cuenta Corriente (% del PIB)	1.3	1.4	1.6	0.5	-0.6
Reservas Internacionales (meses de importaciones)	6.4	6.2	6.3	7.6	7.5

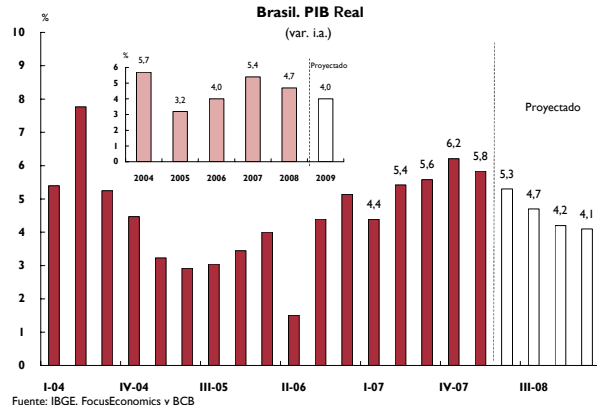
* Incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela

** Estimado

*** Proyectado

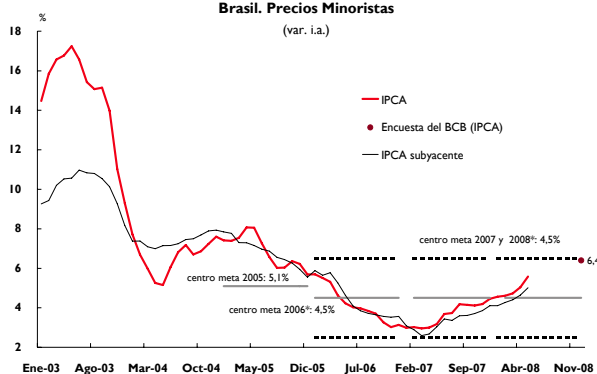
Fuente: FocusEconomics

Gráfico II.17
Brasil. PIB Real
(var. i.a.)



Fuente: IBGE, FocusEconomics y BCB

Gráfico II.18
Brasil. Precios Minoristas
(var. i.a.)



* El margen de tolerancia es de +/- 2 p.p.

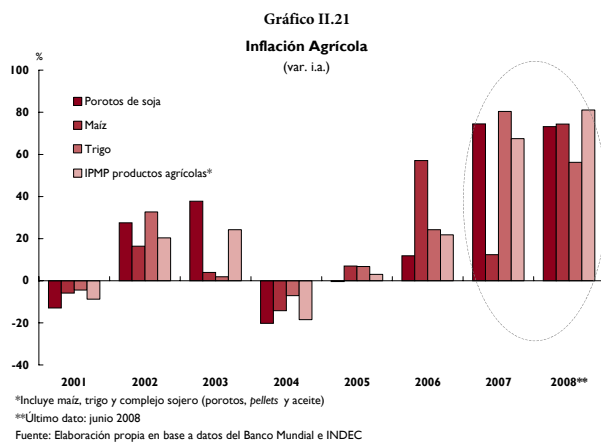
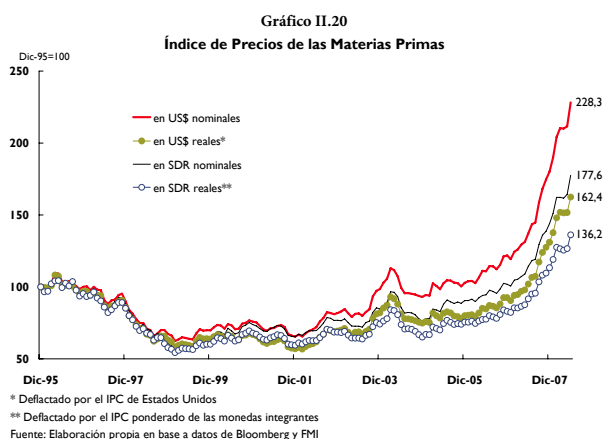
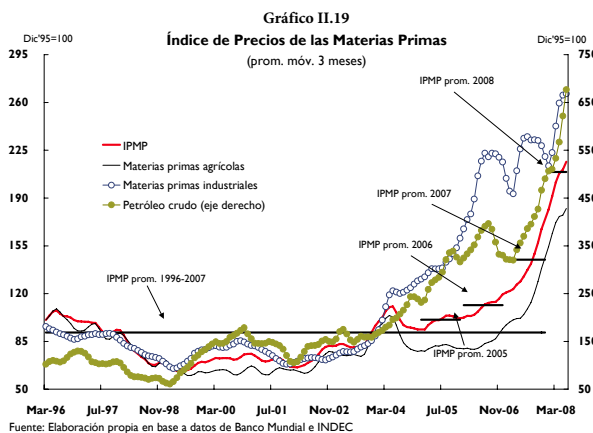
Fuente: IBGE y Encuesta del BCB

El aumento en los precios de los alimentos y de la energía continuó impulsando al alza la inflación minorista, y las expectativas de inflación para 2008 siguieron aumentando. En este marco, la República Bolivariana de Venezuela y Bolivia experimentarían las mayores tasas de variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de la región durante el corriente año (27% y 13,3% promedio, respectivamente). También, se observaron tasas de inflación que superaron los objetivos de las autoridades monetarias de algunos países con metas de inflación. Tal es el caso de Chile (9,5% i.a. en junio y 5,5% i.a. de expectativa para diciembre) y México (4,9% i.a. en mayo y 4,7% i.a. esperado para fin de 2008), que poseen metas de inflación de 3% anual. En Brasil, el Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA) aumentó 5,6% i.a. en mayo, y los pronósticos para diciembre (6,4% i.a.) se mantienen dentro del límite superior de la banda de tolerancia de la autoridad monetaria (2,5%/6,5%; ver Gráfico II.18). La suba de las expectativas de inflación y el aumento de la inflación subyacente, que indicarían eventuales efectos de segunda ronda y la existencia de presiones inflacionarias, condujeron a que los bancos centrales de estos países aumentaran sus tasas de interés de referencia en el segundo trimestre, y se esperan nuevas subas durante 2008.

Recientemente, Standard & Poor's y Fitch otorgaron el grado de inversión a la deuda soberana de Brasil y Perú, que se sumaron a Chile y México como los únicos países de América latina que cuentan con esta calificación. La mejora en el *spread* de riesgo de las economías latinoamericanas de los últimos años estaría relacionada con las políticas macroeconómicas y financieras adoptadas, en particular con la reducción de los déficits fiscales y en cuenta corriente, las menores proporciones de deuda en relación con el PIB, la baja en las necesidades de financiamiento del sector público, y el aumento de la participación de la deuda denominada en moneda doméstica, que permitieron disminuir la dominancia fiscal y la vulnerabilidad externa de estos países. Sin embargo, debe prestarse atención al desmejoramiento observado en los resultados del sector público y en los saldos en cuenta corriente, así como a la alta sensibilidad de las cuentas fiscales y externas de algunas economías a la evolución de los precios de las materias primas.

II.5 Precios de las Materias Primas

Las cotizaciones de las materias primas continuaron en niveles elevados, aunque con incrementos en promedio más moderados a los registrados en los primeros meses de 2008 y con variaciones disímiles entre productos. Los precios del petróleo alcanzaron valores récord históricos,



en términos nominales y reales, mientras que las cotizaciones de las materias primas metálicas casi no evidenciaron cambios. Los precios de los productos agropecuarios registraron en conjunto una moderación respecto a lo acontecido en el primer trimestre del año, aunque también con fuertes diferencias entre los distintos granos. 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, mostró una suba en junio de 66,5% i.a. y alcanzó un nuevo récord de la serie con inicio en diciembre de 1995. Asimismo, al evaluar los precios en una canasta de monedas como el *Special Drawing Rights* (SDR)³, se observa que los valores de los *commodities* presentan un crecimiento de 55,4% i.a. (ver Gráficos II.19 y II.20).

En lo que respecta al complejo sojero, las cotizaciones se presentaron volátiles durante el trimestre, evidenciando nuevos máximos nominales. Los precios de los porotos presentaron un incremento de 73,2% i.a., principalmente explicado por la baja de las estimaciones de producción para el nuevo ciclo 2008/09. Si bien las proyecciones del *United States Department of Agriculture* (USDA) preveían una suba de la oferta mundial por el aumento de la producción estadounidense, las recientes inundaciones registradas en las zonas productoras estadounidenses podrían impactar en la producción de dicho país, en un marco de bajos *stocks* (ver Gráfico II.21).

Los precios del aceite y los *pellets* evidenciaron alzas de 83,2% i.a. y 90,6% i.a., respectivamente, respondiendo, entre otros factores, a los inconvenientes en la comercialización de productos agrícolas en Argentina, considerando que nuestro país representa el primer exportador de subproductos de soja (aceite y *pellets*) y el tercer exportador de porotos. Así, las menores exportaciones de aceite y harina de soja de Argentina provocan escasez en el mercado mundial, dado que Brasil, EE.UU. y otros países exportadores sólo pueden cubrir parte de las pérdidas. Asimismo, el récord en la cotización del petróleo crudo genera expectativas de una mayor expansión de la industria de biodiesel cuya principal materia prima es el aceite vegetal. Si bien se espera un aumento de la producción de todos los aceites en el ciclo 2008/09, ello solamente mitigará parcialmente la situación de altos precios. El crecimiento de la demanda en China e India es el principal factor de esta situación (ver Cuadro II.3).

Los precios del maíz presentaron una fuerte aceleración en el trimestre, con una variación de 74,4% i.a., princi-

³ Canasta de monedas representativa del comercio exterior y de las tenencias de reservas internacionales, estimada por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Cuadro II.3
Situación Mundial de la Oferta y Demanda de Granos

		Campaña 2007/08 (mill. Ton.)	Campaña 2008/09 (mill. Ton.) MAYO	Campaña 2008/09 (mill. Ton.) JUNIO	Efecto sobre precio
Trigo	Oferta total*	737.4	766.0	778.0	-
	Producción	610.8	656.0	662.9	-
	Stocks iniciales	126.6	110.0	115.1	-
	Demanda total	622.3	642.0	646.0	+
	Stocks finales	115.1	124.0	132.1	-
Maíz	Oferta total*	900.0	887.3	896.4	-
	Producción	789.8	777.6	775.3	+
	Stocks iniciales	110.2	109.7	121.1	-
	Demanda total	778.9	788.2	793.1	+
	Stocks finales	121.1	99.0	103.3	-
Soja**	Oferta total*	281.2	281.2	289.9	-
	Producción	218.8	218.8	240.7	-
	Stocks iniciales	62.4	62.4	49.3	+
	Demanda total	233.5	233.5	239.4	+
	Stocks finales	49.3	49.3	50.4	-
Aceite de soja**	Oferta total*	41.3	41.4	41.5	-
	Producción	38.3	38.3	38.8	-
	Stocks iniciales	3.0	3.1	2.7	+
	Demanda total	38.0	38.1	38.8	+
	Stocks finales	2.7	2.7	2.6	+
Pellets de soja**	Oferta total*	167.3	167.4	169.8	-
	Producción	161.7	161.4	163.9	-
	Stocks iniciales	5.6	6.0	5.9	+
	Demanda total	160.3	159.6	162.2	+
	Stocks finales	5.4	5.9	5.5	+

*La Oferta total incluye la producción total + stocks iniciales

**En el caso del complejo sojero los primeros datos de la campaña 2008/09 son los de junio

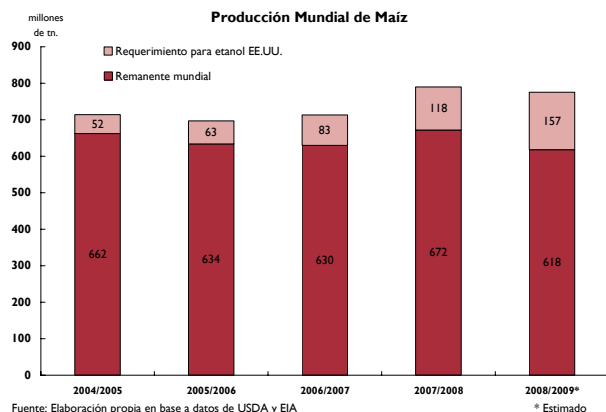
Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA

palmente explicada por la continuidad del clima adverso en el cinturón maicero estadounidense en un contexto donde EE.UU. reduciría 30% su producción respecto a la campaña 2007/08. Otro factor que hizo subir los precios fue el último informe de oferta y demanda del USDA, donde recortó su estimación de la producción y de las reservas finales del cereal estadounidense para 2008. Si bien la menor oferta sería acompañada por menor consumo para forraje y de exportación, se mantendría sin cambios el destino industrial, entre el que se encuentra la fabricación de etanol, dando lugar a que los *stocks* finales estadounidenses se ubiquen en el nivel más bajo de los últimos 13 años. Por su parte, analistas señalaron que China podría transformarse en importador neto de maíz en el corto plazo, principalmente por la fuerte demanda del grano en su mercado interno (ver Gráfico II.22).

Los precios del trigo presentaron una retracción en los últimos meses, pasando de mostrar un récord histórico en los primeros días de marzo a ubicarse en junio en valores cercanos a los de diciembre de 2007. Así, el trigo acumula en el año un descenso de 5,4%, aunque en términos interanuales evidencia un incremento de 56,3%. Este comportamiento fue impulsado principalmente por las estimaciones de un significativo aumento en la producción global en la campaña 2008/09 (8,2%). La escalada de los precios internacionales de trigo durante el último año han resultado en una vasta expansión de la superficie de cultivo a escala mundial. Tanto exportadores como importadores pretenden restituir sus inventarios del cereal, que se ubicaron en los niveles más bajos de los últimos 30 años, a fin de evitar un mayor desabastecimiento global. En efecto, Ucrania, Canadá, India y Australia han anticipado mayores cosechas de trigo para el próximo ciclo agrícola, pudiendo a su vez relajar algunas restricciones al comercio exterior impuestas en el último año. De todos modos, la obtención de mayores cosechas del cereal serán necesarias para aliviar la escasez de la oferta de los últimos años, para volver a una relación *stock*-consumo como la de inicios de la presente década. Un factor que sirve de sostén a los precios es el encarecimiento que está sufriendo el maíz que impulsaría el consumo de trigo para forraje, evitando un aumento en los inventarios mundiales del cereal (ver Gráfico II.23).

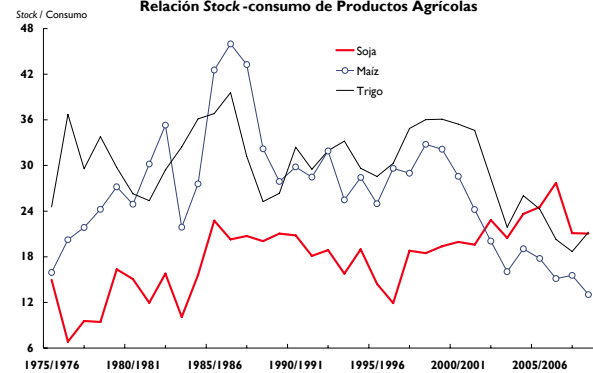
Las cotizaciones del petróleo siguieron mostrando fuertes incrementos (92,9% i.a.) y alcanzaron un nuevo récord histórico nominal y real, con valores cercanos a US\$145 por barril en junio. Esta situación responde a cuestiones relacionadas tanto con la oferta como con la demanda, aunque también influyeron en el margen factores especulativos. La persistencia de problemas por el lado de la oferta vinculados con cierres de puertos en México, nuevos sabotajes a pozos petrolíferos en Nigeria

Gráfico II.22
Producción Mundial de Maíz

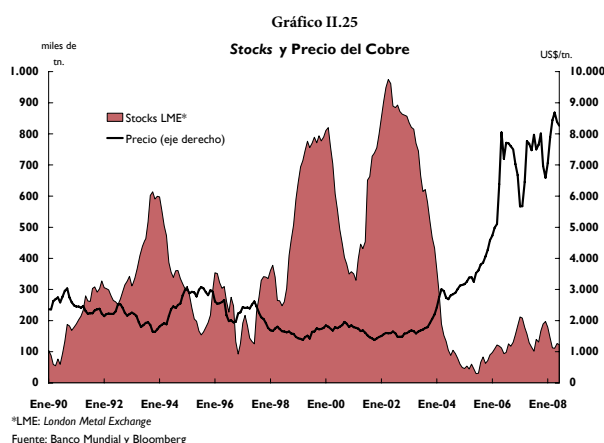
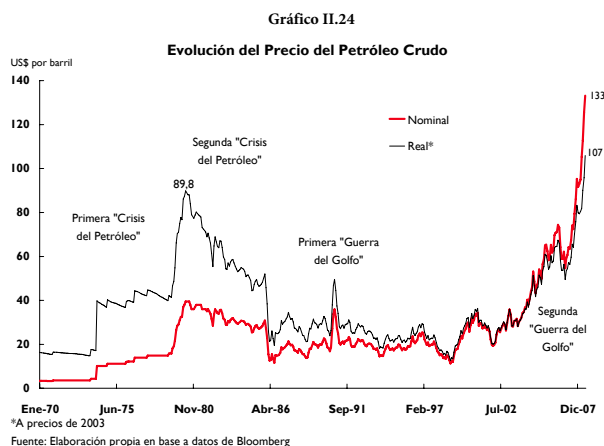


Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA y EIA

Gráfico II.23
Relación Stock-consumo de Productos Agrícolas



Fuente: Elaboración propia en base a datos del USDA



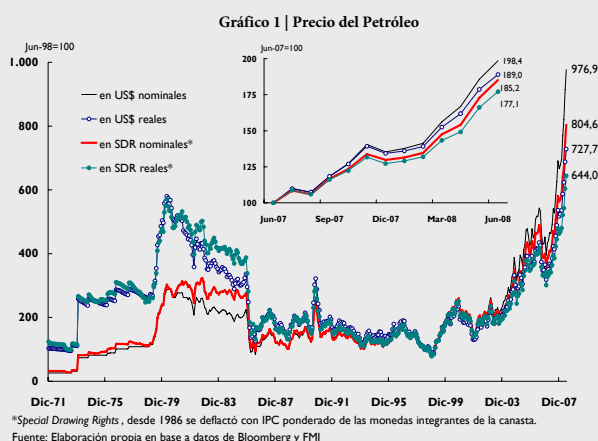
y la continuidad del conflicto entre Irán y EE.UU. generó volatilidad sobre los precios. Por su parte, la demanda continúa creciendo no sólo en los países desarrollados sino también, y hasta con más fuerza, en las economías emergentes. En particular, en EE.UU. el balance es ajustado en una época de grandes desplazamientos en automóvil y China (segundo consumidor mundial) incrementó sus importaciones de crudo para abastecer a sus industrias a fin de reconstituir las instalaciones destruidas y reparar los daños materiales sufridos tras el reciente terremoto (ver Gráfico II.24 y Apartado 1).

Los precios de las materias primas metálicas se mantuvieron en promedio prácticamente en los mismos valores del trimestre previo, con variaciones disímiles entre los diferentes productos. En particular, la cotización del cobre presentó una suba de 10,5% i.a. mostrando una fuerte desaceleración respecto a lo observado un trimestre atrás (30,8% i.a.). Esta situación podría ser explicada por señales de menor demanda, por indicadores de recesión en EE.UU. y por superarse los problemas temporales de restricción de oferta (fin de la huelga en Chile). Sin embargo, los inventarios continúan bajos con lo que cualquier problema coyuntural en este mercado se podría traducir inmediatamente en presiones en su precio (ver Gráfico II.25).

Con todo, los precios de las materias primas continuarán en los próximos meses en niveles altos en promedio, con volatilidad en el margen, aunque con variaciones más moderadas en relación a las registradas en el primer trimestre de 2008. En particular, la evolución de las cotizaciones de los productos agrícolas sigue sustentada principalmente por sus propios *fundamentals*. En el caso del petróleo la situación dependerá no sólo de la relación entre oferta y demanda sino también de la especulación ejercida sobre este mercado. Este escenario generaría presiones adicionales sobre la inflación mundial.

Apartado 1 / Incidencia del petróleo sobre la inflación global

Las cotizaciones del petróleo presentaron un importante crecimiento en los últimos años, con una fuerte aceleración a partir del segundo semestre de 2007, alcanzando sucesivos récords en términos nominales y reales. La suba en el precio de esta materia prima se reflejó en significativos aumentos de los precios mayoristas y minoristas de la energía, trasladándose a los restantes precios debido a la alta participación de este componente en los costos de producción de diversos bienes y servicios, y dando lugar a la aparición de efectos de segunda ronda. Si bien este fenómeno impacta sobre los precios locales de la generalidad de las economías, el efecto final difiere, entre otros, en función de diversas medidas aplicadas tendientes a aminorar el traslado, y del contexto macroeconómico de cada país.

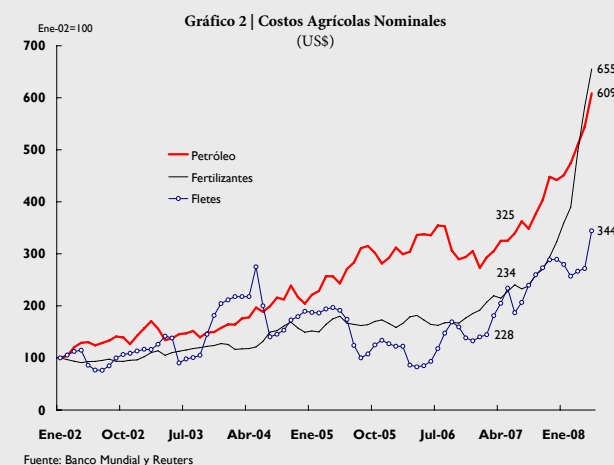


Durante los primeros días de julio, el crudo alcanzó un nuevo récord de US\$145 por barril, resultando 54% mayor que a principios de año y 92,3% por sobre igual mes del año anterior. En dólares estadounidenses reales, los precios del petróleo ya superaron los niveles alcanzados a principios de la década de 1980. El aumento de las cotizaciones también se observó al evaluar el precio del petróleo en otras monedas, o canastas de monedas. Por ejemplo, al considerar el precio medido en *Special Drawing Rights* (SDR)⁴, se observa que el valor del petróleo presentó un crecimiento de 80,8% interanual (i.a.) en términos nominales en junio, y de 72,8% interanual (i.a.) a precios constantes (ver Gráfico N° 1).

Esta situación estuvo mayormente impulsada por sus propios fundamentos, tales como problemas de oferta y la tendencia ascendente de la demanda. Por el lado de la oferta, los problemas climáticos, como los huracanes, y los conflictos geopolíticos en Irak, Irán, Venezuela y Nigeria han contribuido al alza de los precios, a lo que se suma la negativa de la Organización de Países Exporta-

dores de Petróleo (OPEP)⁵ a incrementar su oferta. Este escenario se dio en un contexto de persistente aumento de la demanda, principalmente desde países emergentes como China e India. Asimismo, factores especulativos derivados de la búsqueda de otros activos, como refugio frente a la crisis financiera, también habrían influido. En este marco, se espera que el precio del petróleo se mantenga en niveles elevados en los próximos trimestres.

Es importante resaltar el vínculo que existe entre la evolución del precio del petróleo y los precios de otros bienes que lo utilizan como materia prima, o de bienes sustitutos. Por ejemplo, la energía representa un importante insumo⁶ en la explotación agrícola, utilizada de diferentes formas como ser gasoil, electricidad, fertilizantes y transporte. Por el lado de los insumos, los fertilizantes tales como la urea, el potasio y el fosfato, elaborados principalmente en base a productos energéticos, presentaron una fuerte suba nominal en este último año, de 117,4% i.a., 152,9% i.a. y 359,4% i.a. en junio, respectivamente. Asimismo, el uso de gasoil para la recolección y almacenaje de los granos también incide en los precios finales de estas materias primas, a lo que se suma el incremento en los costos de los fletes. Además, el aumento del precio del petróleo impulsó los precios de los cereales y oleaginosas utilizados en la elaboración de etanol y biodiesel, respectivamente (ver Gráfico N° 2).



El aumento el precio del petróleo y sus sustitutos se reflejó de manera diferenciada en las distintas economías, dependiendo de su estructura productiva y de consumo, de su posición como importador o exportador neto de petróleo, de los distintos mecanismos de política adoptados para morigerar el impacto de la suba en el mercado de petróleo sobre la evolución de los precios domésticos, de su contexto macroeconómico, y de la

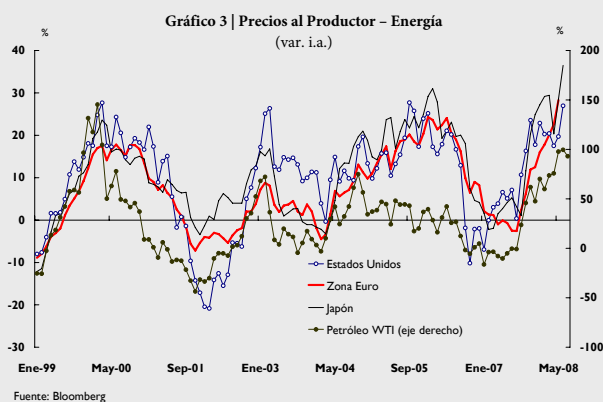
⁴ Canasta de monedas representativa del comercio exterior y de las tenencias de Reservas Internacionales, estimada por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

⁵ La OPEP concentra el 40% de la producción mundial.

⁶ En promedio, el 30% de los costos agrícolas mundiales son derivados del petróleo, según el Banco Mundial.

evolución de su tipo de cambio nominal. Tal es el caso, por ejemplo, de Malasia, que realiza transferencias en efectivo a ciertos consumidores minoristas de combustibles, y de Taiwán, que subsidia el transporte público y los taxis, entre otros. Asimismo, Brasil redujo los impuestos al combustible al igual que Chile, que recortó 80% la carga impositiva al gasoil; Colombia pospuso un año la eliminación de subsidios al combustible, al tiempo que México decidió mantenerlos.

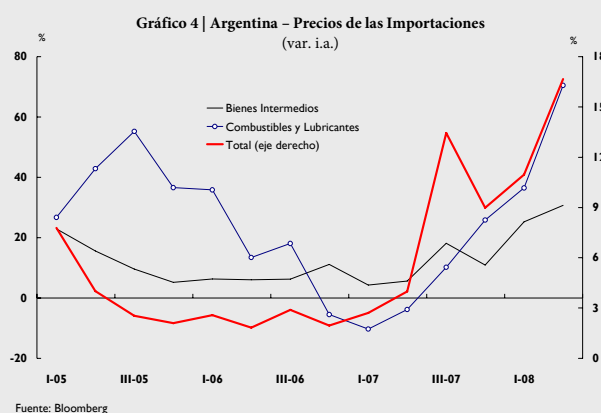
La suba del precio del petróleo se reflejó en el aumento del costo de producción de diversos bienes y servicios. En particular, el fuerte encarecimiento del petróleo se tradujo en aumentos de 27% i.a. en junio del componente energía del Índice de Precios al Productor (IPP) de EE.UU., 28,3% i.a. en mayo en la zona Euro, y 36,5% i.a. en Japón en el sexto mes del año. En tanto, en mayo el componente energía del Índice de Precios al Consumidor (IPC) aumentó 17,3% i.a. en EE.UU., 21,3% i.a. en la zona Euro, y 5,5% i.a. en Japón. Teniendo en cuenta las distintas ponderaciones dentro de la canasta de consumo, la energía aportó alrededor de la tercera parte de la inflación minorista de EE.UU. y la zona Euro, y la totalidad de la inflación de Japón. Así, se observa que la suba del precio del petróleo se trasladó parcialmente a los precios mayoristas, y en menor medida a los minoristas (ver Gráficos N° 3 y N° 4).



La mayor proporción del gasto que los consumidores de los países industrializados destinan a la adquisición de combustibles, y a bienes con una alta incidencia de la energía dentro del costo de producción, determinaría que la contribución de la suba de los precios de la energía sobre la inflación minorista sea relativamente mayor a la observada en las economías emergentes. No obstante, en estas últimas economías, el aumento de los precios de la energía se suma a la mayor ponderación de los alimentos dentro de la canasta de consumo, y al mayor grado de utilización de los recursos, entre otros factores, aumentando la probabilidad de efectos sobre los precios de los restantes bienes y servicios.

Las elevadas cotizaciones del petróleo están teniendo un impacto relativamente moderado en nuestro país, y concentrado principalmente en las operaciones de co-

mercio exterior. En este sentido, el encarecimiento del precio del crudo a nivel internacional se refleja en los precios de exportación e importación, que presentan una marcada aceleración en los últimos meses. Por el lado de las ventas externas, los precios de los Combustibles y energía elevaron su ritmo de aumento (hasta 42,3% i.a. en mayo), mientras que en relación con las compras externas, la suba repercutió en las cotizaciones de los Combustibles y lubricantes (85,1% i.a.) y los Bienes intermedios (27,7% i.a.), que incluyen insumos derivados de los hidrocarburos, como fertilizantes y otros productos químicos. Este comportamiento da lugar a que los precios de importación exhiban el mayor incremento de la última década, presentando una participación creciente en el alza de las compras externas.



Asimismo, al igual que en el resto del mundo, parte del aumento del petróleo se traslada a los costos internos, principalmente en los sectores con mayor incidencia del petróleo y sus derivados en su estructura de costos, como Electricidad, gas y agua, Transporte y almacenamiento y Minería. Sin embargo, diversas medidas de política han contribuido a disminuir el impacto sobre la economía local. En particular, el actual esquema de Derechos de Exportación móviles para los hidrocarburos⁷ limita el precio que reciben los exportadores, aislando en gran medida al mercado doméstico de los aumentos del precio internacional. Adicionalmente, los subsidios al combustible utilizado para el transporte automotor de pasajeros y carga, y para la generación de energía eléctrica, acotan la propagación de la suba.

Ante el importante avance del precio del petróleo en los últimos meses, y el incompleto traslado a los restantes precios observado hasta el momento, es probable que el encarecimiento del crudo continúe ejerciendo significativas presiones inflacionarias, en tanto no se reviertan las recientes subas y aún en el escenario en que las cotizaciones de esta materia prima se estabilizaran. Además, en el caso de los países importadores netos de petróleo, se verificarían significativos costos en términos de menor crecimiento económico, y desmejora de las cuentas fiscales y externas.

⁷ Resolución N° 394/2007 del Ministerio de Economía y Producción.

II.6 Flujo de Capitales

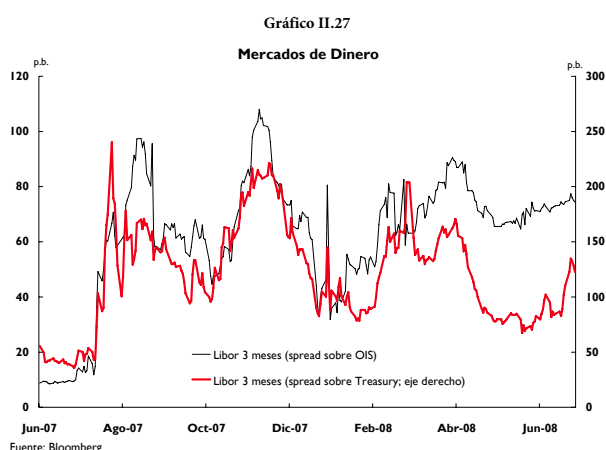
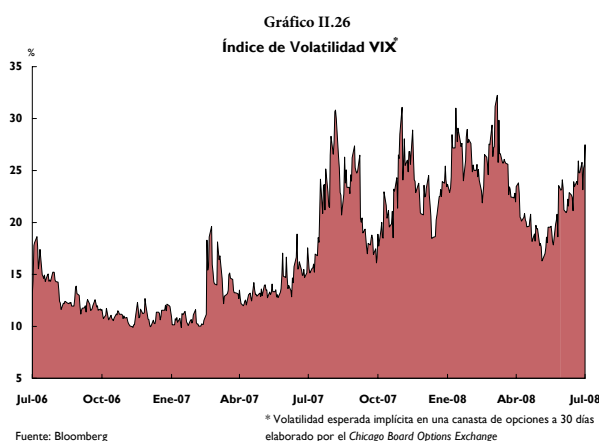
Desde mediados de mayo, se verificó un nuevo recrudecimiento de las turbulencias financieras en los mercados desarrollados, vinculado principalmente con resultados corporativos por debajo de lo esperado, y con mayor incertidumbre sobre la liquidez y la solvencia de diversas instituciones financieras ante las pérdidas en los activos valuados a mercado y la suba en las previsiones crediticias. Así, la desaceleración económica, la inflación creciente, y la agudización de la crisis financiera, podrían combinarse para crear un contexto internacional desfavorable sin precedentes (ver Gráficos II.26 y II.27).

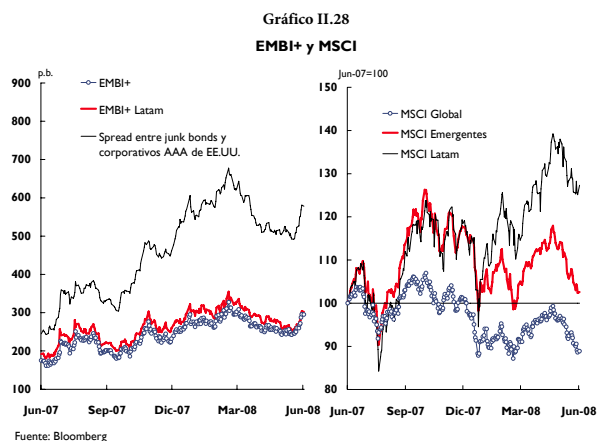
Si bien todavía no existen cifras agregadas que permitan evaluar el impacto de las turbulencias financieras globales sobre los países emergentes durante 2008, los datos de entrada y salida de fondos especializados de la *Emerging Markets Trade Association* (EMTA) y de volúmenes negociados del *Emerging Portfolio Funds Research* (EPFR) dan cuenta de que durante el primer trimestre se habría desacelerado el ingreso neto de capitales respecto de 2007, cuando se registró un ingreso neto sin precedentes.

Este comportamiento estaría vinculado con un cambio de la actitud hacia el riesgo y con las mayores necesidades de liquidez generadas por las pérdidas en los mercados desarrollados, entre otros factores. Sin embargo, se observa una diferenciación creciente en favor de países con fundamentos macroeconómicos más sólidos o mejoras en su calificación de riesgo. Por ejemplo, la Inversión Extranjera Directa (IED) de Brasil alcanzó a US\$14.000 millones (2,8% del PIB) en los primeros cinco meses de 2008, 32,8% superior a los flujos de igual período del año anterior, aunque las inversiones de cartera disminuyeron 33,1% a US\$12.900 millones.

De todas formas, los mercados de América latina ofrecieron mejor rentabilidad que el conjunto de las economías emergentes. El índice *Morgan Stanley Capital Investment* (MSCI) *Latam* aumentó 10,1% en el segundo trimestre, mientras que los índices MSCI de emergentes y el total mundial disminuyeron 1,6% y 2,4%, respectivamente. A su vez, el *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI+) de América latina disminuyó 34 p.b., caída superior a la del total de emergentes (-13 p.b.). Además, durante el último año los diferenciales de tasa de América latina aumentaron notablemente menos que los correspondientes a los activos de mayor riesgo de EE.UU. (ver Gráfico II.28).

Para el resto de 2008, existen factores que impulsarían los ingresos netos de capital, tales como el aumento de los diferenciales de tasa con los países desarrollados y las





expectativas de apreciación de las monedas emergentes, y otros que actuarían en sentido inverso, como el aumento de la aversión al riesgo y la desaceleración económica global. Más allá del efecto que prime, los flujos hacia las economías emergentes se tornarían más volátiles, en un contexto de baja en el ritmo de crecimiento de la actividad económica, de mayores presiones inflacionarias, y de fuerte incertidumbre en los mercados financieros. Así, Argentina continuaría enfrentando un contexto internacional hostil, aún con precios de las materias primas en niveles históricamente elevados.

III. Actividad Económica

III.1 Síntesis

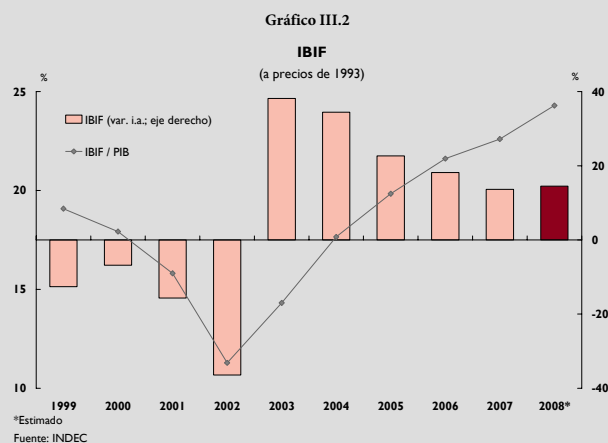
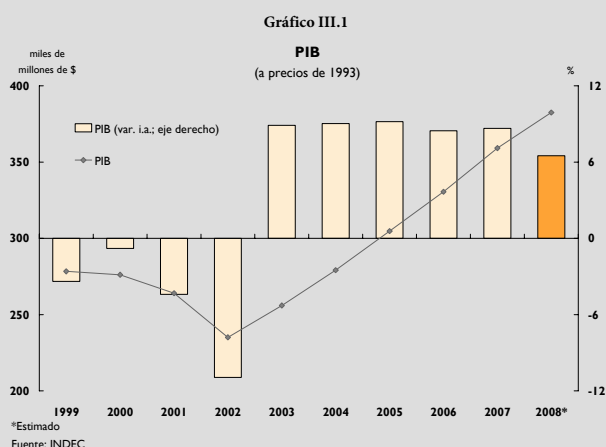
Durante el primer semestre de 2008 la actividad económica siguió creciendo, pero a un ritmo menor que lo esperado y que el promedio del actual ciclo expansivo. La suavización de la tendencia ascendente del Consumo, no pudo ser contrarrestada por el incremento de la Inversión, lo que se vio reflejado en la evolución del Producto. En el transcurso del segundo semestre la actividad recuperaría dinamismo, aunque menor al observado anteriormente, y la economía se expandiría en torno a 6,5% en el año.

La Inversión siguió expandiéndose fuertemente y por encima de lo esperado entre fines de 2007 y comienzos del corriente año, manteniéndose como el componente más dinámico del gasto agregado. Si bien la formación bruta de capital podría exhibir en adelante una moderación de la tendencia creciente, teniendo en cuenta la evolución prevista del gasto en construcción y, en menor medida, en equipo de producción, el crecimiento en el año sería similar al observado durante 2007. Así, la participación de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) en el PIB volvería a crecer, ubicándose en torno a 24%.

Por su parte, el Consumo total continuaría siendo el principal factor de expansión de la economía, aunque su crecimiento sería algo menor al observado en 2007 e inferior al registrado por el Producto. Luego de un primer semestre de avance más reducido, el Consumo Privado mostraría un mayor dinamismo en el resto del año, en un marco de mayor aumento de la masa salarial y una estabilización de las expectativas y las condiciones financieras internas que prevalecieron entre el tercer trimestre de 2007 y el segundo de 2008.

En 2008 las Exportaciones Netas (XN) a precios constantes continuarían realizando una contribución negativa a la expansión del PIB. El incremento de la Inversión y del Consumo, así como la necesidad de satisfacer la demanda interna de combustibles y electricidad, entre otros factores, impulsarían las cantidades importadas. Por su parte, el crecimiento de las cantidades exportadas sería inferior al observado en 2007 por la menor suba del saldo exportable de productos agrícolas y los menores envíos de combustibles.

Por el lado de la oferta, los sectores productores de servicios siguieron liderando la expansión, aunque a un ritmo más moderado, afectados por el menor impulso del Comercio y del Transporte, almacenamiento y comunicaciones. Asimismo, los bloques productores de bienes también exhibirían una desaceleración con respecto al año pasado, por el menor crecimiento esperado del sector agrícola y de la construcción, a la vez que la industria mostraría una expansión similar a la de 2007.



Cuadro III.1

Indicadores de Actividad

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

	I-07	II-07	III-07	IV-07	I-08	II-08
PIB (a precios constantes)	1,6	2,4	3,1	1,8	0,6	
Gasto						
Ventas de Autos - ADEFA	8,8	-2,8	10,3	5,4	4,2	4,4
Confianza del consumidor - UTDT (s.o.; p.p.)	1,6	-7,4	-3,7	1,6	0,6	-9,0
Importaciones (cantidades) (%)	4,7	4,0	9,1	5,9	4,0	5,5
Importaciones de Bienes de Consumo (cantidades) (%)	10,5	-0,2	16,2	7,0	3,2	4,4
Importaciones de Bienes de Capital (cantidades) (%)	4,4	4,4	9,1	8,5	16,0	-0,7
Exportaciones (cantidades) (%)	-4,3	1,7	4,1	7,4	-4,8	-5,3
Oferta						
Actividad - EMAE (%)	1,6	2,6	2,7	1,8	0,8	1,6
Industria - EMI (%)	0,9	2,3	2,0	4,1	-1,5	2,9
Industria - IPI-FIEL (%)	0,9	1,4	1,1	5,0	0,5	1,1
Construcción - ISAC (%)	0,7	5,8	1,1	2,1	2,6	3,9
Servicios Públicos - ISSP (%)	2,1	3,6	4,5	6,0	2,5	-1,7

*Dato a mayo

**Dato a abril

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC, FIEL, O. J. Ferreres, ADEFA, UTDT

III.2 Comportamiento del Gasto

La producción de bienes y servicios exhibiría un mayor dinamismo en la segunda mitad del año, luego de un primer semestre en el que la expansión de la actividad económica se habría ubicado por debajo de lo esperado y del promedio del crecimiento de la actual fase expansiva.

En el segundo semestre la Absorción Interna lideraría nuevamente el aumento de la actividad, impulsada principalmente por el Consumo. Distinta sería la situación de la Inversión, que luego de presentar un marcado crecimiento entre fines de 2007 y comienzos de año, podría exhibir un incremento más reducido, acompañando la tendencia menos pronunciada prevista para el gasto en construcción y, en menor medida, en equipo durable. Por último, mientras que las Importaciones reales continuarían aumentando, las Exportaciones recuperarían dinamismo, reduciendo el aporte negativo de las Exportaciones Netas (XN) al Producto (ver Gráfico III.3).

A pesar del mayor nivel de actividad esperado, la menor expansión observada en el primer semestre impactaría en el crecimiento del año. En particular, la proyección anual de aumento del PIB se mantendría en niveles históricamente elevados, aunque se vería reducida levemente, ubicándose en alrededor de 6,5% anual.

Inversión

El gasto en inversión registra un crecimiento sostenido, luego de haberse acelerado a fines del año pasado. De este modo, se puede prever que en el corriente año la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) mantendría una variación superior a la del promedio de la economía y similar a la de 2007, a pesar de esperarse una moderación en el gasto en la construcción en los próximos meses. Así, la Tasa de Inversión alcanzaría en el año una participación en el PIB en torno a 24%, el mayor nivel desde 1980 (ver Gráfico III.4).

Consolidando una mejora en la calidad de la inversión, el crecimiento de la IBIF es liderado por el componente de Equipo durable de producción, que exhibió un alza de casi 35% interanual (i.a.) en el primer trimestre. El mayor gasto en bienes de capital se da en un marco de un abaratamiento relativo del capital frente al factor trabajo, en conjunto con una menor capacidad instalada ociosa existente en diversos sectores. De esta forma, el gasto en Maquinaria y equipo y Material de transporte ha alcanzado una participación en el PIB de casi 11% en el primer trimestre de 2008, obteniéndose un nuevo máximo en la serie con inicio en 1993 (ver Gráfico III.5).

Gráfico III.3

Crecimiento del PIB y Contribución por Componente del Gasto

(a precios de 1993; s.e.)

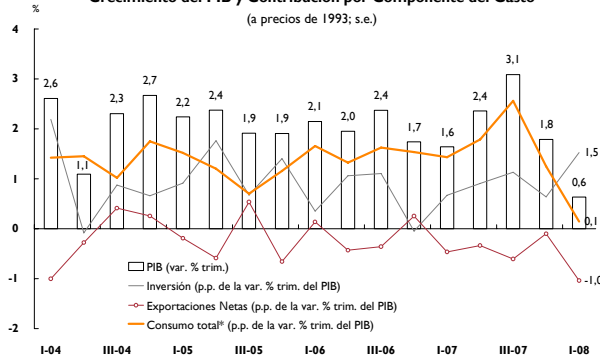
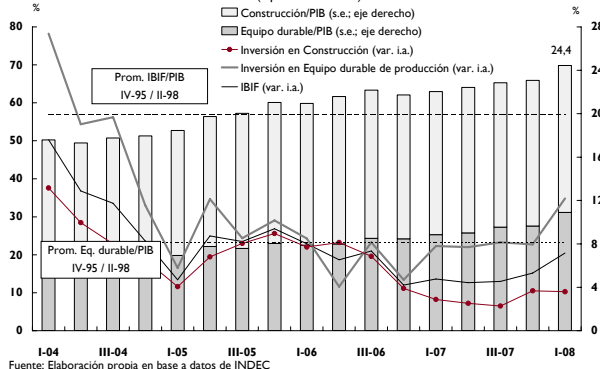
* Incluye Consumo Privado, Consumo Público y Discrepancia Estadística
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

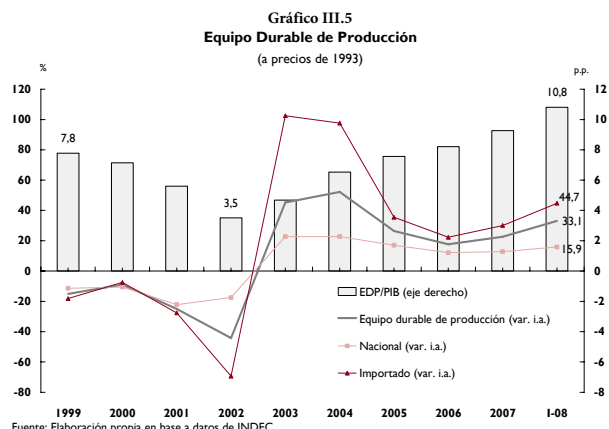
Gráfico III.4

Inversión por Componente

(a precios de 1993)

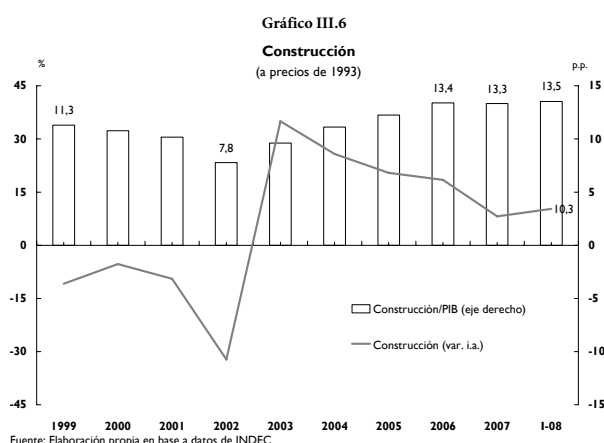


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



Gran parte de las nuevas incorporaciones en Equipo durable responden a importaciones, que en los primeros cinco meses de 2008 aumentaron 33,6% i.a. en términos de cantidades en el caso de los Bienes de capital y 44% i.a. en lo que respecta al Equipo de transporte industrial. En lo que resta del año se prevé que el ritmo de variación del gasto en Equipo durable se modere, finalizando la expansión en niveles similares a los de 2007. Por su parte, las compras de Equipo durable de producción nacional siguen exhibiendo un incremento por encima de 10% anual.

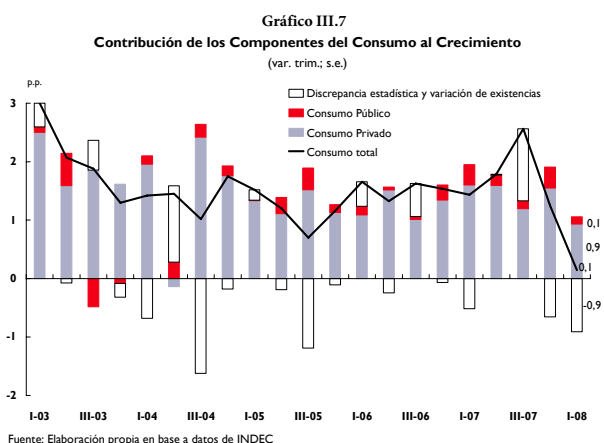
La Construcción registra una variación interanual superior a 10% en el primer semestre, aunque se espera una disminución en su tasa de expansión en los próximos meses. El motivo más significativo de la desaceleración esperada de la actividad estaría relacionada con el aumento de los costos que, sumado a la menor expectativa de alza en los precios de las viviendas, genera una disminución de la rentabilidad esperada del sector y por ende del desarrollo de nuevos emprendimientos. Asimismo, la falta de profundidad del crédito hipotecario para los estratos medios de la población, sumada a la mayor madurez que presenta el mercado inmobiliario orientado a los segmentos de mayores ingresos, influyen en la desaceleración del gasto en construcción, tras varios años de marcado crecimiento. Por otro lado, las obras de infraestructura, mayormente públicas continúan en ascenso, impulsadas por las obras viales y energéticas, aunque a un menor ritmo que el año pasado (ver Gráfico III.6).



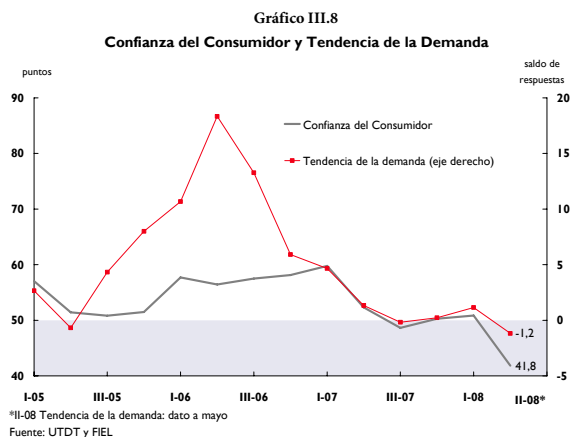
La evolución descrita para el gasto en Equipo durable y la Construcción permitiría por quinto año consecutivo incrementar el *stock* de capital por encima del alza del empleo. El mayor acervo de capital por unidad de trabajo permite incrementar la productividad de los empleados y, al mismo tiempo, la frontera de posibilidades de producción.

Consumo

El Consumo total continúa siendo el componente de la demanda de mayor contribución al crecimiento anual de la economía, como viene sucediendo desde 2003. En particular, se proyecta que el consumo realizado por las familias y el Gobierno siga en expansión durante 2008 aunque a una tasa menor en relación a la registrada en 2007 y por debajo de la suba promedio de la economía (ver Gráfico III.7).

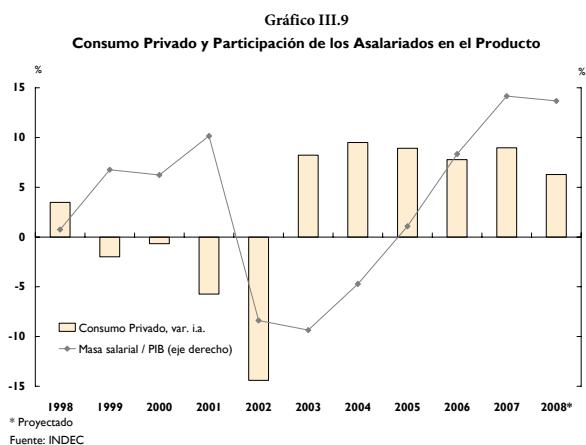


En el primer semestre de 2008 el Consumo Privado moderó su ritmo de crecimiento, en un marco de menor incremento de la masa salarial real y caída de la confianza de los consumidores (ver Sección IV). Asimismo, el de-



terioro de las condiciones financieras también habría tenido influencia en el gasto de los hogares. No obstante, se prevé en la segunda mitad de 2008 un mayor aumento de las cantidades consumidas por las familias, a partir de la plena vigencia de los acuerdos salariales firmados en el corriente año (que en muchos casos fijaron subas escalonadas a partir del segundo trimestre) y el incremento de las transferencias del sector público, en un contexto de estabilización de las expectativas de los consumidores y de las condiciones financieras (ver Gráficos III.8 y III.9).

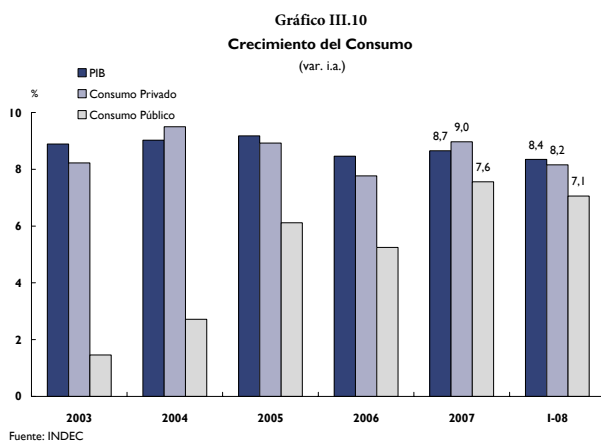
Por su parte, el Consumo Público mantendría un elevado ritmo de expansión durante el año, tal como ya fue observado en los primeros meses. Sin embargo, la suba durante el corriente año sería más reducida que durante 2007, cuando ascendió a 7,6% anual, disminuyendo la contribución de este componente al crecimiento económico (ver Gráfico III.10).



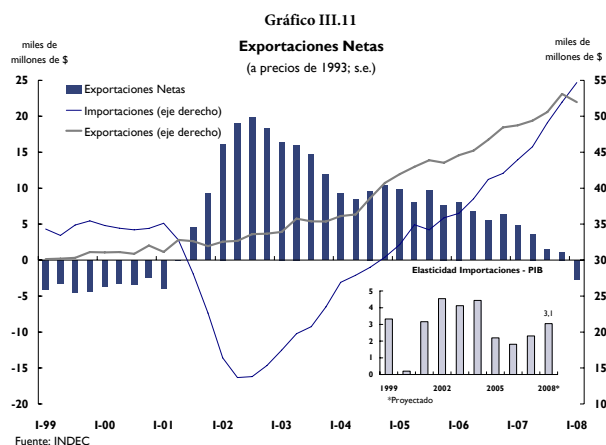
Exportaciones Netas

En 2008 las Exportaciones reales registrarían un nuevo incremento por octavo año consecutivo, pero a un menor ritmo que el evidenciado en 2007. Por su parte, las Importaciones seguirían mostrando una suba, acompañando el mayor gasto de consumo e inversión (ver Gráfico III.11).

Las Exportaciones a precios constantes registrarían en 2008 una suba superior a 5%. El ritmo de expansión sería inferior al del año anterior por el menor crecimiento del saldo exportable de productos agrícolas y la caída de los envíos de combustibles. Así, el incremento de las cantidades exportadas sería liderado por las Manufacturas de origen industrial (MOI). Cabe notar que durante el primer semestre las ventas al exterior de Productos primarios (PP) y Manufacturas de origen agropecuario (MOA) se habrían visto disminuidas como resultado del adelantamiento de las ventas de productos primarios durante la última parte de 2007 y por el cese de comercialización dispuesto por los productores agropecuarios. Esta reducción se vería parcialmente compensada en el segundo semestre, de modo que no presentaría un impacto significativo en el acumulado anual (ver Sección V).



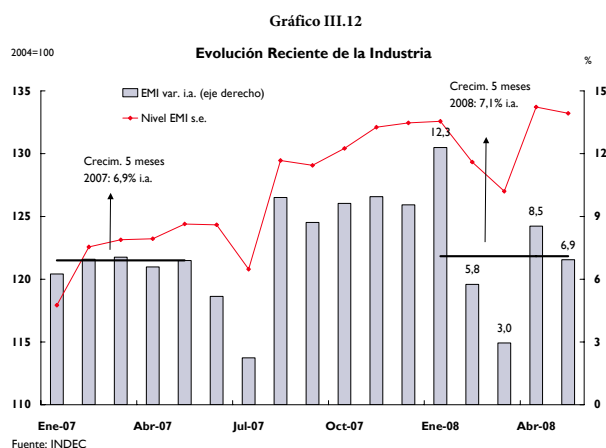
Por su parte, al igual que en 2007, las cantidades importadas volverían a mostrar una variación algo superior a 20% i.a., aunque en un marco de menor crecimiento del Producto. Así, se alcanzaría una elasticidad importaciones-PIB mayor a 3, la más elevada desde 2004. Este comportamiento sería liderado por la adquisición de Bienes de capital y Piezas y accesorios. También mostrarían un aumento de las cantidades importadas de Bienes



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

	var. i.a.				Contrib. I-08 (p.p.)
	2005	2006	2007	I-08	
Sectores productores de bienes	9,5	8,8	7,9	5,9	1,9
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	11,7	1,5	10,3	0,7	0,0
Pesca	-14,3	63,5	-6,4	-35,1	-0,1
Explotación de minas y canteras	-0,2	3,0	-0,5	3,7	0,2
Industria manufacturera	7,5	8,9	7,6	6,8	1,1
Suministro de electricidad, gas y agua	5,4	-0,7	5,4	4,6	0,1
Construcción	20,4	17,9	9,9	9,7	0,6
Sectores productores de servicios	8,4	8,1	8,7	9,0	5,5
Comercio mayorista y minorista y reparaciones	9,8	8,0	11,1	8,8	1,1
Hoteles y restaurantes	7,9	7,3	8,2	9,3	0,3
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	14,8	13,5	13,7	14,5	1,5
Intermediación financiera	17,5	22,1	18,6	18,1	0,9
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	4,5	4,2	4,7	5,9	0,8
Administración pública y defensa	3,3	4,5	3,7	4,7	0,2
Enseñanza, servicios sociales y de salud	4,2	4,3	4,8	4,9	0,3
Otras actividades de servicios y servicio doméstico	9,8	7,7	6,4	6,6	0,4

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



de consumo, que superarían al crecimiento del gasto de las familias en bienes, incrementando su participación sobre el total. Por último, el rubro Combustibles y lubricantes presentaría una fuerte alza con el objetivo de satisfacer la mayor demanda interna de energía.

III.3 Comportamiento de la Oferta

Tal como sucedió el año pasado, el crecimiento de la economía continúa siendo impulsado por los sectores productores de servicios, que exhiben una expansión superior a la de los bienes, a pesar de haberse visto afectados en el segundo trimestre (ver Cuadro III.2).

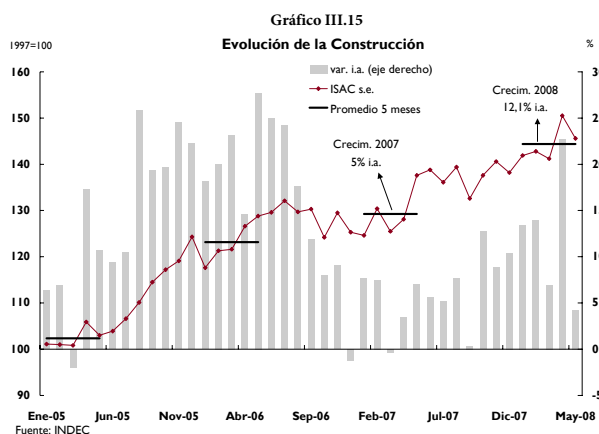
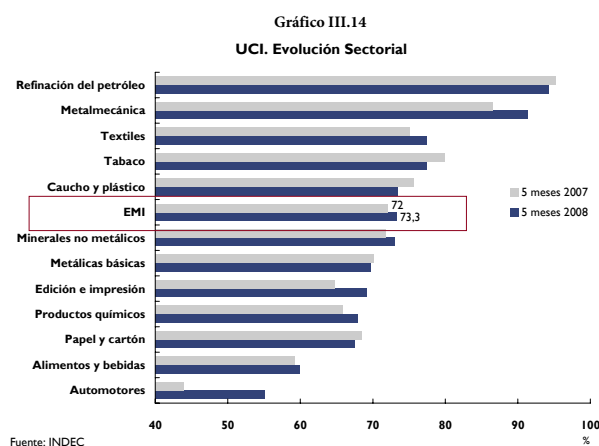
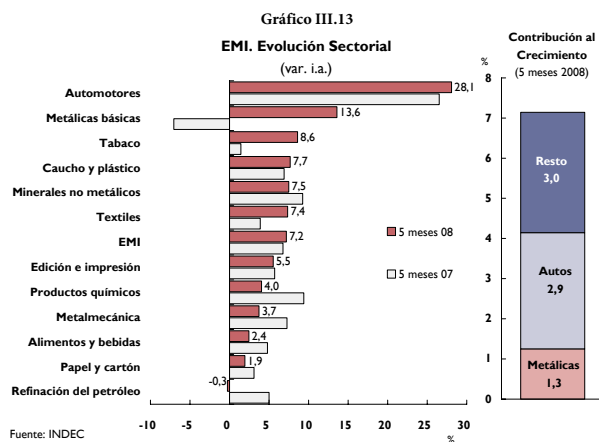
Por su parte, la producción de bienes también sigue en expansión, aunque a una tasa por debajo de la prevista para el PIB y a la registrada en años anteriores. Por un lado, el sector agropecuario muestra un bajo incremento, ya que a pesar de alcanzarse una cosecha récord, la producción de la última campaña ha resultado sólo ligeramente superior a la anterior. Asimismo, la construcción, que en años anteriores registró un ascenso por encima del crecimiento real del PIB, exhibiría una suba más moderada, mientras que la industria mostraría un alza en su nivel de actividad similar a la del año previo.

Industria

La actividad industrial mantiene una perspectiva positiva de crecimiento, luego de haber atravesado en el primer semestre situaciones particulares que agregaron volatilidad a su desempeño. En particular, el cambio de estacionalidad de las paradas de planta y la falta de insumos en algunas ramas generaron una alternancia de meses de alto y bajo crecimiento, determinando que el nivel general de la producción manufacturera se mantenga en torno a lo observado a fines de 2007 (ver Gráfico III.12).

De acuerdo al Estimador Mensual Industrial (EMI), el incremento de los primeros cinco meses del año fue de 7,1% i.a., alternando entre tasas del 12,5% i.a. al 2,7% i.a.. La suba del acumulado anual se concentró en la rama automotriz seguida por las Industrias metálicas básicas, que reflejaron las obras para la ampliación de la capacidad instalada que se realizaron en 2007 en aluminio y acero. En conjunto, los dos bloques contribuyeron con más de la mitad del crecimiento del nivel general. Asimismo, las producciones de Tabaco y Textiles se aceleraron con relación al año previo, aunque sus contribuciones son menores (ver Gráfico III.13).

Sin embargo, los mayores niveles de actividad de estas ramas fueron parcialmente compensados por la desaceleración que registraron los bloques de Alimentos y be-



bidas y Sustancias y productos químicos. En el caso de la industria alimenticia, que aumentó 2,4% i.a. en los primeros cinco meses de 2008, la desaceleración estuvo condicionada principalmente por la reducción de la producción de Carnes rojas (se redujo 4% i.a. en el período) y un menor crecimiento por parte de los Lácteos y la Molienda de cereales y oleaginosas. Del lado de los productos químicos, cayó la elaboración de Gases industriales a la vez que se moderó el crecimiento de los Agroquímicos y los Productos farmacéuticos.

Por otro lado, si bien algunos bloques continúan operando cerca del límite de su capacidad productiva, en los primeros cinco meses del año la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) promedio de la industria se ubicó en 73,3%, 1,2 puntos porcentuales (p.p.) por encima del nivel del mismo período de 2007 (ver Gráfico III.14). El crecimiento de la UCI del sector automotriz, que anteriormente contaba con capacidad ociosa, lideró el mayor uso entre enero y mayo de 2008.

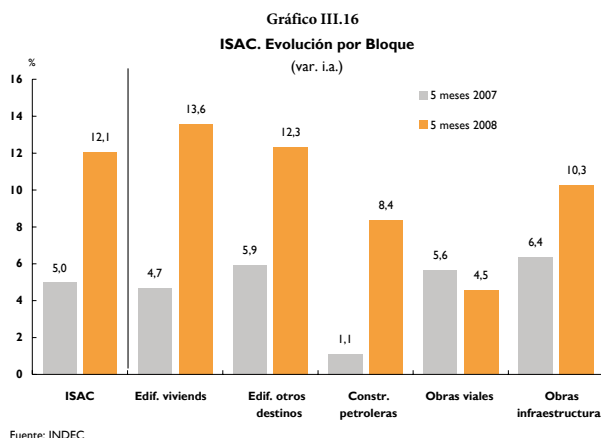
Para los próximos meses se espera que la producción industrial continúe creciendo en promedio a un ritmo similar al acumulado en lo que va de 2008, en la medida en que factores puntuales, no influyan en el normal desarrollo de la actividad.

Construcción

La construcción mostró un crecimiento elevado en los primeros meses de 2008, en un contexto donde las favorables condiciones climáticas permitieron el desarrollo de la actividad, a diferencia de lo sucedido el año pasado cuando las lluvias redujeron la cantidad de días laborales. Sin embargo, la expansión del sector se moderaría en la segunda mitad del año, dando cuenta de la madurez que presenta en algunos segmentos.

Según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), en los primeros cinco meses del año el nivel de actividad se incrementó 12,1% i.a., superando el crecimiento registrado en el mismo período del año anterior (5% i.a.). De todos modos, la serie sin estacionalidad (s.e.) muestra una tendencia más estable, en un contexto donde el nivel de mayo se situó sólo 3,6% por encima de los valores de fines de 2007 (ver Gráfico III.15).

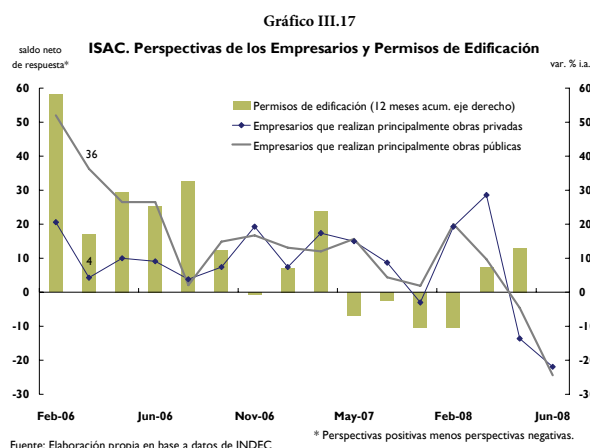
En lo que va de 2008, se destaca el crecimiento de las construcciones de viviendas y de otros destinos, como la industria o el comercio. Del lado de las viviendas, los grandes proyectos se siguieron centrando en los segmentos de altos recursos que cuentan con una demanda más estable. Del lado de las obras mayormente públicas, el crecimiento se concentra en las de infraestructura, mien-



tras que las obras viales registraron una desaceleración en lo que va del año (ver Gráfico III.16).

De todas formas, los indicadores adelantados reflejan una posible desaceleración de la actividad para los próximos meses. Por un lado, la encuesta de expectativas que realiza el INDEC registra un saldo negativo de respuestas en los últimos meses, tanto para los empresarios dedicados a la obra privada como a la pública. Asimismo, la evolución de los permisos de construcción fue levemente negativa en los primeros cinco meses (-0,7% i.a.), a diferencia de lo exhibido en 2007 cuando crecieron 9,5% i.a. (ver Gráfico III.17). Finalmente, el empleo formal en la construcción registró una desaceleración en el primer trimestre (creció 6% i.a.), alcanzando la menor variación desde el primer trimestre de 2003. Así, se espera que la actividad se modere y muestre en 2008 una suba similar a la del año pasado.

Sector Agropecuario



Inmerso en una coyuntura internacional ampliamente favorable, dado el crecimiento de la demanda de alimentos, el sector agropecuario exhibiría en el año un leve incremento de su producción. Ello respondería a una suba moderada de la cosecha agrícola y a un estancamiento de la producción pecuaria, que registró un descenso en su nivel de actividad entre marzo y junio.

Acompañando el incremento de la superficie sembrada, la cosecha final de granos en nuestro país ascendería para el ciclo 2007/08 a 94,8 millones de toneladas, valor levemente superior al de la campaña previa pero inferior al estimado originalmente. Las pobres condiciones de humedad en los suelos en el verano afectaron la zona núcleo de cultivo de maíz y soja, reduciendo sus rindes y determinando una cosecha menor a la esperada con anterioridad. A pesar de todo, los niveles de producción superan los registrados en la campaña anterior, alcanzando un nuevo máximo histórico, impulsados en parte por los mayores volúmenes producidos de trigo y girasol (ver Cuadro III.3).

Cuadro III.3
Producción de Granos

	Récord Histórico*	2006-2007		2007-2008		var. % de producción	Dif. Tons.
	miles tons.	miles tons.	Estructura %	miles tons.	Estructura %	2007-08 / 2006-07	2007-08 / 2006-07
Cereales		41.731	44,4	42.541	44,9	1,9	810
Maíz	21.755	21.755	23,1	20.300	21,4	-6,7	-1.455
Trigo	16.000	14.548	15,5	16.000	16,9	10,0	1.452
Sorgo granífero	8.100	2.795	3,0	3.000	3,2	7,3	205
Otros		2.632	2,8	3.241	3,4	23,1	609
Oleaginosas		52.344	55,6	52.295	55,1	-0,1	-49
Soja	47.461	47.461	50,5	46.500	49,0	-2,0	-961
Girasol	7.100	3.630	3,9	4.630	4,9	27,5	1.000
Otros		1.253	1,3	1.165	1,2	-7,0	-88
Total		94.075		94.836		0,8	761

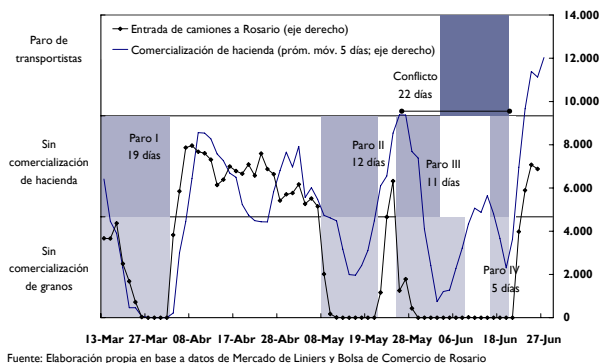
* Indica el récord de producción obtenido para cada cultivo en las campañas 1989/90 y 2007/2008

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

La reducción de la producción se vio reflejada en una leve caída en el saldo exportable proyectado para la campaña 2007/2008. Mientras que en noviembre de 2007 se esperaba que el saldo exportable supere los 80 millones de toneladas (50% compuesto por granos), los últimos datos indicarían que las exportaciones agrícolas rondarían las 74 millones de toneladas en el ciclo 2007/08.

En tanto, el inicio de la campaña 2008/09, que comienza con la siembra de trigo, mantuvo un sesgo desfavorable, en un contexto de escasa humedad en el centro-norte de

Gráfico III.18
Impacto del Paro Agropecuario



la región triguera y de menor expectativa de siembra por parte de los productores. Las malas condiciones de los suelos, el incremento de los costos directos y la falta de financiamiento no bancario (principalmente proveedores), generó dificultades para sembrar en algunos casos y en otros habría aumentado la indecisión por parte del productor de plantar otro cultivo alternativo.

Por su parte, la producción pecuaria continuó mostrando un estancamiento. En un marco de sostenida demanda local, el cese de comercialización de animales repercutió en los niveles de actividad de los frigoríficos, revirtiendo el crecimiento que mostraban en los primeros meses del año (ver Gráfico III.18). Así, de acuerdo con los datos de la Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario (ONCCA), la faena de animales en los primeros cinco meses fue levemente inferior a la del año previo (-0,7% i.a.). Asimismo, a la reducción de las cabezas faenadas se le sumó un descenso en el peso promedio lo que implicó una mayor caída de la oferta de carne, de -3,2%. En este marco, el volumen de exportación cayó 8% i.a., a la vez que se introdujeron nuevos requisitos administrativos que sólo admiten destinar al mercado externo el excedente sobre el 75% del stock de producción cárnica disponible por cada frigorífico⁸.

La producción primaria de leche continuó recuperándose en los primeros meses de 2008, a pesar de los problemas de comercialización, y la oferta de lácteos se incrementó 3,2% con relación a los primeros cinco meses del año pasado. De todos modos, la tendencia de mediano plazo de la actividad es declinante, ante la reducción de los tambos en funcionamiento (ver Gráfico III.19).

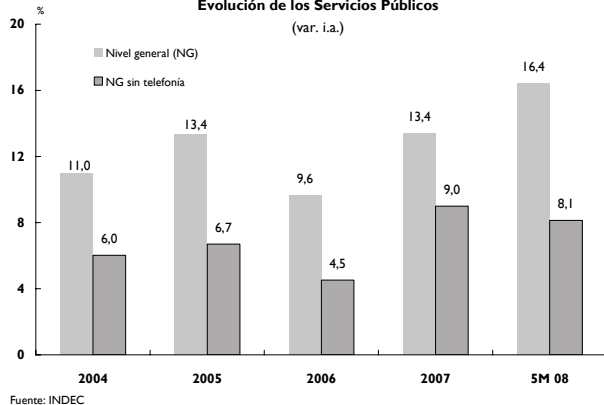
Servicios Públicos

El consumo de servicios públicos mantiene en 2008 un ritmo de expansión de dos dígitos. En los primeros cinco meses, el Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) exhibió un incremento de 16,4% i.a., liderado por el rubro de Telefonía, fundamentalmente por la telefonía móvil celular (ver Gráfico III.20).

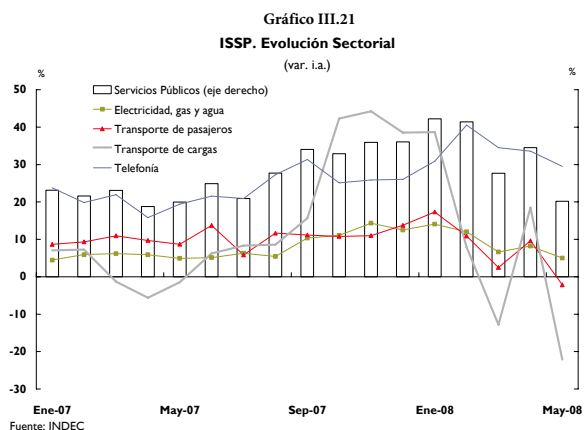
El consumo de insumos energéticos registró una menor expansión en el primer semestre, por la presencia de temperaturas más templadas que en años anteriores. Así, el abastecimiento de electricidad y gas natural no registró interrupciones significativas (ver Gráficos III.21 y III.22).

Del lado del gas natural, la creciente demanda pudo ser abastecida a pesar de la menor cantidad de gas recibida

Gráfico III.20
Evolución de los Servicios Públicos
(var. i.a.)



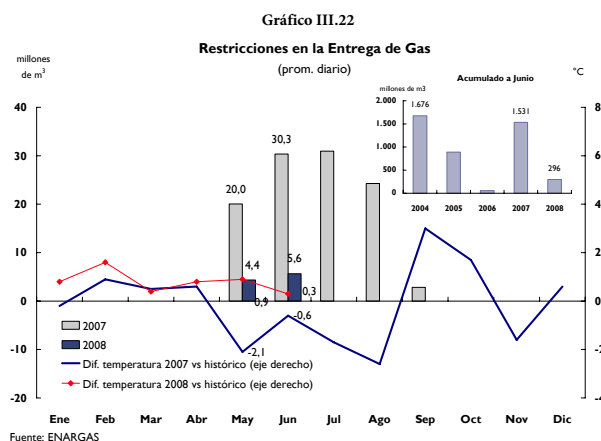
⁸ Resolución ONCCA N° 42/08



de Bolivia. Las exportaciones a Chile se redujeron y se intensificó el uso de combustibles alternativos de menores rendimientos, como el fueloil y el gasoil, en las industrias y centrales térmicas.

Por su parte, la mayor demanda eléctrica se abasteció con una mayor generación térmica y nuclear, mientras que la generación hidráulica fue subutilizada a fin de resguardar reservas para el invierno. En este marco, en el primer semestre se verificaron algunos ingresos al sistema eléctrico para ampliar la oferta, como la puesta en funcionamiento de las centrales de ciclo combinado Manuel Belgrano y San Martín, y las entradas de generadores dentro del marco de los planes de Energía Distribuida y el Plan Energía Plus. Asimismo, algunas grandes industrias habrían instalado centrales y usinas para la autogeneración.

En los próximos meses se espera que la tasa de crecimiento del ISSP registre una desaceleración por el elevado nivel de uso de ciertos rubros y por la madurez de algunos mercados, como el de telefonía celular.



IV. Empleo y Salarios

IV.1 Síntesis

Los indicadores del mercado laboral continúan exhibiendo mejoras en 2008. La desocupación se reduciría levemente hacia fines de año, en un marco donde la demanda laboral muestra una menor expansión luego de cinco años de crecimiento sostenido. Por su parte, los ingresos nominales de los trabajadores exhibirían un incremento levemente superior al registrado durante 2007, aunque la suba en términos reales sería menos marcada.

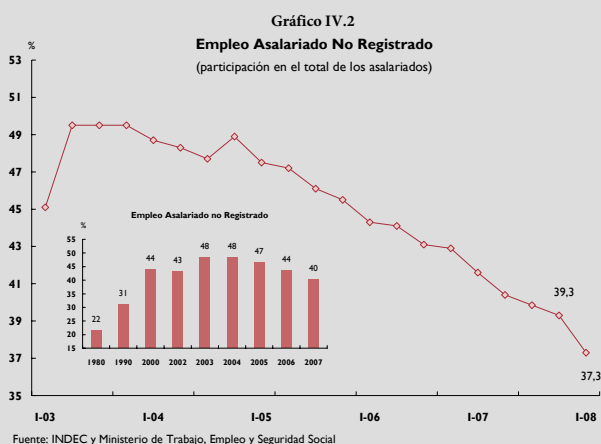
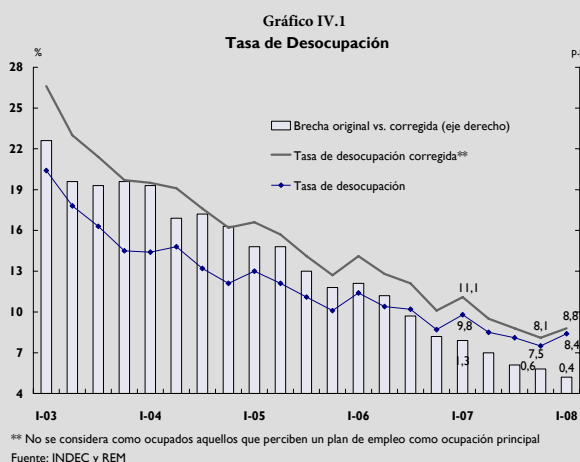
La tasa de desocupación registró un descenso interanual (i.a.) de 1,4 puntos porcentuales (p.p.) en el primer trimestre, al ubicarse en 8,4% de la Población Económicamente Activa (PEA) y de este modo alcanzar niveles similares a los observados en inicios de la década pasada. Por su parte, la disminución de la tasa de desocupación corregida por planes de empleo fue más pronunciada, reduciéndose la brecha entre ambas tasas a sólo 0,4 p.p..

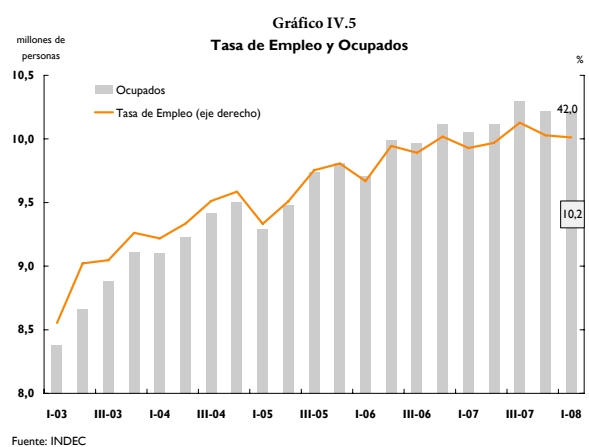
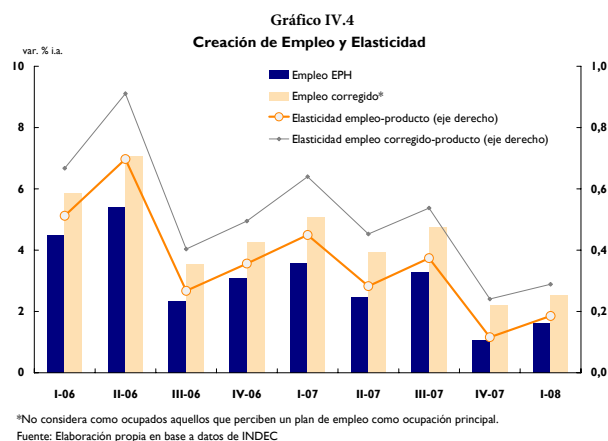
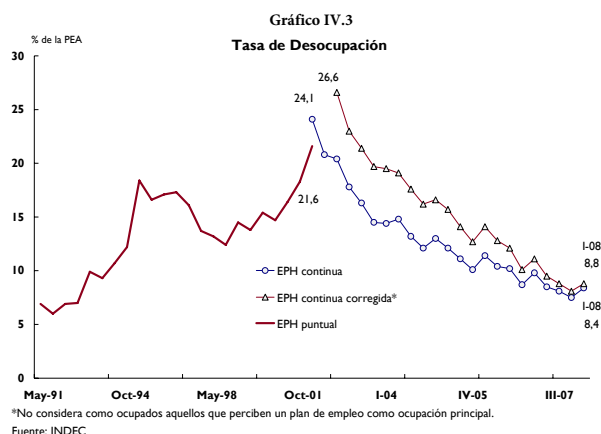
Continuando con la tendencia de los últimos trimestres, la demanda laboral siguió mostrando un crecimiento más moderado. En particular, en el primer trimestre la cantidad de ocupados aumentó 1,6% i.a., por debajo del incremento de 2007. Mayor ha sido la tasa de expansión del empleo neto de planes, que ascendió a 2,5%, aunque también exhibe una desaceleración con respecto al alza evidenciada en 2007. Así, la elasticidad empleo corregido-Producto se ubicaría en 0,3 en 2008, por debajo de la del año previo (0,5).

La elasticidad empleo formal-Producto se mantiene por encima del promedio, verificándose nuevas mejoras en la calidad del trabajo. En el primer trimestre de 2008 el porcentaje de trabajadores informales dentro de los asalariados fue de 37,3%, 4,3 p.p. por debajo de igual trimestre de 2007 y 12,2 p.p. en comparación al máximo registrado en 2003.

Por su parte, en el primer trimestre de 2008 la fuerza laboral en relación a la población total se redujo en forma interanual, situándose en 45,9%, nivel en el que se mantendría a lo largo del año. Así, la PEA se ubicaría en promedio por debajo de la tasa de 2007, contribuyendo a la caída de la desocupación.

A diferencia del año pasado, los aumentos salariales en el primer semestre de 2008 han sido liderados por el sector privado no registrado. En tanto, las remuneraciones privadas registradas exhiben una suba menor a la promedio influida por la equiparación del aporte previsional entre el sistema de capitalización y el de reparto implementada a inicios de año.





IV.2 Empleo

El mercado laboral sigue mostrando mejoras en 2008 a partir de la contracción de la cantidad de personas sin ocupación, impulsadas por la creación de empleo, mayormente formal. Asimismo, se espera que a fin año el impacto de los planes de trabajo, que surgieron como sustitutos de empleos genuinos en forma posterior a la crisis de 2001, alcance su mínima expresión como consecuencia de haber logrado los beneficiarios un puesto laboral o ser alcanzados por otro plan o beneficio social (ver Gráfico IV.1).

De todos modos, las mejoras son menos marcadas que en años anteriores, en un contexto en que el desempleo se ubica en niveles reducidos en términos históricos y en comparación a otras economías en desarrollo y desarrolladas. Adicionalmente, a futuro el crecimiento del empleo sería más lento, tal como se viene observado en los últimos trimestres, en parte porque los desempleados actuales son principalmente jóvenes de baja calificación y experiencia, lo que dificulta su ingreso al mercado laboral.

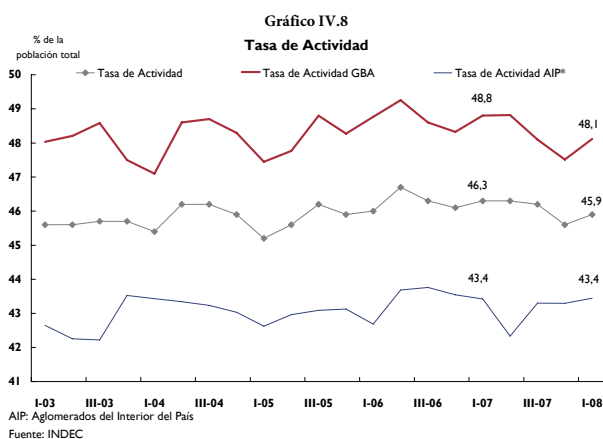
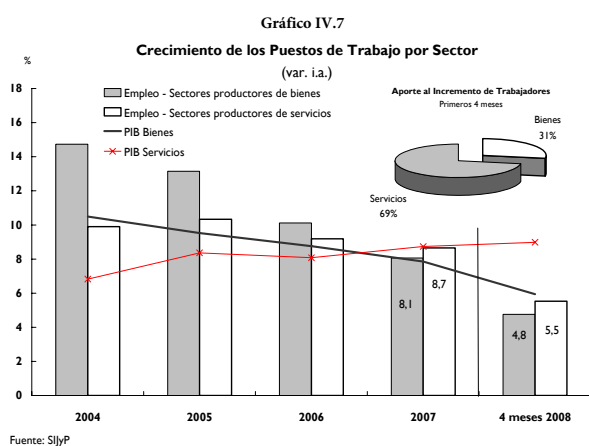
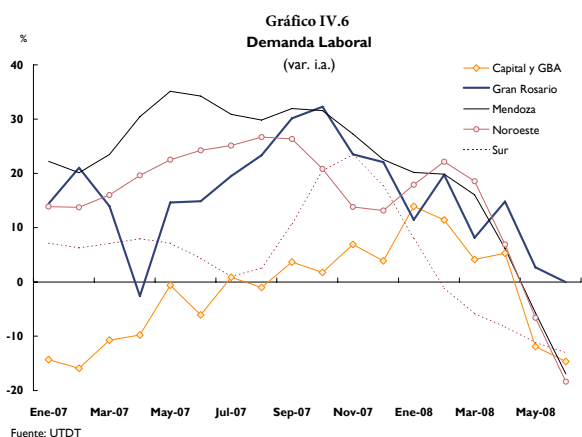
Tal como se esperaba, la tasa de desocupación medida por la Encuesta Permanente de Hogares (EPH)⁹ registró un descenso en el primer trimestre, al ubicarse en 8,4% de la Población Económicamente Activa (PEA¹⁰), 1,4 puntos porcentuales (p.p.) por debajo a la observada en el mismo período del año anterior aunque por encima del trimestre previo debido a cuestiones estacionales. De esta manera los niveles de desempleo son los menores desde 1993 (ver Gráfico IV.3).

Los datos de desempleo mostraron, como en los últimos años, una caída mayor si se utilizan las series corregidas, es decir considerando como desocupados a aquellos individuos que declaren un plan de empleo como ocupación principal. En el primer trimestre, la tasa de desocupación corregida se situó en 8,8%, 2,3 p.p. por debajo del nivel del mismo trimestre de 2007, reduciendo la distancia que la separa de la serie original a 0,4 p.p., el nivel mínimo desde 2002.

Continuando con la tendencia de los últimos trimestres, la demanda laboral siguió mostrando un crecimiento moderado. En particular, en el primer trimestre la cantidad de ocupados aumentó 1,6% i.a., levemente por encima del crecimiento poblacional y por debajo del incremento de 2,3% de 2007. El alza de los ocupados se tradujo en una suba de la Tasa de Empleo hasta 42% de

⁹ Las bases de datos de la EPH no se han publicado desde el primer trimestre de 2007, por lo que no se cuenta con información sectorial. Asimismo, los valores del tercer trimestre de 2007 fueron estimados por el INDEC dado que no se habían relevado todos los aglomerados.

¹⁰ Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.



la población relevada por la EPH, 0,3 p.p. por encima de un año atrás. Mayor ha sido la tasa de expansión del empleo corregido, que ascendió a 2,5% i.a., aunque también exhibe una desaceleración con respecto al alza de 3,9% evidenciada en 2007 (ver Gráficos IV.4 y IV.5). El menor crecimiento se da en un marco de incremento del costo relativo del trabajo y el menor dinamismo de algunos sectores económicos como la construcción, que en los últimos años ha sido un importante demandante de mano de obra. Consecuentemente, la elasticidad empleo corregido-Producto se ubicaría en 0,3 en 2008, levemente por debajo del año previo (0,5).

Las diversas fuentes adelantadas de la evolución del empleo confirman la moderación en su crecimiento. El Índice de Demanda Laboral (IDL)¹¹ que confecciona la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT) comenzó a mostrar signos de desaceleración en la primera mitad de 2008 en todas las regiones relevadas (ver Gráfico IV.6). Adicionalmente, en el sector formal, según los datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP), también se verifica un menor incremento, tanto en los sectores productores de bienes como en los de servicios, que continuaron liderando el alza del empleo.

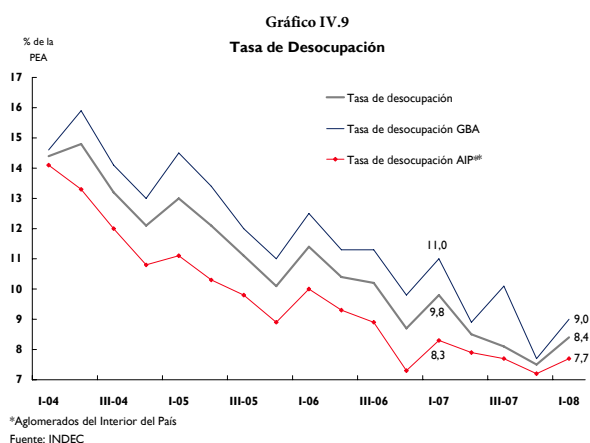
Los bloques de servicios incorporaron 250 mil puestos de trabajo formales en los primeros cuatro meses de 2008¹² (100 mil puestos menos que en el mismo período del año pasado), debido a la menor demanda por parte del sector financiero, las actividades inmobiliarias y el comercio. Por su parte, los bloques de bienes sumaron cerca de 100 mil trabajadores al crecimiento total, alrededor de 50 mil menos que un año atrás, en parte como consecuencia de la menor demanda de la construcción (ver Gráfico IV.7).

En 2008 la elasticidad de la creación de empleo formal se mantiene por encima del promedio, permitiendo nuevas mejoras en la calidad del trabajo, ubicándose aún en niveles elevados. En el primer trimestre de 2008 el porcentaje de trabajadores informales dentro de los asalariados se redujo a 37,3%, 4,3 p.p. por debajo del igual trimestre de 2007 y 12,2 p.p. en comparación al máximo registrado en 2003, aunque todavía se ubica en niveles elevados (ver Gráfico IV.2).

Con respecto a la oferta laboral, la Tasa de Actividad mantiene una tendencia declinante en el último año, situándose en el primer trimestre de 2008 en 45,9% de la población total, por debajo de la del mismo período del año anterior. Este comportamiento se mantendría a lo largo del año, siendo un posible factor que afectó al mer-

¹¹ El IDL mide la actividad del mercado de trabajo a través del volumen de avisos solicitando personal que se publican en la prensa escrita.

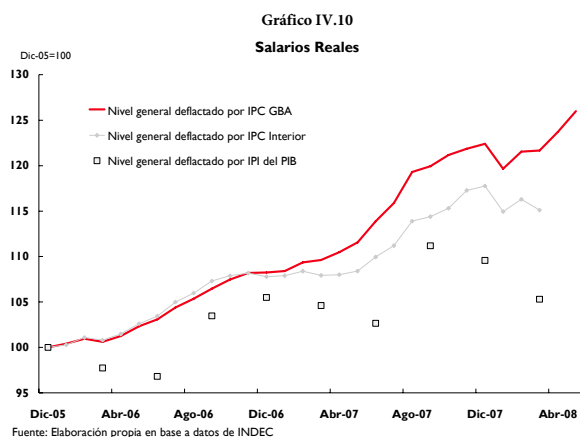
¹² Los datos publicados por el SIJyP se encuentran actualizados hasta abril.



cado de trabajo el Plan de Inclusión Previsional, que amplió la cobertura de los beneficios jubilatorios a un conjunto importante de personas que no cumplían con los requisitos mínimos de aportes y que no podían volver a trabajar o lo hacían de manera informal, lo que habría llevado a algunos de los beneficiados a salir de la fuerza laboral. Así, la Tasa de Actividad se ubicaría levemente por debajo del nivel de 2007, contribuyendo a la caída de la desocupación (ver Gráfico IV.8).

Analizando la situación laboral por regiones, la tasa de desocupación del Gran Buenos Aires (GBA) se mantiene por encima del promedio, pero fue la que más se redujo en el primer trimestre del año, alcanzando un nivel de 9%, mientras que los Aglomerados del Interior del País (AIP) exhibieron un desempleo de 7,7%, sólo 0,6 p.p. inferior al nivel del mismo período de 2007 (ver Gráfico IV.9). La baja en la desocupación en el GBA estuvo impulsada por la caída de 0,7 p.p. en la Tasa de Actividad, mientras que la Tasa de Empleo creció 0,4 p.p.. En los AIP, la PEA se mantuvo estable y creció 0,3 p.p. la Tasa de Empleo.

En un contexto de desaceleración del crecimiento económico, se espera que el aumento de la ocupación sea más moderada que en años previos determinando que la tasa de desocupación exhiba un descenso marginal, ubicándose levemente por debajo de la registrada a fines de 2007. De todos modos, persisten desafíos vinculados a la ocupación de gran parte de los desempleados (en su mayoría jóvenes de baja calificación y experiencia) y a la consolidación del incremento de la formalidad.

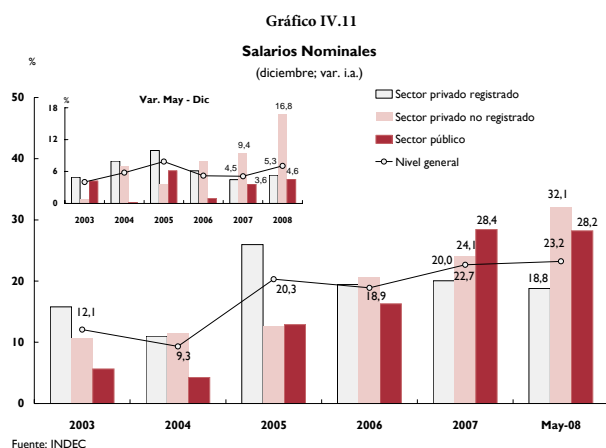


IV.3 Salarios e Ingresos

Los salarios reales de la economía muestran en los primeros meses del año un amesetamiento, en parte como consecuencia del menor crecimiento del poder adquisitivo dentro del sector registrado, tanto privado como público. Este comportamiento descrito se ve explicado en parte por el impacto que tuvo en los ingresos de los empleados registrados la equiparación de los aportes patronales entre el régimen de capitalización y el de reparto llevado a cabo en enero de este año¹³. Distinta es la evolución del segmento privado no registrado que evidencia una mejora (ver Gráfico IV.10).

En el sector formal ya se han concluido las negociaciones colectivas de 2008 en casi la totalidad de los sectores a nivel nacional. En relación al sector público, el estanca-

¹³ 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 de la equiparación de los aportes previsionales entre el sistema de capitalización y el de reparto (serie que se toma en el análisis de esta Sección) y otra que no refleja su efecto. La equiparación de los aportes no habría sido observado en el sector público por cuestiones metodológicas.



miento de los salarios reales responde a que los principales convenios colectivos han pactado los aumentos escalonados a partir de junio. Por lo tanto, se espera que en el segundo semestre se observe un alza mayor a la exhibida en la primera parte del año. Por el lado del sector privado, las negociaciones realizadas durante el primer trimestre concertaron subas en torno al 20%, valor similar al alcanzado durante el año pasado. Cabe notar que los acuerdos alcanzados en el último trimestre lograron mejoras superiores a las efectuadas en los primeros meses del año.

En el caso del segmento privado informal, la suba de los salarios nominales ha sido superior al resto de los segmentos del mercado. Entre las posibles causas del mayor incremento podemos encontrar el aumento de los precios de los alimentos, componente principal de la canasta de consumo de este sector, que impulsa mayores pedidos de aumento de salario. Adicionalmente, la reducción en la oferta de empleo informal y los aumentos otorgados a los trabajadores registrados habrían influido en un incremento algo más elevado (ver Gráfico IV.11). No obstante, a pesar de la mayor suba sigue existiendo una brecha significativa entre los salarios no registrados y los del sector formal.

V. Sector Externo

V.1 Síntesis

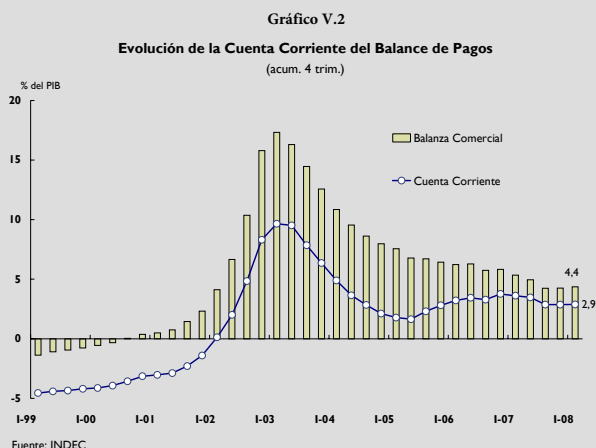
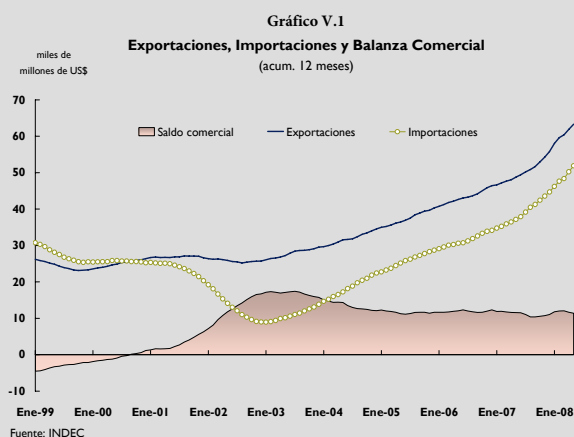
Sostenida por el importante excedente comercial de mercancías, que alcanza para contrarrestar el déficit de la balanza de servicios y de la cuenta de Rentas, la Cuenta Corriente del Balance de Pagos sigue presentando resultados positivos. El continuo incremento de las cotizaciones de las principales materias primas exportadas por el país sigue impulsando un fuerte aumento de las ventas externas, que compensa la leve retracción de las cantidades exportadas durante los últimos meses, principalmente de Productos Primarios y Combustibles. Las exportaciones industriales, en tanto, lideran el crecimiento de las cantidades vendidas en lo que va de 2008, mostrando una expansión superior a la de 2007.

Por su parte, las importaciones muestran una aceleración mayor a la proyectada, principalmente por el crecimiento a tasas de dos dígitos que registran los precios de importación. Sin embargo, al aumentar a un ritmo menor que los precios de exportación, continúan mejorando los términos del intercambio, que ya se encuentran en máximos de las últimas tres décadas. Asimismo, se observa en lo que va de 2008 un aumento de la elasticidad importaciones-Producto, que resultaría superior a la registrada en 2007 y a la esperada previamente.

En 2008, el excedente comercial de bienes resultaría cercano a US\$12.000 millones, superando levemente el nivel registrado en 2007 y el proyectado en el **Informe de Inflación** anterior. A su vez, se espera que la Cuenta Corriente presente superávit por séptimo año consecutivo, que sería de alrededor de US\$7.000 millones (2,1% del PIB), levemente inferior al observado el año pasado (US\$7.500 millones; 2,8% del PIB), aunque todavía elevado en términos históricos.

Por su parte, luego de la salida de capitales registrada en el segundo semestre de 2007, el saldo de la Cuenta Capital y Financiera volvió a exhibir un superávit en el primer trimestre de 2008, impulsado por el ingreso neto del sector privado no financiero, destacándose el crecimiento de la Inversión Extranjera Directa (IED). Sin embargo, los datos anticipados permiten prever que en el segundo trimestre la Cuenta Capital y Financiera volvería a exhibir un egreso neto, asociado a una nueva y más importante salida de capitales privados a partir de un cambio de portafolio, reflejado en un mayor apetito por activos externos, y en un contexto en que se reduce el financiamiento externo del sector público.

A fin de junio el stock de Reservas Internacionales se ubicó en US\$47.516 millones, mostrando una caída cercana a US\$3.000 millones durante el segundo trimestre del año, fenómeno que se enmarca en la política anticíclica que viene llevando a cabo el BCRA y que tiene como objetivo suavizar los efectos de los shocks externos asociados a las turbulencias internacionales y de cambios de portafolio de los agentes locales sobre el mercado cambiario doméstico y consecuentemente sobre las principales variables macroeconómicas.



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

	2006	I-07	II-07	III-07	IV-07	2007	I-08	Var. I-08 / I-07
Cuenta Corriente	8.010	1.073	2.478	754	3.160	7.465	1.552	479
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	3,8	1,9	4,2	1,3	4,9	2,9	2,2	0,3
Mercancías	13.959	2.391	3.957	2.305	4.603	13.256	3.592	1.201
Exportaciones fob	46.545	11.145	13.666	14.347	16.622	55.780	15.789	4.644
Importaciones fob	32.588	8.754	9.709	12.042	12.020	42.525	12.197	3.443
Servicios reales	-536	27	-217	-374	64	-500	-292	-319
Exportaciones de servicios	7.975	2.653	2.205	2.375	3.050	10.283	2.982	329
Importaciones de servicios	8.511	2.626	2.422	2.749	2.985	10.782	3.273	647
Rentas	-5.858	-1.435	-1.346	-1.244	-1.575	-5.400	-1.796	-361
Renta de la inversión	-5.800	-1.417	-1.330	-1.223	-1.557	-5.527	-1.777	-360
Intereses	-1.163	-197	-121	-96	-166	-580	-314	-117
Ganados	3.981	1.150	1.286	1.360	1.282	5.078	1.124	-26
Pagados	5.144	1.347	1.407	1.456	1.447	5.657	1.439	92
Utilidades y Dividendos	-4.637	-1.221	-1.209	-1.128	-1.391	-4.949	-1.463	-242
Ganados	1.340	324	276	321	259	1.180	321	-3
Pagados	5.977	1.544	1.484	1.448	1.650	6.126	1.784	240
Otras Rentas	-58	-18	-16	-20	-18	-72	-18	0
Transferencias corrientes	446	90	85	67	68	310	48	-42

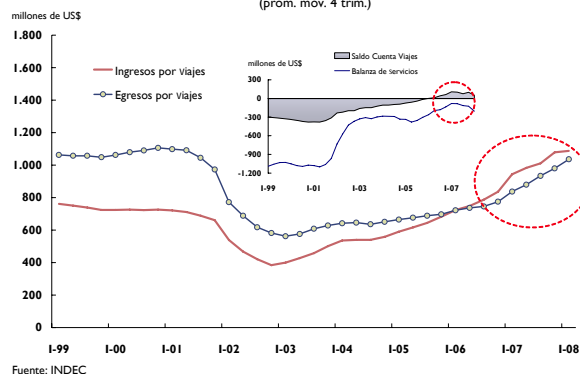
Fuente: INDEC

V.2 Cuenta Corriente

Impulsada en gran medida por la evolución de los precios internacionales de las materias primas, que contribuyen a sostener el superávit comercial de bienes en niveles históricamente elevados, la Cuenta Corriente continúa presentando resultados positivos. Esta evolución llevaría a alcanzar en 2008 el séptimo año superavitario consecutivo, el ciclo más largo en más de un siglo, conjugado además con un fuerte crecimiento del Producto.

En el primer trimestre de 2008 la Cuenta Corriente registró un superávit de US\$1.552 millones, exhibiendo un aumento de US\$479 millones con respecto al primer trimestre del año pasado (ver Cuadro V.1). Como viene sucediendo desde la crisis de 2001-2002, el saldo externo permanece sostenido por el importante excedente comercial de mercancías, que alcanza para contrarrestar el déficit de Servicios reales y de la cuenta de Rentas.

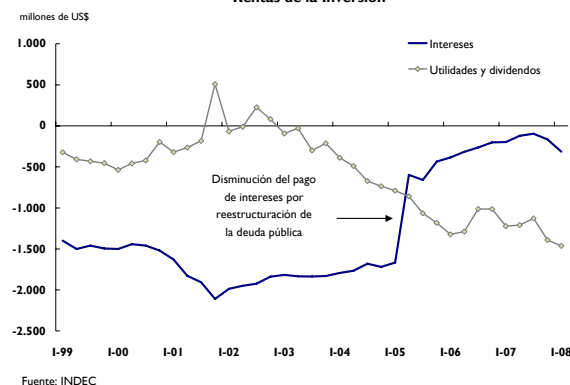
Gráfico V.3
Balanza de Servicios. Cuenta Viajes
(prom. móv. 4 trim.)



La balanza de Servicios reales revirtió el ligero superávit que había mostrado en los primeros tres meses de 2007, pasando a tener un resultado negativo en el primer trimestre de 2008. El deterioro del saldo responde en buena medida a los mayores egresos en concepto de fletes, asociados a los aumentos de los costos derivados del encarecimiento de los combustibles. En la cuenta viajes, en tanto, se mantiene la suba de los egresos por turismo emisor (ver Gráfico V.3). En cambio, tal como viene sucediendo desde hace varios trimestres, se observa un aumento del saldo por servicios empresariales, profesionales y técnicos.

Por su parte, en el primer trimestre de 2008 la cuenta de Rentas acentuó en US\$361 millones el saldo negativo. Ello respondió tanto a un mayor déficit en concepto de intereses como de utilidades y dividendos, principalmente por la suba de las ganancias pagadas (ver Gráfico V.4).

Gráfico V.4
Rentas de la Inversión



Para el presente año se espera que la Cuenta Corriente muestre un superávit cercano a US\$7.000 millones, equivalente a 2,1% del PIB. El saldo resultaría así levemente inferior al observado el año pasado (US\$7.500 millones; 2,8% del PIB), aunque todavía elevado en términos históricos.

Balanza Comercial¹⁴

El continuo incremento de las cotizaciones de las principales materias primas exportadas por el país sigue im-

¹⁴ 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.

Cuadro V.2
Exportaciones por Grandes Rubros

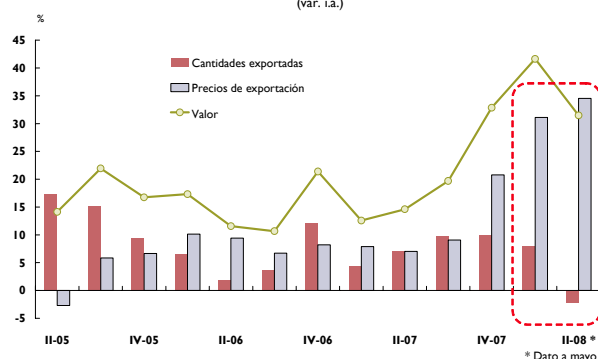
Rubro	Enero-Mayo					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2007	2008	Total	Precios	Cantidades	
Productos primarios	4.582	6.963	52,0	49	2	31,7
MOA	6.525	9.422	44,4	49	-3	38,6
MOI	6.254	8.001	27,9	8	18	23,3
MOI sin Material de transporte	4.545	5.764	26,8			16,2
Material de transporte	1.709	2.237	30,9			7,0
Combustibles y energía	2.931	3.416	16,5	59	-27	6,5
TOTAL	20.291	27.803	37,0	33	3	100,0

Fuente: INDEC

pulsando el fuerte aumento de las exportaciones (ver Sección II). En efecto, en los primeros cinco meses del año los precios de exportación exhibieron un alza interanual (i.a.) de 33%, explicando así la mayor parte de la expansión de las ventas externas (ver Cuadro V.2 y Gráfico V.5). En particular, los Combustibles y energía registraron un aumento de precios de 59% i.a., vinculado con la evolución de la cotización internacional del petróleo, que alcanzó nuevos máximos históricos, tanto en términos nominales como reales. También se destacaron los Productos primarios (PP) y las Manufacturas de origen agropecuario (MOA), con alzas de precios de 49% i.a., impulsados por el fuerte encarecimiento de las materias primas agrícolas a nivel mundial mayor al esperado (ver Sección II).

Por su lado, entre marzo y mayo los volúmenes despachados exhibieron una retracción cercana a 5% i.a., en la que sobresalieron las menores cantidades embarcadas de PP y MOA. Asimismo, los volúmenes vendidos de Combustibles y energía acentuaron la caída que ya venían mostrando desde 2002. Las Manufacturas de origen industrial (MOI), en cambio, mantienen la trayectoria creciente de las cantidades vendidas, impulsadas en gran medida por los mayores despachos de automotores y autopartes (ver Apartado 2).

Gráfico V.5
Evolución de las Exportaciones. Precios y Cantidades
(var. i.a.)



Fuente: INDEC

No obstante la desaceleración de las cantidades vendidas, las exportaciones acumulan en los primeros cinco meses del año un alza de 37% i.a., ritmo que supera ampliamente el crecimiento promedio de los últimos años. Más de la mitad del incremento observado responde a las mayores ventas de productos agropecuarios, tanto primarios como manufacturados, destacándose el importante aporte del complejo sojero (porotos, aceites y pellets) y de los cereales (principalmente maíz y trigo), productos para los cuales se realizaron modificaciones de la normativa de exportación (ver Cuadro V.3).

Cuadro V.3
Principales Rubros de Exportación

Principales Rubros	Enero-Mayo						
	Millones de US\$			Variación % i.a.			Contribución % al Crecimiento
	2007	2008	Diferencia	Total	Precio	Cantidad	
Cereales	2.088	3.507	1.418	67,9	56,6	7,3	18,9
Grasas y aceites	1.703	3.072	1.369	80,4	76,1	2,4	18,2
Subproductos oleaginosos (pellets)	2.105	2.983	878	41,7	44,2	-1,7	11,7
Semillas oleaginosas	883	1.464	581	65,8	41,6	17,1	7,7
Vehículos y sus partes	1.704	2.209	505	29,6	0,9	28,5	6,7
Subtotal 5 principales rubros	8.483	13.235	4.752	56,0	43,5	8,7	63,3
Total	20.291	27.803	7.512	37,0	33,0	3,5	100,0

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

En relación a los productos industriales, el crecimiento acumulado de las ventas en lo que va de 2008 llega a 27,9% i.a.. Las exportaciones automotrices continúan siendo uno de los componentes más dinámicos, con una expansión de 30,9% i.a., explicada casi íntegramente por las mayores ventas con destino a Brasil (64% i.a.). Las exportaciones de productos químicos también muestran un desempeño destacado, con un alza acumulada de 41% i.a..

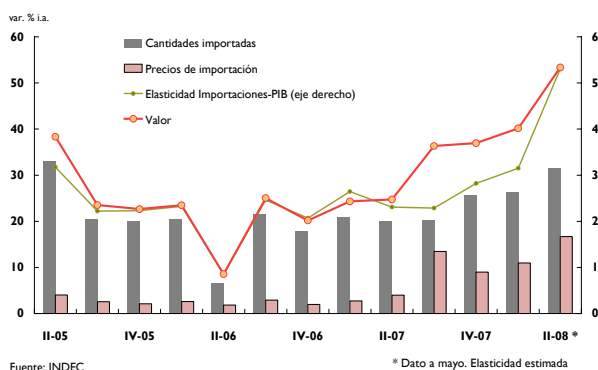
Por su parte, las importaciones de bienes continúan expandiéndose a tasas elevadas, acumulando un crecimiento de 45,7% i.a. en los primeros cinco meses del año (ver Cuadro V.4 y Gráfico V.6). Aunque siguen lideradas por las mayores cantidades (30% i.a.), las compras externas se expanden con una participación

Cuadro V.4
Importaciones por Uso Económico

Uso Económico	Enero-Mayo					
	millones de US\$		Variación % i.a.		Contribución % a la var. i.a.	
	2007	2008	Total	Precio		
Bienes de capital	3.711	5.380	45,0	1	44	23,2
Equipo de transporte industrial	711	1.282	80,3			7,9
Otros bienes de capital	3.000	4.099	36,6			15,3
Bienes intermedios	5.578	8.127	45,7	28	14	35,4
Combustibles y lubricantes	630	1.380	119,0	68	30	10,4
Piezas y acc. para bienes de capital	2.929	3.972	35,6	2	33	14,5
Bienes de consumo	1.797	2.469	37,4	5	35	9,3
Vehículos automotores de pasajeros	1.075	1.598	48,7			7,3
Resto	47	40	-14,9	-	-	-0,1
TOTAL	15.767	22.967	45,7	12	30	100,0

Fuente: INDEC

Gráfico V.6
Evolución de las Importaciones

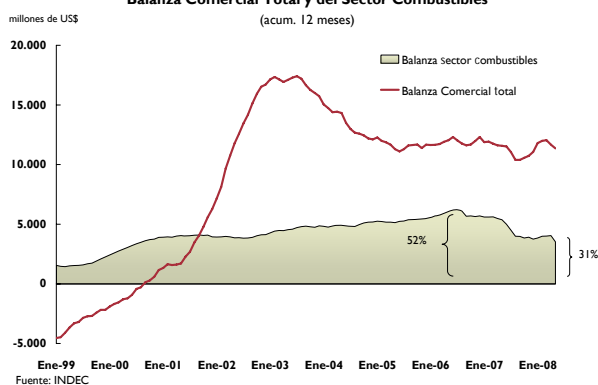


Fuente: INDEC

* Dato a mayo. Elasticidad estimada

Gráfico V.7

Balanza Comercial Total y del Sector Combustibles
(acum. 12 meses)



Fuente: INDEC

nas se expanden con una participación creciente de aumento de precios (12% i.a.), que en mayo llegaron a subir 18% i.a., el mayor incremento de la última década. Sin embargo, al aumentar a un ritmo menor que los precios de exportación, continúan mejorando los Términos del intercambio, que ya se encuentran en los mayores valores de los últimos treinta años.

Los dos rubros de importación más afectados por los mayores precios son los Combustibles y lubricantes y los Bienes intermedios, que reflejan la evolución alcista de la cotización internacional del petróleo crudo y su consecuente traslado a una amplia gama de insumos, como materias primas plásticas y agroquímicos (ver Apartado 1). El fuerte aumento de las compras de Combustibles (119% i.a. en los primeros cinco meses del año) determinó que continuara deteriorándose el saldo comercial del sector (ver Gráfico V.7). Tras haber llegado a representar la mitad del superávit comercial de bienes a mediados de 2006, el excedente de Combustibles se encuentra en retroceso, y recientemente llegó a mostrar algunos meses con resultado deficitario.

Las importaciones de Bienes de capital, en tanto, acumulan un alza de 45% i.a., asociada a la evolución de la inversión en Equipo durable y casi íntegramente explicada por la suba de las cantidades (ver Sección III). Este aumento representa una aceleración considerable con respecto al crecimiento de 28% i.a. observado a lo largo del año pasado, aunque en mayo la suba fue de 25% i.a.. Con respecto a los Bienes de consumo, el crecimiento de las compras también se explica mayormente por un aumento de las cantidades, destacándose las importaciones provenientes de China (58% i.a.), que crecen a un ritmo superior al promedio (37,4% i.a.).

Para lo que resta del año se espera que las exportaciones de mercancías continúen en ascenso, superando cómodamente los US\$70.000 millones en 2008. Asimismo, se proyecta que las importaciones se ubiquen por encima de US\$60.000 millones, a partir de una elasticidad importaciones-PIB mayor a la registrada en 2007 y un aumento de los precios mayor al esperado. De esta manera, el superávit comercial de bienes sería cercano a US\$12.000 millones, levemente por encima del nivel registrado en 2007 y de la proyección incorporada en el **Informe de Inflación** anterior.

Apartado 2 / Exportaciones de MOI y competitividad industrial

Uno de los sectores más dinámicos en los últimos años y que continúa mostrando indicadores favorables es la industria manufacturera en Argentina. En efecto, la producción y las exportaciones industriales siguen creciendo, dando lugar al desarrollo de diversos complejos productivos y generando empleo de mediana y alta calificación. Entre los factores que explican tal desempeño se destaca la mejora en la productividad de las distintas ramas industriales, a lo que se le sumó una fuerte corriente de inversiones dentro de las pequeñas y medianas empresas.

Cuadro 1 | Exportaciones de Productos Industriales
(en millones de US\$)

Rubros	Primeros 5 meses				
	2007	2008	Var. % i.a.		
			Total	Precios	Cantidades
Material de transporte terrestre	1.709	2.237	31	1	30
Productos químicos y conexos	1.083	1.528	41	32	6
Metales comunes y sus manufacturas	1.129	1.149	2	9	-7
Máquinas y aparatos, material eléctrico	726	875	21	2	18
Materias plásticas y sus manufacturas	512	584	14	17	-3
Piedras, metales preciosos, monedas	231	410	77	nd	nd
Vehic. de navegación aérea y marítima	43	340	691	nd	nd
Papel, cartón, impresos y publicaciones	251	260	4	12	-8
Resto de MOI	181	200	10	nd	nd
Caucho y sus manufacturas	130	149	15	9	4
Textiles y confecciones	130	145	12	17	-5
Manufacturas de piedra, yeso, vidrio	65	69	6	nd	nd
Manufacturas de cuero, marroquinería	48	40	-17	nd	nd
Calzado y sus partes componentes	15	16	7	nd	nd
Manufacturas de origen industrial (MOI)	6.254	8.001	28	8	18
EXPORTACIONES TOTALES	20.291	27.803	37	33	3

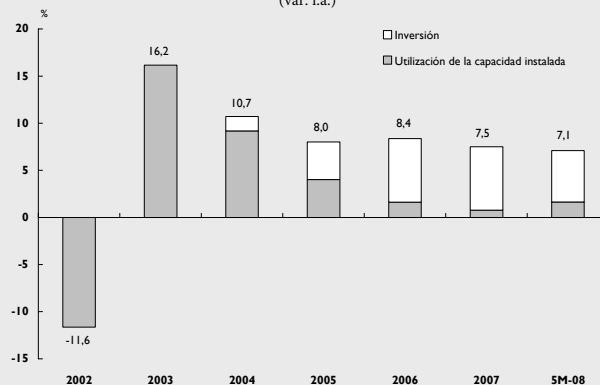
Fuente: INDEC

A lo largo de 2008 las exportaciones están aumentando a tasas que duplican el crecimiento promedio registrado entre 2003 y 2007. Una parte importante del incremento de las ventas externas se debe a la fuerte suba de las cotizaciones de las principales materias primas exportadas por el país, considerando que en lo que va de 2008 el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA acumula un incremento de 62,8% interanual (i.a.), al tiempo que los precios de exportación muestran una suba de 33% i.a.. Sin embargo, la evolución por grandes rubros muestra un comportamiento heterogéneo. Tanto los Productos primarios como las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) exhiben un crecimiento importante a partir de la mencionada dinámica de precios, con una evolución levemente positiva de las cantidades exportadas. Por su parte, el rubro de Combustibles y energía también registra un aumento de las ventas en valores, aunque debido exclusivamente a la mejora de los precios, ya que las cantidades exportadas se redujeron. Por el contrario, las exportaciones de Manufacturas de origen Industrial (MOI) crecen impulsadas casi por completo por la suba de las cantidades exportadas, con un aporte menor de los precios. Así, en el período enero-mayo las exportaciones MOI registraron un alza de 28% i.a. en valor merced al aumento de 18% i.a. de las cantidades embarcadas, incluso mayor al registrado en 2007 (12% i.a.).

Las exportaciones industriales continúan lideradas por los despachos del complejo automotriz (30,9% i.a.), en particular las destinadas a Brasil (64% i.a.), principal mercado para los automotores y autopartes argentinos. No obstante, también se destacaron los envíos de productos químicos (41,1% i.a.), con una creciente participación del biodiesel. Otros productos con buen desempeño en lo que va de 2008 fueron el oro no monetario (77,5% i.a.) y las materias plásticas y sus manufacturas (14,1% i.a.).

Al dinamismo de los rubros mencionados, en el acumulado de los primeros cinco meses del año se agrega la evolución favorable de las ventas externas de maquinarias y aparatos y material eléctrico, con una expansión de 20,5% i.a., explicada también en gran medida por el crecimiento de los volúmenes exportados.

Gráfico 1 | Causas del Crecimiento de la Industria
(var. i.a.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

En términos geográficos, el MERCOSUR continúa representando el principal destino de las ventas de productos industriales, y las exportaciones hacia el bloque regional siguen creciendo a buen ritmo (41% i.a.), aunque también se destaca el dinamismo de los envíos de MOI a otros países y regiones como Chile y la Unión Europea, que crecen en los primeros cinco meses del año 43% i.a. y 28% i.a., respectivamente.

Asimismo, desde 2003 no sólo se registra un crecimiento sostenido de las exportaciones de manufacturas industriales, sino también un proceso de diversificación, observándose un mayor número de destinos. En 2007 las exportaciones MOI argentinas se distribuyeron entre 186 países del mundo. También es importante señalar que el destacado incremento de las exportaciones industriales de nuestro país acompaña una tendencia observada a nivel mundial y regional. A modo de ejemplo, en Brasil las ventas externas de productos manufacturados y semi-manufacturados han presentado entre 2003 y 2007 un crecimiento promedio anual de 22% (que as-

cendió a 16% el año pasado), similar al registrado en Argentina en el mismo período.

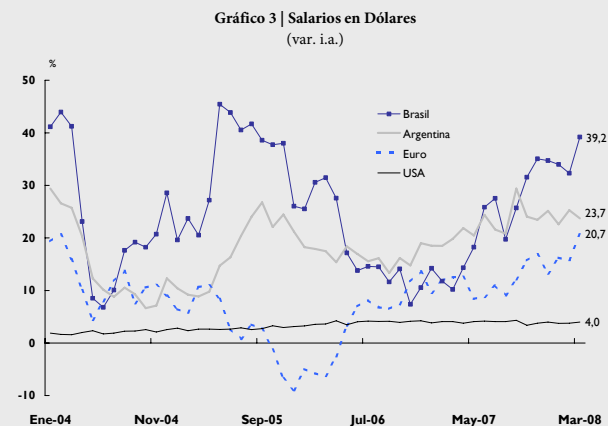
El buen desempeño de las ventas externas industriales refleja, entre otros factores, la situación en la que se encuentra la industria manufacturera. En efecto, dentro del ciclo actual de expansión de la economía nacional, ha sido uno de los sectores más dinámicos y exhibe desde 2002 un crecimiento ininterrumpido. Esta trayectoria responde a la mayor demanda de los productos nacionales tanto en el mercado interno como en el externo, hecho que le ha permitido incrementar los volúmenes elaborados en 74% (11,7% anualizado).



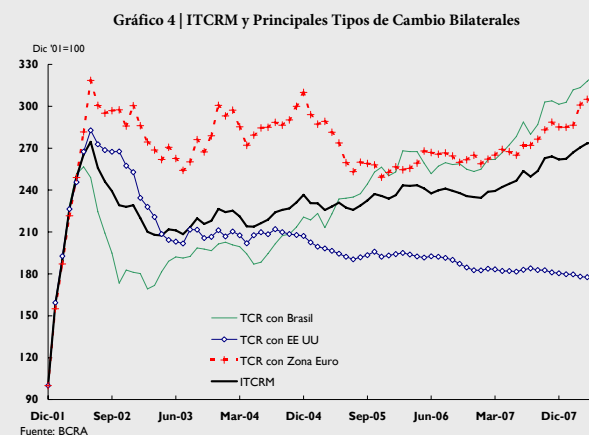
Parte del crecimiento en este período respondió adicionalmente a un incremento de la productividad media de los trabajadores, que permitió alcanzar ya a mediados de 2004 los valores más elevados adquiridos durante la década pasada, pero con un nivel de ocupación mayor. A partir de 2005 las empresas comenzaron a incrementar sus inversiones con el fin de ampliar su capacidad instalada. Este comportamiento fue acompañado por incentivos dispuestos por el Gobierno (mayormente desgravaciones impositivas) para la realización de grandes proyectos, a lo que se le adicionó una fuerte corriente de inversiones dentro de las pequeñas y medianas empresas.

Las nuevas inversiones, que se orientaron tanto a la ampliación de la capacidad instalada como a cambios en las tecnologías y mejoras de eficiencia de los recursos, se vieron traducidas en la continuidad del crecimiento de los volúmenes elaborados, en un contexto donde el uso de la capacidad productiva se mantuvo prácticamente sin cambios. Así, entre 2004 y 2007 la industria mostró un incremento en su producción cercano a 9,1% anual. A la par, se verificó un ascenso de la productividad que alcanzó un nuevo récord a fines de 2007. En el caso de la productividad horaria el crecimiento fue de 4% promedio anual en el período, en tanto que en el caso de la productividad por ocupado la mejora ascendió a 3,2% anual. Sin embargo, lentamente se verifica en la coyuntura reciente una desaceleración en el crecimiento de la

productividad, que se ubica en torno a 2% i.a. al primer trimestre de 2008.



Asimismo, si bien los salarios medidos en dólares estadounidenses registraron aumentos de cierta magnitud, en el marco de una importante recomposición de los ingresos de los trabajadores, su crecimiento es similar o incluso menor al de otros socios comerciales. En efecto, el incremento resulta inferior al registrado en Brasil y Chile y similar al que exhiben los sueldos pagados en la Unión Europea, donde recientemente se observó una marcada apreciación cambiaria respecto del dólar.



Paralelamente, pese a la reciente evolución del peso argentino frente al dólar, desde una óptica más amplia el tipo de cambio real multilateral muestra una evolución diferente. Esto es así ya que la moneda estadounidense se sigue depreciando frente al resto de las monedas de los países con los que Argentina comercia.

En resumen, se observa un comportamiento favorable de la producción y las exportaciones industriales. Esta evolución tiene múltiples fundamentos entre los que se cuentan la importante ganancia de productividad del sector y las inversiones llevadas a cabo por el sector, en un marco de salarios en dólares que crecen a tasas similares a las de otras regiones y países en la comparación internacional y un tipo de cambio real multilateral que se mantiene en niveles elevados.

Cuadro V.5

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

	2006	I-07	II-07	III-07	IV-07	2007	I-08	Var. I-08 / I-07
Cuenta capital y financiera	-5.618	2.405	5.229	-1.610	-173	6.051	1.239	-1.366
Cta. capital y fin. (errores y omisiones)*	5.049	3.587	3.862	-1.596	-219	5.634	1.973	-1.614
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	-2,6	4,7	8,9	-2,6	-0,3	2,3	1,8	-2,9
Cuenta capital	97	12	2	97	1	112	17	5
Cuenta financiera	-5.714	2.593	5.227	-1.707	-174	5.939	1.222	-1.371
Sector Bancario	-10.521	350	-150	1.021	346	1.567	251	-99
BCRA	-10.400	205	-214	860	642	1.493	-144	-349
Otras entidades financieras	-121	145	63	161	-295	74	395	250
Sector Público no Financiero	3.041	797	1.001	-147	773	2.424	-486	-1.283
Sector Privado no Financiero	1.766	1.447	4.376	-2.581	-1.294	1.948	1.458	11
Errores y Omisiones Netos	1.137	982	-1.367	14	-46	-417	734	-248
Variación de Reservas Internacionales	3.531	4.660	6.340	-842	2.941	13.099	3.526	-1.134

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

Fuente: INDEC

V.3 Cuenta Capital y Financiera

Luego de la salida de capitales registrada en el segundo semestre de 2007, vinculada con el episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales originado a partir de la crisis del mercado de crédito hipotecario norteamericano de baja calificación, el saldo de la Cuenta Capital y Financiera volvió a exhibir un superávit en el primer trimestre de 2008 (ver Cuadro V.5). La entrada de divisas estuvo impulsada por el ingreso neto del Sector privado no financiero, destacándose el crecimiento de la Inversión Extranjera Directa (IED).

En efecto, tras mantenerse relativamente estable en los últimos años, la IED alcanzó US\$2.300 millones, el nivel más elevado desde la salida de la crisis de 2001-2002 (ver Gráfico V.8). El flujo del primer trimestre incluye la venta de acciones de Acindar (alrededor de US\$550 millones), pero no contempla la operación de compraventa del 14,9% de YPF, ya que se realizó entre empresas no residentes. De todas formas, aún descontando los cambios de manos de empresas, la IED se duplicó con respecto al primer trimestre de 2007, situándose en niveles elevados en términos históricos.

Este ingreso de capitales a través del sector privado fue parcialmente contrarrestado por una salida neta en el Sector público. En particular, se observaron pagos netos a organismos internacionales y amortizaciones netas a no residentes de títulos del Banco Central (LEBAC y NOBAC), a la vez que no se registraron nuevas colocaciones de títulos públicos a no residentes por primera vez en tres años, situación asociada al endurecimiento de las condiciones de mercado a partir de las turbulencias financieras internacionales.

No obstante el ingreso de capitales observado en el primer trimestre, los datos anticipados permiten prever que en el segundo trimestre la Cuenta Capital y Financiera habría vuelto a exhibir un saldo negativo, cercano a US\$3.500 millones, asociado a una nueva y más importante salida de capitales privados a partir de un cambio de portafolio, reflejado en un mayor apetito por activos externos.

Tal como viene sucediendo a lo largo de los últimos dos años, en el primer trimestre de 2008 la deuda externa se incrementó en aproximadamente US\$3.400 millones, alcanzando a fin de marzo un nivel de US\$127.300 millones. Con respecto al primer trimestre del año pasado, el aumento fue de US\$15.200 millones, a partir de una suba conjunta del endeudamiento externo del Sector privado y del Sector público. Sin embargo, la deuda externa continuó disminuyendo en relación al Producto,

Gráfico V.8
Inversión Extranjera Directa
(prom. mov. 4 trim.)

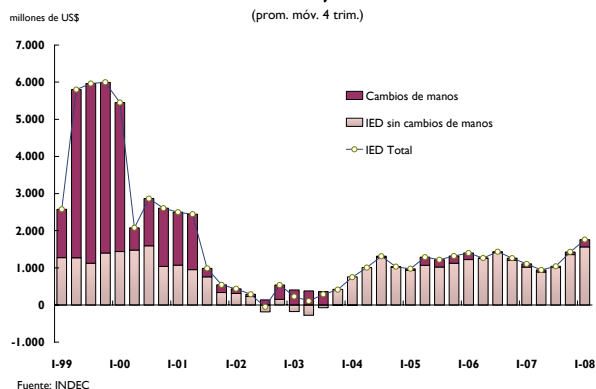
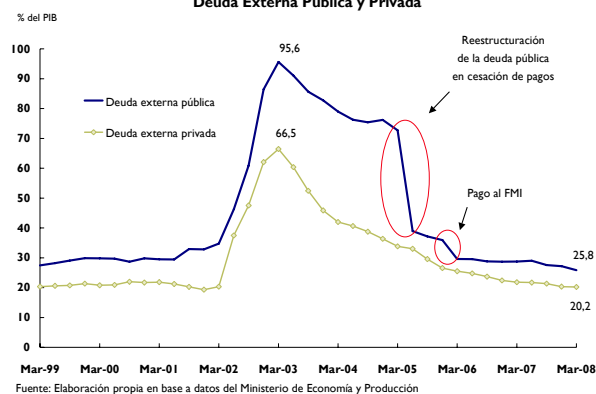


Gráfico V.9
Deuda Externa Pública y Privada

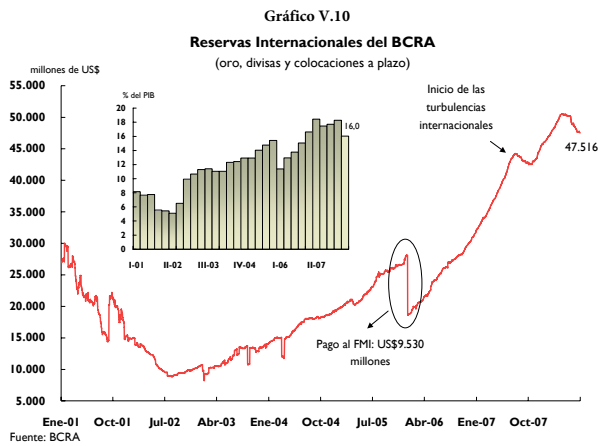


llegando a 46,1% del PIB, nivel que no se observaba desde principios de 1999 (ver Gráfico V.9).

V.4 Reservas Internacionales

Luego de que las Reservas Internacionales aumentaran US\$3.526 millones a lo largo del primer trimestre, en los meses siguientes tomaron una trayectoria descendente, vinculada a la salida de capitales privados. En este sentido, en el segundo trimestre del año las Reservas Internacionales presentaron una disminución cercana a US\$3.000 millones, ubicándose en US\$47.516 millones a fin de junio (ver Gráfico V.10).

Esta desacumulación de Reservas se enmarca en la política anticíclica que viene llevando a cabo el BCRA y que tiene como objetivo suavizar los efectos de los *shocks* externos sobre el mercado cambiario doméstico y consecuentemente sobre las principales variables macroeconómicas. De todas formas, las Reservas representan actualmente 16% del PIB, nivel históricamente elevado y que prácticamente duplica al observado antes de la crisis de 2001-2002 (ver Sección VII).



VI. Finanzas Públicas

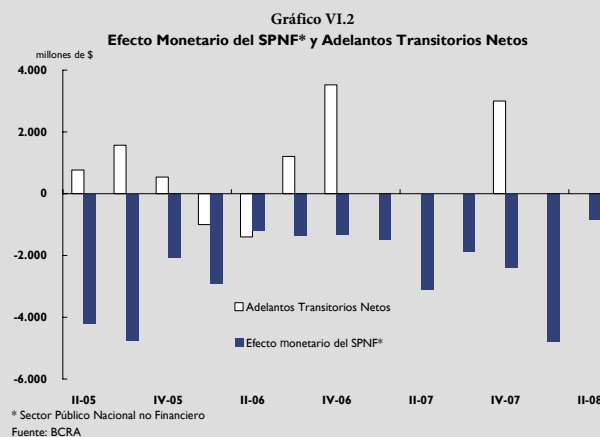
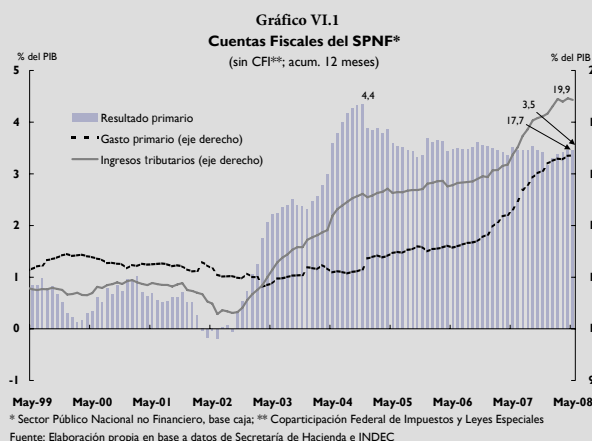
VI.1 Síntesis

Las cuentas públicas nacionales continúan exhibiendo un resultado primario superavitario impulsado por el crecimiento de los ingresos. Durante el segundo trimestre los recursos aumentaron en línea con la suba de los primeros tres meses del año, mientras que el gasto primario se expandió, entre abril y mayo, por encima de lo observado en el primer trimestre. Así, el superávit primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) acumuló en lo que va del año \$17.660 millones, exhibiendo una suba de 47% respecto del nivel registrado en igual período de 2007. Por su parte, el resultado financiero sumó \$12.127 millones (81% interanual -i.a.-).

La Recaudación Tributaria Nacional siguió creciendo a tasas elevadas, aunque inferiores a las registradas en el primer trimestre, aumentando 36% i.a. en términos nominales en el segundo trimestre del año y representando cerca de 25% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses. La suba fue impulsada en primer lugar por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), seguido por los Derechos de Exportación y los recursos de la Seguridad Social. En particular, entre abril y junio se consolidó el aporte de los derechos que gravan las ventas externas, que siguieron constituyendo el segundo tributo que más impulsó el crecimiento nominal de la recaudación.

A diferencia de lo observado durante el primer trimestre del año, entre abril y mayo el crecimiento del gasto primario se ubicó ligeramente por encima del de los ingresos. Si bien el gasto primario siguió creciendo a tasas inferiores a las registradas durante 2007, el ritmo de aumento superó al registrado durante el primer trimestre del año. En particular, se destacó la evolución creciente de los subsidios al sector privado, destinados principalmente al sector energético, de transporte y al consumo de agroalimentos. Se prevé que el superávit primario del SPNF supere este año la pauta del Presupuesto Nacional 2008 (3,15% del PIB). De todas formas, el nivel de resultado primario dependerá particularmente de cómo evolucionen las Transferencias corrientes al sector privado y la ejecución de proyectos de inversión financiados con fondos públicos.

En un escenario internacional financiero desfavorable, el Tesoro Nacional (TN) realizó durante el segundo trimestre colocaciones en el mercado tanto en moneda doméstica como extranjera. Para lo que resta del año, teniendo en cuenta el superávit fiscal previsto y las disponibilidades del TN, se estima que las necesidades de financiamiento adicionales se concentren en el último trimestre, y sean afrontadas mayormente por fuentes domésticas e intra-Sector Público.



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

Impuesto	Acum. a Junio		Diferencia		Contrib. Acum. %
	2007 (A)	2008 (B)	Absoluta (B)-(A)	% (B)/(A)-1	
Ganancias	21.133	25.764	4.631	21,9	13,2
IVA Total (1)=(2)+(3)	29.924	41.273	11.349	37,9	
IVA DGI (2)	18.349	24.130	5.781	31,5	
IVA DGA (3)	11.574	17.142	5.568	48,1	
Devoluciones de IVA (4)	2.050	2.950	900	43,9	
IVA (5)=(1)-(4)	27.874	38.322	10.449	37,5	29,8
Ganancia Mínima Presunta	621	637	16	2,6	0,0
Bienes Personales	1.653	2.031	377	22,8	1,1
Derechos de Importación	2.960	4.220	1.260	42,6	3,6
Derechos de Exportación	8.535	16.455	7.920	92,8	22,6
Combustibles	3.228	4.617	1.389	43,0	4,0
Internos	2.240	2.725	485	21,6	1,4
Seguridad Social	16.535	22.972	6.437	38,9	18,3
Créditos y Débitos en Ctas. Bancarias	6.869	9.178	2.309	33,6	6,6
Otros	377	222	-155	-41,2	-0,4
TOTAL (sin capitalización)	92.027	127.143	35.117	38,2	

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

VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

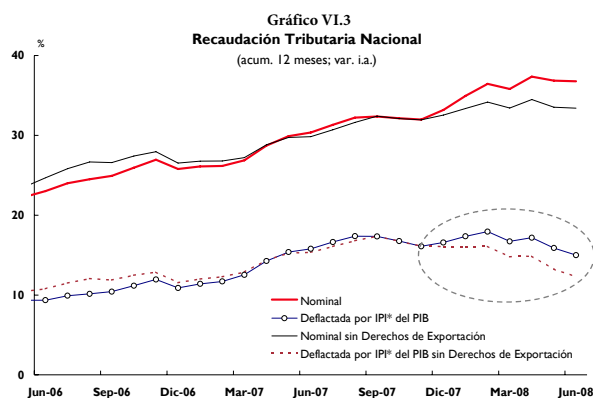
Ingresos

La Recaudación Tributaria Nacional continuó creciendo en términos nominales, impulsada por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los Derechos de Exportación y los recursos de la Seguridad Social¹⁵. En particular, la suba de los precios de los Productos primarios y las modificaciones en las alícuotas que tributan los principales productos de exportación efectuadas durante 2007, generaron que los derechos sobre las ventas externas siguieran constituyendo el segundo tributo que más aportó al crecimiento nominal de la recaudación detrás del IVA, aunque disminuyó su contribución respecto del primer trimestre del año (ver Cuadro VI.1).

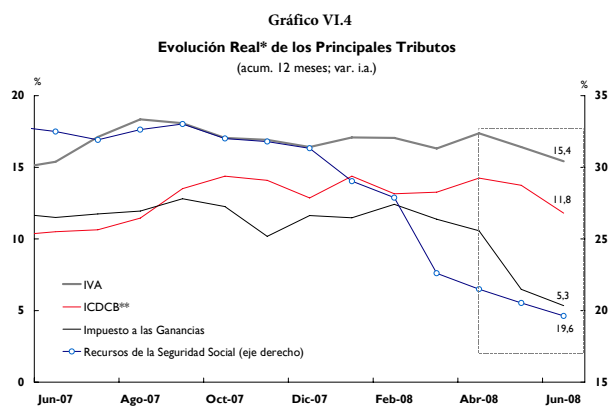
Durante el primer semestre del año, la recaudación subió 38% interanual (i.a.) en términos nominales. No obstante, los ingresos acumulados en los últimos 12 meses se estabilizaron en torno a 25% del PIB desde fines del año anterior. Por otra parte, en el segundo trimestre del año, la recaudación deflactada por el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB evidenció una reducción en la tasa de crecimiento respecto de los tres trimestres anteriores. Cabe destacar que la recaudación deflactada por el IPI del PIB neta de los ingresos por Derechos de Exportación evidenciaría una reducción aún más pronunciada en su tasa de incremento (ver Gráficos VI.3 y VI.4).

Los recursos asociados al IVA¹⁶ siguieron creciendo, resultando la principal fuente de aporte al crecimiento de la recaudación total. Así, el IVA se elevó 38% i.a. en lo que va del año, superando el crecimiento de todo 2007 (33% i.a.), para representar cerca de 7,9% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses. Para el resto de 2008 se espera que la participación del tributo en términos del Producto se mantenga en torno a 8% (ver Gráfico VI.5).

Los Derechos de Exportación también continuaron subiendo a tasas elevadas, aunque entre abril y junio disminuyeron su contribución al crecimiento de la recaudación. En efecto, en los primeros seis meses los derechos sobre las ventas externas se incrementaron 93% i.a., mientras que habían crecido 39% i.a. en 2007, representando en los últimos doce meses alrededor de 3,1% del PIB. El elevado ritmo de crecimiento continuó reflejando la significativa suba de los precios de los Productos primarios y el aumento de las alícuotas que tributan los principales productos de exportación. Así, se prevé que



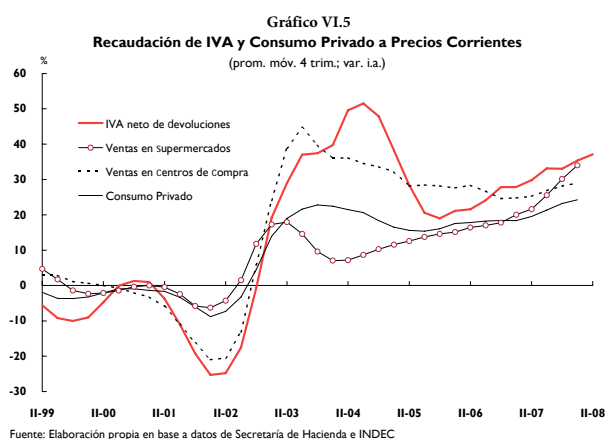
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC



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

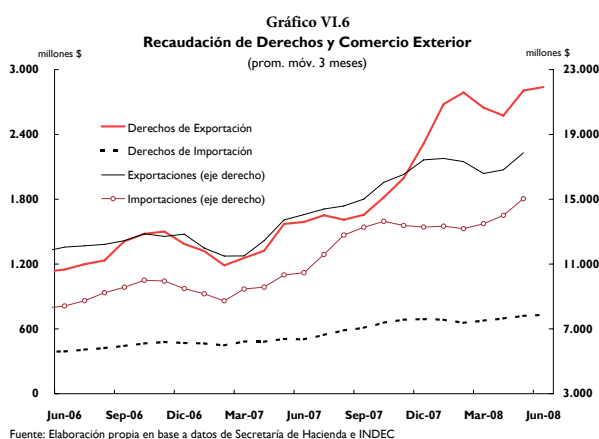
¹⁵ Excluye los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional 2007.

¹⁶ Neto de devoluciones.



los ingresos por estos derechos continúen ganando participación sobre la recaudación total hasta alcanzar aproximadamente 4% del PIB a fin de año. En tanto, los Derechos de Importación subieron 43% 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 y suba de precios de importaciones (ver Sección V y Gráfico VI.6).

En igual sentido que los dos principales tributos que impulsaron la suba de la recaudación durante los primeros meses del año, los recursos de la Seguridad Social crecieron 39% i.a. durante el primer semestre del año influenciados por el traspaso de afiliados desde el sistema de capitalización al de reparto en el marco de la Reforma Previsional 2007¹⁷, y por la suba de la remuneración imponible. Para lo que resta de 2008, este efecto, sumado al aumento previsto de los salarios y del empleo formal (ver Sección IV), permitiría sostener el dinamismo observado en la primera mitad del año, aunque se espera una variación interanual menor a la verificada durante todo 2007, debido principalmente a que este año no incidirían significativamente los recursos asociados a la Moratoria Previsional. Así, estos ingresos representarían alrededor de 4,8% del PIB en 2008, 0,3 puntos porcentuales (p.p.) por encima de la participación verificada en los últimos 12 meses (ver Gráfico VI.7).



Por su parte, los ingresos del Impuesto a las Ganancias exhibieron cierta desaceleración en el segundo trimestre del año, debido principalmente a que en mayo se registró una caída interanual puntual de 0,9% asociada en su mayoría al ingreso de un menor saldo resultante por parte de las empresas con cierre de ejercicio en el mes de diciembre. Esta reducción estuvo influenciada por la desaceleración del crecimiento del impuesto determinado¹⁸ y por los mayores anticipos y retenciones efectuadas entre junio de 2007 y abril de 2008, que este año fueron computados para la determinación del saldo a ingresar¹⁹. Asimismo, se habría verificado una mayor utilización de planes de facilidades de pago ofrecidos por la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) para el ingreso del impuesto en un contexto de suba de las tasas de interés del mercado. En 2008, se prevé una participación similar a la actual en términos del Producto. Sin embargo, podrían actualizarse nuevamente los montos de las deducciones y los porcentajes de reducciones a las

¹⁷ Artículo 14º, Ley Nº 26.222.

¹⁸ En mayo de 2007 el impuesto determinado por los responsables del Impuesto a las Ganancias de sociedades con cierre de ejercicio en diciembre registró un incremento interanual de 26,1%, en tanto que en mayo de 2008 la suba se redujo a 20,5% i.a..

¹⁹ Según la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), también incidieron negativamente los montos ingresados en concepto de saldo de declaración jurada en mayo de 2007 por empresas que no habían pagado anticipos debido a que pudieron aplicar quebrantos acumulados. En lo que va del año, de acuerdo a la AFIP, esas sociedades fueron ingresando el impuesto determinado mediante anticipos.

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 32% i.a. en términos nominales en el segundo trimestre del año, por debajo de lo registrado en el primer trimestre (36% i.a.), impulsados por el aumento de las transacciones bancarias gravadas. Así, la recaudación diaria promedio del tributo alcanzó \$75 millones en lo que va del año, exhibiendo una suba interanual de \$19 millones.

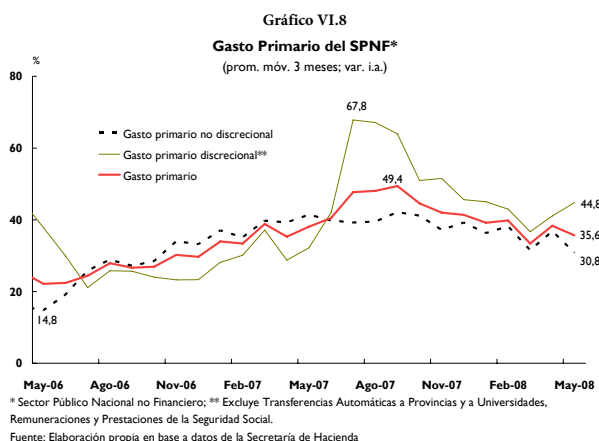
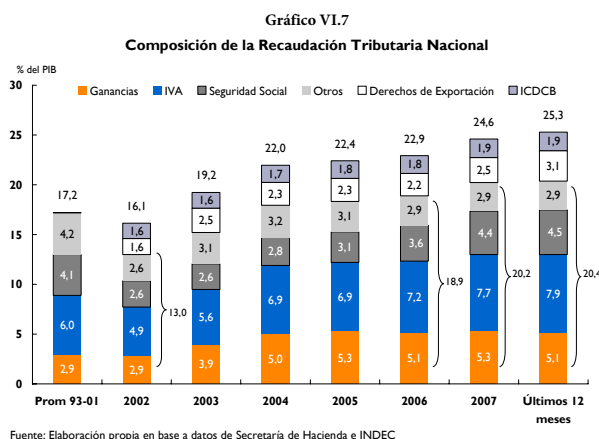
Se estima que en 2008 la recaudación mantendría la tendencia ascendente, alcanzando un nuevo récord al superar 26,5% del PIB en todo 2008, alrededor de 2 p.p. adicionales a lo registrado el año anterior (24,6%).

Entre otros recursos tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), entre abril y mayo se verificó el ingreso extraordinario de \$385 millones asociados a la Reforma Previsional 2007, totalizando en lo que va del año \$830 millones, monto inferior al exhibido en igual período de 2007 (\$1.286 millones). Asimismo, se incluyó dentro de los recursos no tributarios el ingreso de transferencias de utilidades del BCRA al Tesoro Nacional (TN).

Gasto y Resultado

En lo que va del año el incremento de los recursos (41% i.a.) superó el alza del gasto primario²⁰ (39% i.a.). Sin embargo, entre abril y mayo las erogaciones volvieron a acelerarse hasta crecer a tasas similares a las alcanzadas durante todo 2007 (46% i.a.). En particular, se destacó la suba de los subsidios al sector privado, destinados principalmente al sector energético, de transporte y al consumo de agroalimentos, constituyendo el rubro que más aportó al crecimiento del gasto primario seguido por las prestaciones previsionales, a diferencia de lo observado en 2007 (ver Gráficos VI.8 y VI.9).

Las Prestaciones de la Seguridad Social crecieron 35% i.a. durante los cinco primeros meses del año, por debajo de lo verificado en todo 2007 (57% i.a.). No obstante, entre abril y mayo el alza superó a la evidenciada en el primer trimestre, respondiendo principalmente a la suba de los haberes de 7,5% aplicada en marzo. En el segundo semestre el ritmo de expansión se moderaría, aún contemplando el nuevo aumento de 7,5% que rige a partir de julio²¹, debido al menor impacto interanual de la Moratoria Previsional. No obstante, podrían otorgarse re-



²⁰ Calculado con la metodología anterior, esto es, considerando la Coparticipación Federal de Impuestos (CFI), las Leyes Especiales y otros conceptos de afectación automática a las provincias.

²¹ Decreto N° 279/2008.

composiciones adicionales en los montos de los haberes²².

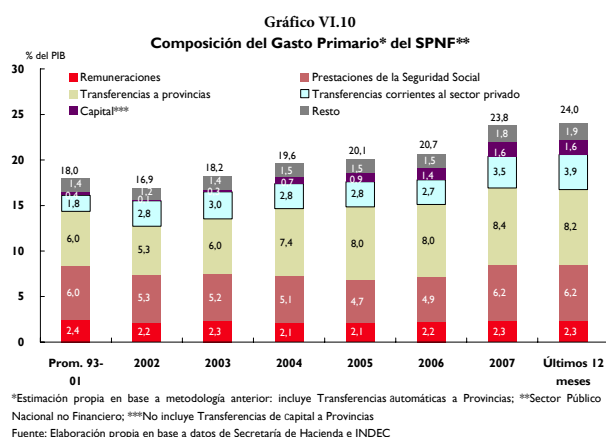
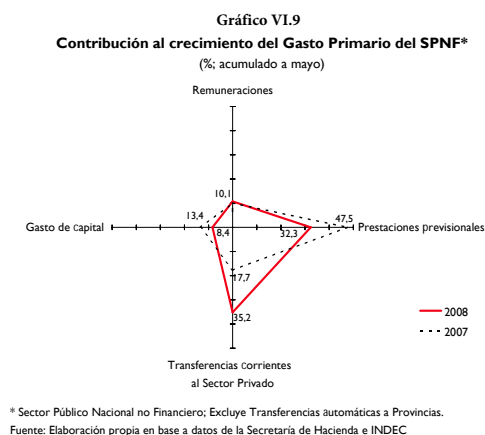
Por su parte, las remuneraciones del SPNF subieron 27% i.a. entre el cuarto y quinto mes del año, respondiendo principalmente al impacto interanual de los incrementos salariales en el Sector Público otorgados durante 2007 y al crecimiento del empleo público²³. Cabe destacar que

este componente del gasto no discrecional está creciendo a tasas similares a las registradas en 2007, previéndose que se sostenga ese desempeño para lo que resta del año en función del anuncio de aumento salarial de 20% para los empleados públicos (10% en junio y 9,5% en agosto).

El gasto discrecional²⁴ aumentó 45% i.a. en los primeros cinco meses del año, en línea con lo observado durante todo 2007, impulsado por las Transferencias corrientes al sector privado, que crecieron 67% i.a., representando 3,9% del PIB en los últimos 12 meses. Este rubro continuaría impulsando la suba del gasto discrecional, que en todo 2008 aumentaría a tasas similares a las observadas entre enero y mayo (ver Gráfico VI.10).

A su vez, la Inversión Real Directa (IRD), impulsada mayormente por las obras viales, aumentó 45% i.a. entre abril y mayo, por encima del nivel alcanzado durante el primer trimestre del año (38% i.a.) y en todo 2007 (39% i.a.). Por su parte, las Transferencias no automáticas a las provincias aumentaron su tasa de crecimiento respecto de lo observado durante los primeros tres meses del año cuando habían registrado una variación negativa (13% i.a. vs. -0,3% i.a.). Para lo que resta del año estos giros continuarían creciendo a un ritmo inferior que en 2007.

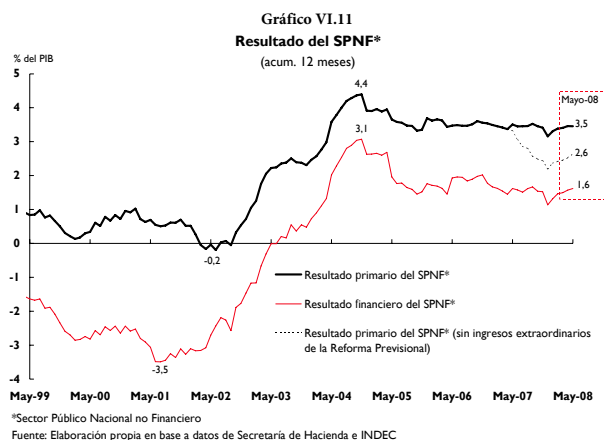
Así, en el bimestre abril-mayo el resultado primario resultó \$1.880 millones superior en términos interanuales (27% i.a.), en tanto que en el acumulado de los primeros cinco meses del año aumentó 47% i.a. en términos nominales. Cabe destacar, que entre enero y mayo el superávit primario neto de los ingresos extraordinarios de la Reforma Previsional 2007 y de la transferencia de utilidades del BCRA al TN, habría exhibido un alza incluso mayor (51% i.a.) al del resultado que considera esos recursos. De todas formas, algunas mediciones alternativas



²² En el fallo de la Corte Suprema de Justicia de la Nación de agosto de 2006 sobre el caso “Badaro, Adolfo Valentín c/ ANSeS s/ reajustes varios”, se exhortó al Congreso de la Nación a que dicte una ley que establezca pautas de aplicación permanentes que aseguren el objetivo constitucional de garantizar la movilidad de los haberes jubilatorios. En noviembre de 2007, la Corte ordenó que el beneficio jubilatorio del demandante se ajustara, entre el 1º de enero de 2002 y el 31 de diciembre de 2006, según las variaciones anuales del nivel general del índice de salarios del INDEC. Durante junio de 2008, un juez federal de la Seguridad Social, hizo lugar al reclamo de acción colectiva del Defensor del Pueblo de la Nación, ordenando la extensión del ajuste de haberes reconocido por la Corte Suprema en el caso Badaro a los beneficiarios que acrediten en sede administrativa el perjuicio ocasionado por la omisión en la aplicación de un mecanismo de movilidad a su haber previsional. El Estado Nacional recurrió la sentencia, razón por la cual sus efectos se encuentran suspendidos hasta que la resolución quede firme.

²³ Según el INDEC el empleo del Sector Público Nacional creció 7% i.a. en el primer trimestre de 2008.

²⁴ Excluye Transferencias automáticas a Provincias, Prestaciones previsionales, Transferencias corrientes a Universidades y Remuneraciones.



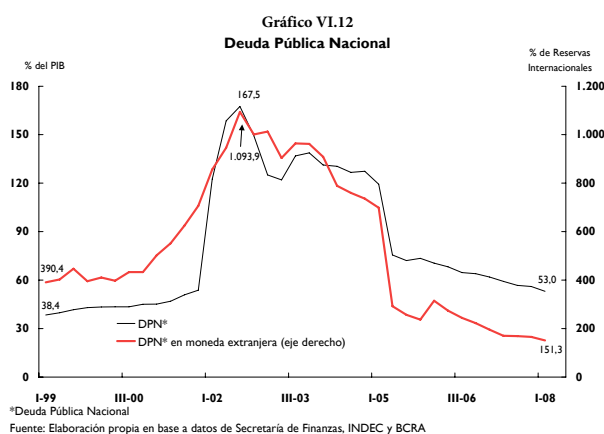
Cuadro VI.2
Emisiones de Bonos 2007 / 2008

Bono	Fecha de Licitación o Colocación	Monto de Emisión ¹	Precio de Corte ²	Rendimiento ²	Spread sobre Bono del Tesoro de EE.UU. ³
2007					
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
Total en dólares 2007		6.106			
En Pesos					
BONAR ARG \$ V	07-Jun-07	1.500	95,6	11,7	-
Total en pesos 2007		1.500			
2008					
En dólares					
BODEN 2015*	19-May-08	1.363	73,4	12,9	942
Total en dólares 2008		1.363			
En Pesos					
BONAR \$ 2013	04-Abr-08	867	95,5	13,3	-
Total en pesos 2008		867			

(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 ANSeS

Fuente: Secretaría de Finanzas



muestran que el resultado fiscal observado se ubica por debajo del nivel estructural que no contempla los efectos del ciclo (ver Apartado 3).

Dada la evolución de los ingresos y gastos y las medidas anunciadas hasta el presente por el Gobierno Nacional, se prevé que el superávit primario del SPNF supere este año la pauta del Presupuesto Nacional 2008 (3,15% del PIB). De todas formas, el nivel de resultado primario dependerá particularmente de cómo evolucionen las Transferencias corrientes al sector privado y la ejecución de proyectos de inversión financiados con fondos públicos. Adicionalmente, teniendo en cuenta el pago de intereses, el resultado financiero del SPNF superaría este año 1,5% del PIB. A nivel Consolidado (Nación y Provincias), el superávit primario se ubicaría por encima de 3% del PIB, dado el resultado primario prácticamente neutro que registrarían las provincias, en tanto que el saldo financiero superaría 1% del Producto (ver Gráfico VI.11).

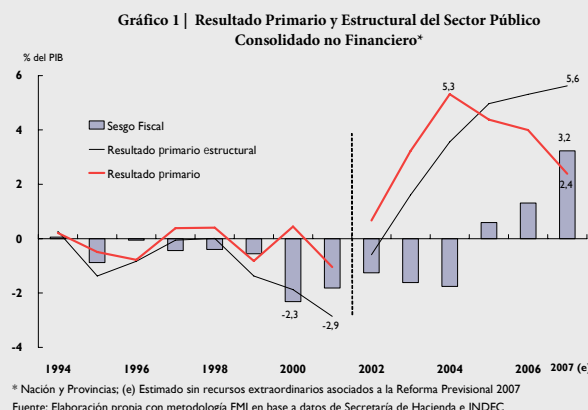
En un escenario internacional financiero desfavorable, durante el segundo trimestre el Tesoro Nacional realizó una colocación de Boden 2015 en forma directa a la República Bolivariana de Venezuela por Valor Efectivo (VE) US\$1.000 millones y una licitación en el mercado doméstico de un nuevo instrumento denominado BONAR PESOS 2013 por VE \$828 millones. Teniendo en cuenta el superávit fiscal previsto y las disponibilidades del TN, se prevé que las necesidades del financiamiento adicionales se concentren en el último trimestre y que podrían ser afrontadas por fuentes domésticas e intra-Sector Público. Con todo, se estima que tanto la Nación como las provincias cubrirían sin mayores dificultades sus necesidades de financiamiento en lo que resta del año (ver Cuadro VI.2).

La Deuda Pública Nacional (DPN) a marzo de 2008 ascendió a US\$144.493 millones, US\$236 millones por debajo del nivel nominal alcanzado en diciembre de 2007. Así, junto a la expansión del Producto, la DPN representó aproximadamente 53% del PIB y exhibió una reducción de 3,1 p.p. respecto de diciembre de 2007. La caída trimestral de la DPN obedeció principalmente a las amortizaciones netas (US\$2.894 millones), parcialmente compensadas por variaciones de tipos de cambio (US\$1.015 millones) y el ajuste por la variación del Coeficiente de Estabilización de Referencia (US\$1.367 millones; ver Gráfico VI.12).

Apartado 3 / La medición del resultado fiscal estructural

El Resultado Fiscal (RF) de un período refleja tanto la influencia de factores temporarios como permanentes. La evaluación de las finanzas públicas requiere de mediciones alternativas, que permitan distinguir el impacto de las medidas estructurales de la política económica respecto a los factores originados en el ciclo. Para ello, es necesario identificar todos los elementos que no están directamente relacionados con la política fiscal en sí misma, pero que afectan las cuentas públicas, cuantificando de algún modo su impacto. El análisis de la medición del Resultado Fiscal Estructural (RFE), y de otras medidas de la “posición” fiscal, como el Sesgo y el Impulso Fiscal, permiten tener una mejor comprensión del curso de las finanzas públicas. Así se podrán determinar las modificaciones que requiere la política fiscal, desde una perspectiva de mediano plazo y con la intención de generar amortiguadores que propendan el crecimiento sostenido. Las mediciones para el caso argentino muestran que en el período 2005-2007, se registró una modificación estructural de la posición de la política fiscal, que contrasta con lo registrado entre 1994 y 2004.

Conceptualmente, el RFE representa el nivel de déficit o superávit fiscal que se registraría si la economía se ubicara en un nivel considerado como “normal”, definido como la ausencia de *shocks* externos y desempeños económicos consistentes con la utilización de la capacidad de producción e inflación baja y estable. Así, esta medición contempla los cambios estructurales que generan consecuencias duraderas sobre las finanzas públicas, excluyendo del análisis a las variaciones de los recursos y gastos fiscales que siguen la evolución del ciclo económico, y que, por lo tanto, tendrían efectos transitorios sobre el RF. Esta medida suele utilizarse para evaluar la orientación de la política fiscal subyacente y así detectar posibles desequilibrios estructurales en el presupuesto público.



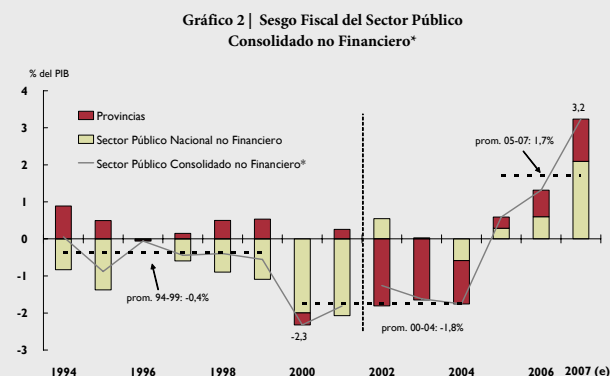
En la práctica, existen diversas metodologías para calcular el RFE, como la que supone la neutralidad del ciclo

sobre las finanzas públicas en la medida en que se verifiquen elasticidades unitarias de los ingresos fiscales con relación al PIB nominal en un año base ($t_0.Y$) y de los gastos respecto al Producto potencial ($g_0.Y^P$), valuados a precios corrientes²⁵.

$$RFE = (t_0.Y) - (g_0.Y^P) \quad (1)$$

La diferencia entre el Resultado Fiscal Estructural y el Resultado Fiscal, se define como Sesgo Fiscal (SF):

$$SF = RFE - RF \quad (2)$$



En otras palabras, el SF compara el RF con relación al que se obtendría dados los niveles de recaudación y gastos “limpios” de factores extraordinarios. Sin importar las fuentes de los cambios, un crecimiento más que proporcional de los gastos sobre el ritmo de aumento del PIB potencial o un crecimiento menos que proporcional de los recursos respecto de la suba del PIB nominal definen una política fiscal como estructuralmente expansiva en relación con la del año base.

Asimismo, la variación de niveles de SF entre períodos dados se conoce como Impulso Fiscal (IF):

$$IF = SF_t - SF_{t-1} \quad (3)$$

La evolución del sesgo fiscal a lo largo del tiempo dimensiona el efecto directo (más o menos expansivo/contractivo) generado por la política fiscal sobre el gasto doméstico en un período dado.

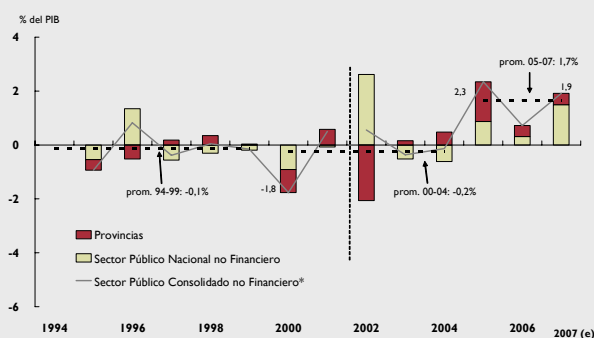
Los resultados obtenidos a partir de una metodología de cálculo que recae en la dependencia de las finanzas públicas respecto de una única variable macroeconómica (el PIB), deben ser tomados con cautela, ya que inciden

²⁵ Heller Peter, Haas Richard y Mansur Ahsan, 1986, “A Review of the Fiscal Impulse Measure”, Fondo Monetario Internacional (FMI).

sensiblemente las definiciones precisas del PIB potencial, de la tasa de desempleo de no aceleración inflacionaria o la elección del año base. Adicionalmente, resulta significativa la cuantificación precisa de las elasticidades de los ingresos y gastos fiscales respecto del PIB.

Por otra parte, tanto el Sesgo como el Impulso Fiscal no debieran ser considerados como indicadores de los efectos de la política fiscal sobre la economía, dado que excluyen explícitamente la acción de los estabilizadores automáticos²⁶ y no consideran otros factores, como la reacción del sector privado, los cambios estructurales y los ajustes de precios relativos. Asimismo, se reconoce que la política fiscal es un tema multidimensional y que no puede evaluarse a partir de una única cifra que, lejos de ser exacta, es sensible a la metodología escogida.

Gráfico 3 | Impulso Fiscal del Sector Público Consolidado no Financiero*



* Nación y Provincias; (e) Estimado sin recursos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional 2007
Fuente: Elaboración propia con metodología FMI en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

De todas formas, esta opción metodológica permite una primera aproximación a la distinción de los efectos temporarios y permanentes del ciclo sobre las cuentas fiscales. Además, existen sofisticaciones metodológicas que contemplan otras influencias sobre el presupuesto público que no necesariamente se asocian al ciclo económico local, como la evolución de los precios de determinados Productos primarios o activos, que podrían aportar más información al proceso de definición de la política económica.

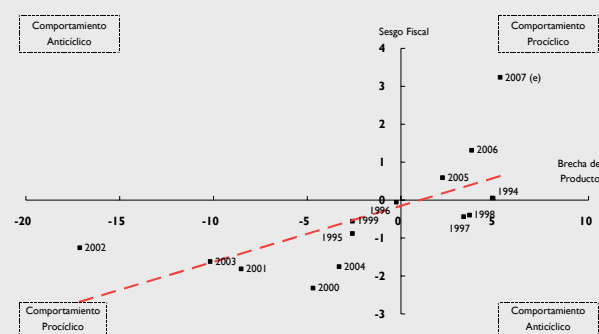
El análisis de las mediciones para el Sector Público Consolidado no Financiero argentino requirió la distinción de dos períodos: entre 1994 y 2001 y entre 2002 y 2007, debido al cambio estructural que evidenció la economía entre esos períodos. El análisis muestra que el resultado primario estructural, que hasta el año 2001 exhibió niveles deficitarios, habría alcanzado resultados superavitarios a partir de 2002 y crecido de forma continua hasta 2007. El superávit primario observado comenzó a registrar niveles inferiores al del resultado estructural recién a partir del año 2005. En los últimos tres años, el resultado

primario observado se ubicó en promedio 1,7 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del nivel estructural (ver Gráfico N° 1).

Así, el Sesgo Fiscal, luego de mostrar niveles negativos entre 1994 y 2004, comenzó a registrar valores positivos y crecientes en 2005, impulsado principalmente por las finanzas públicas nacionales (ver Gráfico N° 2).

Por su parte, el Impulso Fiscal también se ubicó en niveles cercanos a 1,7% del PIB en promedio entre 2005 y 2007, luego de evidenciar valores medios ligeramente negativos entre 1994 y 2004. El nivel nacional nuevamente explicó la mayor parte de las variaciones del Sesgo Fiscal, en tanto que las provincias acompañaron ese comportamiento (ver Gráfico N° 3). Asimismo, el análisis intertemporal del Sesgo Fiscal en relación a la brecha del Producto señala que a lo largo de los diferentes períodos analizados se observa una correlación positiva entre las variables. Así, desde una perspectiva histórica, las finanzas públicas de Argentina evidenciaron una política fiscal procíclica (ver Gráfico N° 4).

Gráfico 4 | Sesgo Fiscal y Brecha del Producto del Sector Público Consolidado no Financiero*



* Nación y Provincias; (e) Estimado sin recursos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional 2007
Fuente: Elaboración propia con metodología FMI en base a datos de la Secretaría de Hacienda e INDEC

Mediciones alternativas también permiten distinguir el impacto de los precios de las materias primas de exportación para el caso argentino e indican que el superávit fiscal no luce tan amplio una vez que se incorpora el comportamiento de los precios de los Productos primarios, por lo que el Sesgo Fiscal sería mayor que el estimado a partir de la metodología utilizada por el FMI.

En suma, el cálculo de mediciones alternativas y complementarias de la posición fiscal permitiría tener una comprensión más profunda de la política fiscal y su sostenibilidad en el mediano plazo. Así, el perfeccionamiento de las metodologías de medición constituye un desafío significativo a nivel teórico y práctico. En el caso argentino, las mediciones arrojan un cambio estructural en la posición de la política fiscal durante el período 2005-2007, que contrasta con lo ocurrido entre 1994 y 2004.

²⁶ Los estabilizadores automáticos son dispositivos que ejercen mecánicamente una función anticíclica, con una relación inversa entre el resultado fiscal y el crecimiento económico, como por ejemplo los beneficios por desempleo.

VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

VII.1 Síntesis

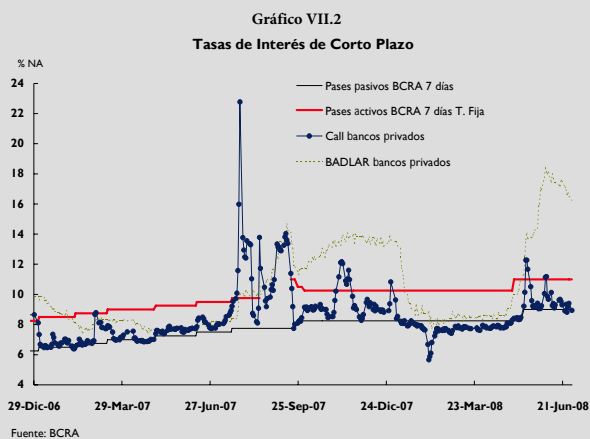
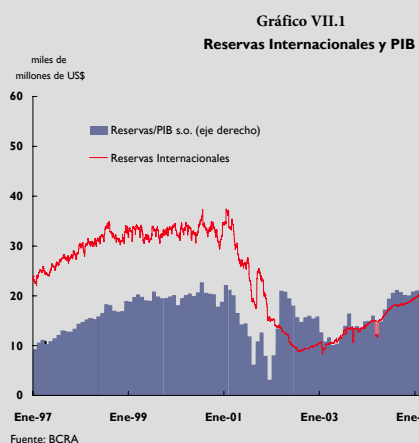
Durante el segundo trimestre de 2008 se evidenció una disminución transitoria de los depósitos del sector privado y un aumento simultáneo en la demanda de divisas, comportamiento que no tuvo relación con las sólidas condiciones del sistema financiero ni con los fundamentos de la economía. En este escenario, y en el marco de un enfoque de administración de riesgos, el Banco Central aseguró la estabilidad del mercado de divisas y simultáneamente, canalizó liquidez mediante diversos instrumentos. Como consecuencia de este accionar, los depósitos privados comenzaron a recuperarse hacia fines del trimestre.

En junio, se completó un nuevo trimestre de cumplimiento de las metas monetarias, con un M2 de \$156.120 millones, \$2.200 millones por encima del límite inferior previsto en el Programa Monetario. Dicho saldo involucró disminuciones en el ritmo de expansión tanto del M2 total como del M2 Privado, que en junio registraron tasas de crecimiento interanuales 16% del 18%, respectivamente.

En función del comportamiento que presentaron los depósitos en el trimestre, el agregado en pesos más amplio, M3, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos registró un aumento trimestral de 1,2% (\$3.000 millones), sensiblemente menor al registrado en el mismo período de 2007 (5,4%). Del aumento total del M3, \$1.800 millones correspondieron a la suba de los depósitos totales que, no obstante, tuvieron una evolución disímil, tanto en lo que se refiere al comportamiento por tipo de depósito, como en lo referente a los distintos sectores.

El crecimiento de los préstamos al sector privado fue el principal motor de expansión de los agregados monetarios. En efecto, el stock de créditos al sector privado, en pesos y en moneda extranjera, registró un incremento de \$8.330 millones (7,3%), acumulando en los últimos 12 meses un crecimiento de 39%. Así, su nivel respecto al PIB ascendió al 12,1%, y estuvo 1,4 puntos porcentuales (p.p.) por encima del valor observado en igual período del año anterior.

En términos generales, las tasas de interés de corto plazo fueron el reflejo del comportamiento de los depósitos en el trimestre, al aumentar hasta principios de junio, para comenzar a descender hasta fines del trimestre. La tasa BADLAR de bancos privados, tras alcanzar un valor máximo en la primer semana de junio, descendió más de 2 p.p. hasta el término de ese mes, para completar el trimestre en un nivel promedio de 13,1%, 3,8 p.p. por encima del trimestre anterior. En el mercado de préstamos interbancarios también se registró un aumento en la tasa de interés promedio trimestral, aunque a fines del período había vuelto a ubicarse más cerca del “piso” del corredor de tasas establecidas por el Banco Central.



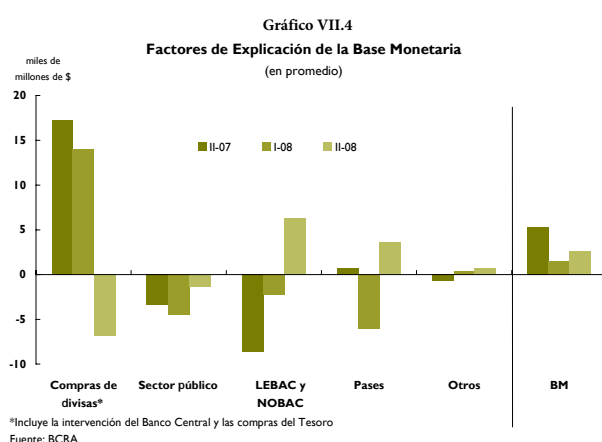
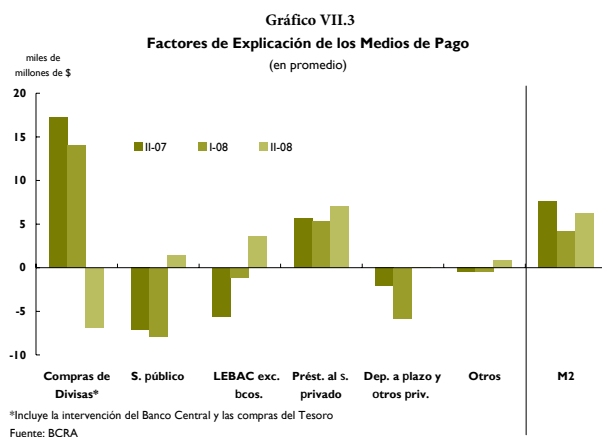
VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

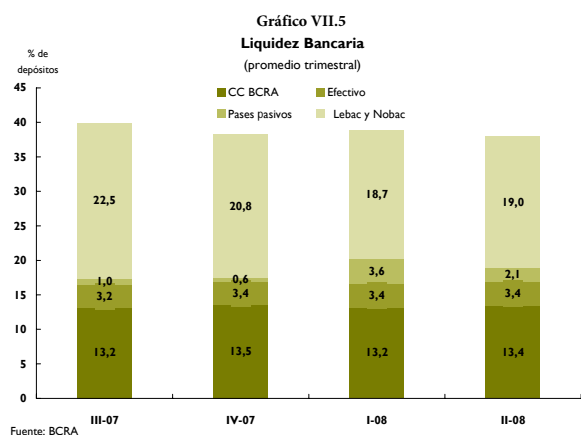
En el segundo trimestre de 2008 los depósitos del sector privado mantuvieron el comportamiento que venían observando en la primer parte del año hasta abril, mientras que en mayo presentaron una disminución del 3,7%. Esta caída, relacionada con un aumento en la demanda de divisas que no tenía relación con las sólidas condiciones del sistema financiero ni con los fundamentos de la economía, resultó transitoria y en junio los depósitos comenzaron a recuperarse.

En esta recuperación tuvo que ver el accionar del Banco Central que, atento al desarrollo del mercado monetario y dentro de un esquema de administración de riesgos, adecuó su política monetaria, por un lado atacando las expectativas de depreciación del peso para estabilizar la demanda de dinero, y por el otro proveyendo liquidez al sistema financiero.

En efecto, en el transcurso del período bajo análisis el Banco Central consiguió morigerar las expectativas. Vendió divisas y posteriormente, inyectó fondos al sistema tanto mediante los instrumentos de regulación ya existentes como a través de nuevos mecanismos. Además de la intervención en el mercado *spot* de divisas, a partir de fines de mayo el Banco Central ofreció otorgar pases activos en dólares como una señal de su disposición y capacidad de proveer las divisas que el mercado demandara. Luego, una de las primeras formas de inyectar liquidez que empleó fue a través de la renovación parcial de los vencimientos de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC) en el mercado primario y mediante el rescate de estos títulos en el mercado secundario. A su vez, a mediados de mayo esta Institución resolvió adecuar el esquema de pases a la situación vigente. En este sentido, dispuso que seguiría otorgando pases activos a tasa de interés fija por hasta \$3.000 millones y que continuaría ofreciendo fondos a tasa de interés variable, pero con un margen fijo sobre la tasa BADLAR de bancos privados (en lugar de surgir de una licitación hasta entonces). No obstante, no hubo demanda significativa de fondos a través de este mercado. Aparte de las operaciones mencionadas, el Banco Central inyectó liquidez mediante la compra de títulos del Gobierno Nacional en el mercado secundario, tal como lo realiza la mayoría de los bancos centrales del mundo a través de operaciones de mercado abierto.

Complementariamente, con el objetivo de facilitar la administración de los fondos líquidos y evitar una excesiva volatilidad en el mercado monetario, el Banco Central dispuso un período bimestral para el cómputo de los requerimientos de encajes, que abarcó los meses de junio y julio. Finalmente, merece destacarse que desde fines de

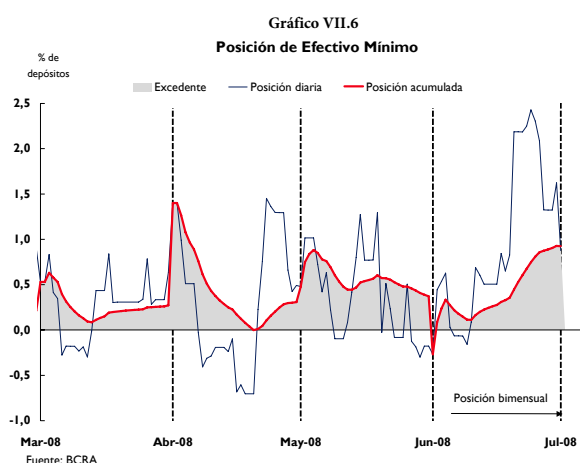




junio el Banco Central habilitó una ventanilla de liquidez que permite a las entidades financieras tomar fondos con garantía de Préstamos Garantizados y/o Bogar 2020. A su vez, se dispuso que estos títulos también puedan emplearse como garantía de préstamos, por un plazo mínimo de 7 días, entre bancos. La batería de acciones implementada permitió que durante junio los depósitos privados volvieran a crecer y que su variación total en el trimestre resultara positiva.

En este contexto, se completó un nuevo trimestre de cumplimiento de las metas del Programa Monetario, al registrarse en junio un saldo de \$156.120 millones para el M2 total, cifra que estuvo \$2.200 millones por encima del límite inferior fijado en el Programa. El nivel mencionado implicó un crecimiento interanual (i.a.) del 16%, con medios de pago del sector privado que crecieron cerca de 18% en los últimos 12 meses, registrando una desaceleración respecto al trimestre anterior.

Reflejando el escenario descrito, gran parte de los factores que explicaron la variación trimestral de los agregados monetarios mostraron cambios de dirección, tanto respecto al trimestre anterior como a igual período de 2007. El principal factor de expansión del M2 pasó a ser el aumento del crédito al sector privado, debido a que la intervención del Banco Central en el mercado de cambios implicó una contracción monetaria en este período. También se destacó como factor de crecimiento de los medios de pago la disminución del *stock* de LEBAC y NOBAC en poder del sector privado no financiero, en el marco de los canales de inyección de liquidez ya mencionados. También la variación de los depósitos a plazo del sector privado mostró un claro cambio de comportamiento, al arrojar una variación prácticamente nula en el trimestre, frente al importante incremento que habían registrado en los primeros tres meses de 2008 (ver Gráfico VII.3).



Pasando a considerar los factores que incidieron sobre el crecimiento de la base monetaria se observa que los bancos también acudieron como forma de fondeo a su liquidez mantenida en pases en esta Institución. No obstante, no demandaron significativamente pases activos (ver Gráfico VII.4).

Los indicadores de liquidez bancaria continuaron en niveles elevados, gracias al oportuno accionar del Banco Central, como se mencionó, a través de múltiples instrumentos. En efecto, la liquidez registró un leve descenso en abril y mayo, que luego se revirtió en junio, en correspondencia con la evolución del mercado monetario en general. El ratio de liquidez bancaria –definido como el efectivo en bancos, las cuentas corrientes de los bancos

en el BCRA y la tenencia de pases pasivos para el BCRA como porcentaje de los depósitos totales en pesos– fue 19% en el trimestre y 38% incluyendo además la cartera de LEBAC y NOBAC (ver Gráfico VII.5).

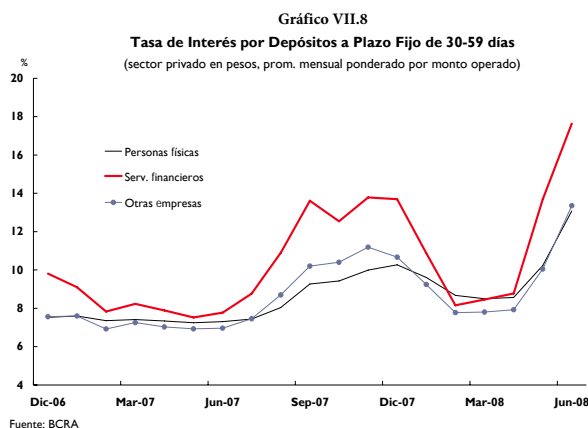
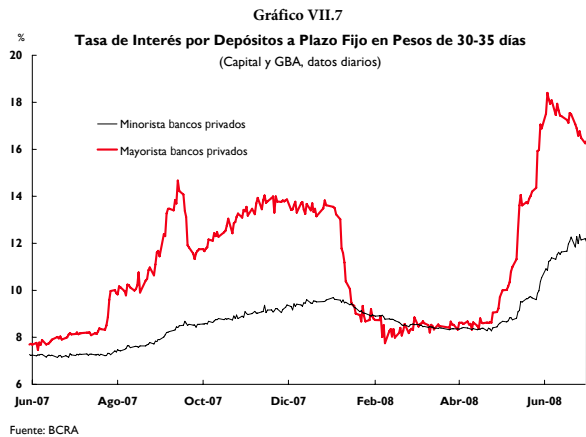
En lo que respecta al cumplimiento de los requisitos de encajes, en abril y mayo las entidades financieras finalizaron con una posición de Efectivo Mínimo en un nivel “estructural”, cercano a 0,3% de los depósitos totales. Luego, como se mencionó, intentando atenuar la volatilidad del mercado monetario, el Banco Central dispuso una posición bimestral para los meses de junio y julio de 2008. De este modo, hasta junio esa posición acumuló un excedente de 0,9% de los depósitos (ver Gráfico VII.6). Por otra parte, en el segmento en moneda extranjera, durante los tres meses la posición de efectivo mínimo presentó un excedente de aproximadamente el 15% de los depósitos en dólares. En este caso, el incremento de liquidez correspondió al excedente no aplicado a préstamos y que se integra aumentando las cuentas corrientes en moneda extranjera de los bancos en el BCRA.

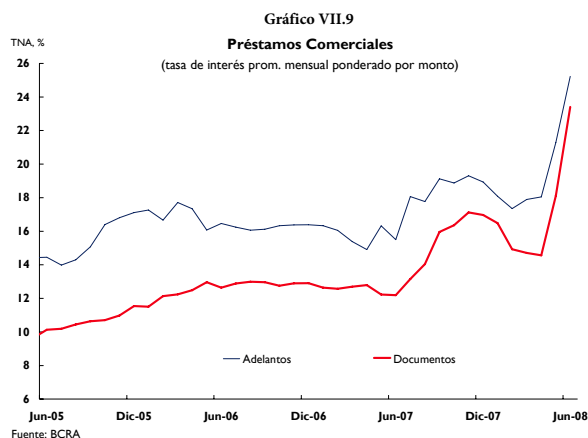
Tasas de Interés

Durante el segundo trimestre el Banco Central modificó el esquema vigente para las operaciones de pases. En primer lugar, como se mencionara anteriormente, reactivó la línea de pases activos para el Banco Central a tasa de interés fija por hasta \$3.000 millones y, simultáneamente ofreció otra línea de pases activos a tasa de interés variable con un margen fijo sobre la tasa BADLAR de bancos privados. El corredor de tasas de interés de referencia (7 días) pasó a ubicarse en 9%-11% desde mediados de mayo hasta el término del trimestre. Por su parte, esta Institución continuó realizando pases pasivos a 1 día a una tasa de 8,75%.

La caída transitoria de los depósitos tuvo impacto en la liquidez de la plaza, lo que también se reflejó en el mercado de préstamos interbancarios (*call*). En este sentido, la tasa de interés *call* promedio del trimestre -en el segmento de operaciones de 1 día- estuvo 1,5 puntos porcentuales (p.p.) por encima del nivel del trimestre previo. No obstante desde fines del trimestre se ubicó en niveles cercanos al “piso” del corredor de tasas de pases establecido por el BCRA.

Por su parte, las entidades financieras aumentaron sus tasas de interés pasivas frente a la mayor volatilidad que presentaron los depósitos privados. El mayor aumento se registró en el tramo mayorista (colocaciones de más de un millón de pesos). En efecto, la tasa de interés BADLAR de bancos privados pasó de niveles cercanos al 9% hasta un máximo de 18,4%, el 3 de junio. A partir de



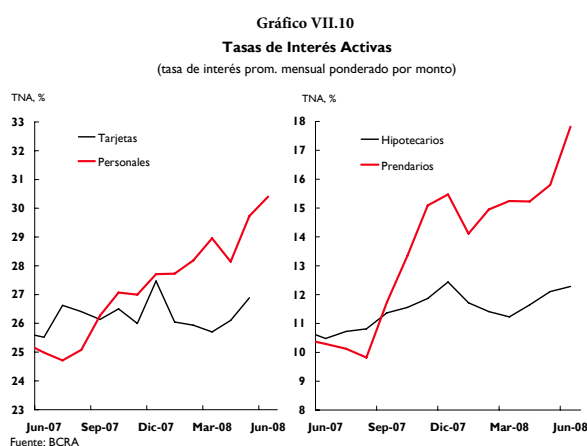


entonces, emprendió una trayectoria descendente, hasta alcanzar el 16,2% a fines de junio. En definitiva, el promedio trimestral de la tasa BADLAR de bancos privados se ubicó en 13,1%, con una suba de 3,8 p.p. respecto al promedio del primer trimestre (ver Gráfico VII.7).

Al considerar las colocaciones a plazo entre 30 y 59 días (tramos donde se concierne la mayor parte de las operaciones) y el comportamiento por tipo de depositante, se observó que la tasa de interés pagada a las empresas de servicios financieros registró la mayor suba (4,5 p.p.), alcanzando un valor promedio de 13,8% y superando ampliamente la tasa de interés percibida por las personas físicas y empresas (ver Gráfico VII.8).

Por otro lado, la tasa de interés pagada por los bancos privados a las colocaciones minoristas (montos inferiores a \$100.000) se ubicó en 9,8%, registrando una suba de 1 p.p. respecto al promedio del primer trimestre. En este segmento también se observó un crecimiento concentrado entre fines de abril y comienzos de mayo, aunque fue mucho más gradual que en el caso de las tasas de interés mayoristas. A diferencia de éstas últimas, la tasa de interés minorista no descendió en los últimos días del trimestre, aunque se estabilizó en niveles cercanos al 12%.

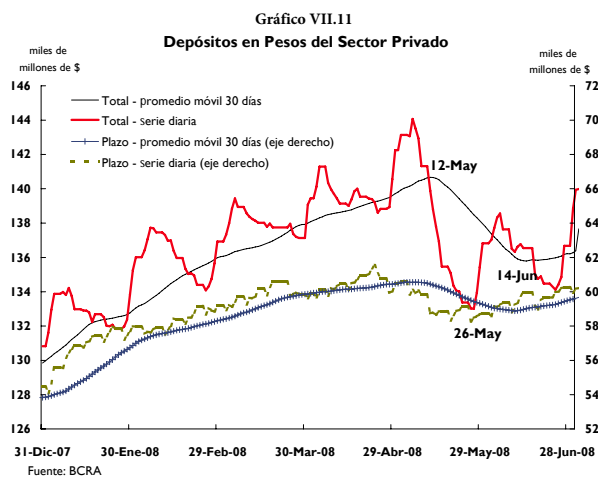
Además, las tasas de interés activas evidenciaron subas en todas las líneas y principalmente en las de más corto plazo, respondiendo a la evolución de las tasas de interés pasivas. Sin embargo, el aumento promedio fue inferior al registrado en las tasas de interés pagadas por depósitos a plazo (ver Gráfico VII.9).



La tasa de interés de adelantos subió en el trimestre 3,7 p.p. alcanzando un nivel promedio de 21,5%. En tanto, las tasas de los documentos otorgados a sola firma se incrementaron 3,3 p.p. respecto al trimestre anterior, alcanzando un nivel de 18,7%.

En lo que respecta a las tasas de interés de los préstamos asociados al consumo, el promedio trimestral de la tasa de interés de préstamos personales fue 29,4%, con un incremento de 1,1 p.p. respecto al trimestre anterior (ver Gráfico VII.10).

Por último, las financiaciones de más largo plazo registraron incrementos pero de diferente magnitud. En el caso de la tasa de préstamos hipotecarios, se observó un leve aumento (0,6 p.p.) y alcanzó un promedio trimestral de 12%. Cabe mencionar que este nivel abarca solamente a las operaciones acordadas con tasa de interés fija o repectable y que no comprende las financiaciones otorgadas a tasa de interés variable. Por otra parte, la tasa de



interés correspondiente a las financiaciones de los préstamos prendarios continuó en ascenso y se ubicó en 16,3% con una suba en el trimestre de 1,5 p.p..

VII.3 Agregados Monetarios Amplios y Crédito

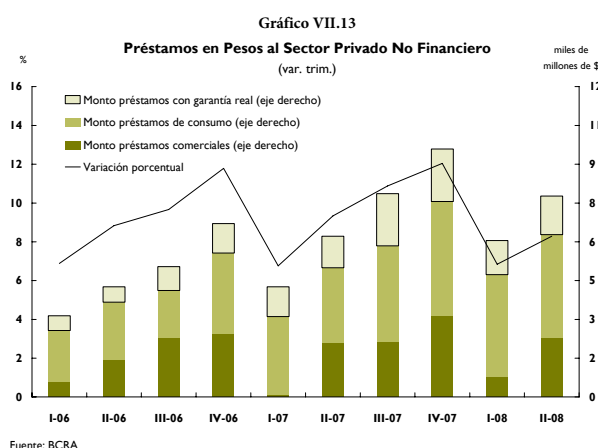
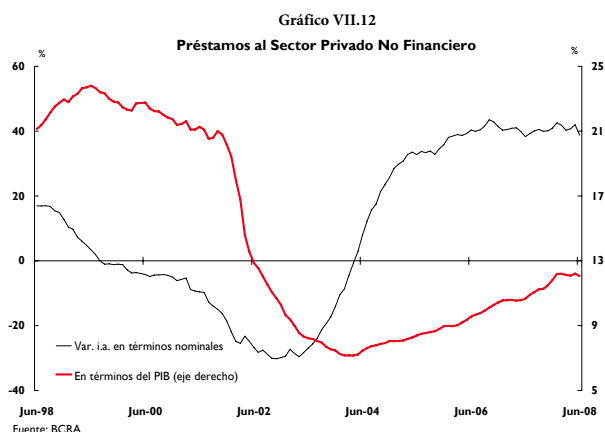
En función de la caída transitoria que presentaron los depósitos privados en mayo, el agregado en pesos más amplio, M3, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos registró un aumento trimestral de 1,2% (\$3.000 millones), sensiblemente menor al registrado en el mismo período de 2007 (5,4%).

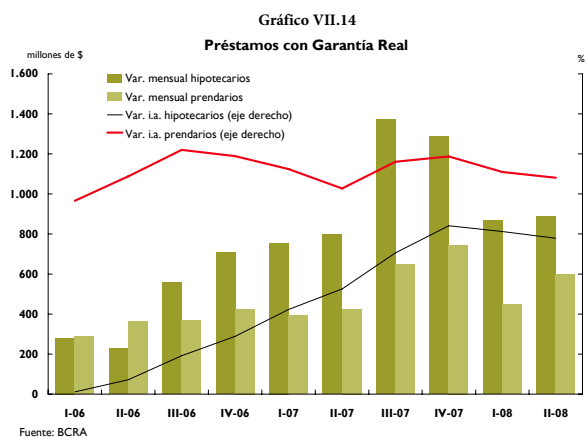
Del aumento total del M3, \$1.800 millones correspondió a la suba de los depósitos totales que, no obstante, tuvieron una evolución disímil, tanto en lo que se refiere al comportamiento por tipo de depósito, como en lo referente a los distintos sectores. En general, fue un período con mayor crecimiento de los depósitos a la vista públicos, impulsados por la alta concentración de vencimientos impositivos, y con caídas en los depósitos privados, consecuencia de la mayor demanda de divisas. No obstante, a partir de junio, y una vez demostrada la intención de esta Institución de mantener la estabilidad en los mercados locales, los depósitos privados comenzaron a recuperarse (ver Gráfico VII.11).

En la recuperación de los depósitos del sector privado contribuyeron la estabilidad que comenzaron a mostrar las colocaciones a la vista y el aumento que volvieron a exhibir las imposiciones a plazo. En cuanto a éste último tipo de depósitos, merece destacarse el comportamiento diferenciado que tuvieron a lo largo del trimestre los depósitos de mayor monto respecto al resto. Para las colocaciones de más de \$1 millón predominó una trayectoria ascendente en el trimestre, con un corto período de estabilidad en la primer quincena de mayo, como es esperable debido a la elevada concentración de vencimientos impositivos a mediados de ese mes, que afectan de manera más acentuada a las personas jurídicas, que están típicamente en este segmento de depósitos. En cambio, las colocaciones de menos de \$1 millón crecieron hasta finales de abril y, a partir de entonces comenzaron a descender hasta mediados de junio, cuando retornaron a una trayectoria creciente. En definitiva, en el trimestre los depósitos a plazo privado disminuyeron \$280 millones, debido fundamentalmente a la caída de mayo.

Crédito al Sector Privado

En el segundo trimestre del año, el *stock* de créditos al sector privado, en pesos y en moneda extranjera, registró un incremento de \$8.330 millones (7,3%), acumulando



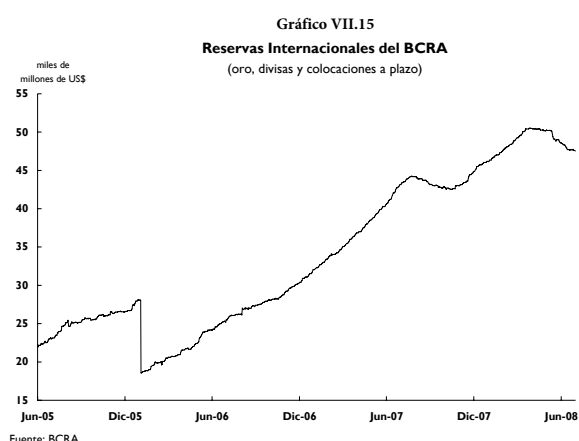


en los últimos 12 meses un crecimiento de 39% (ver Gráfico VII.12). Su nivel respecto al PIB ascendió al 12,1%, y estuvo 1,4 p.p. por encima del valor observado en igual período del año anterior.

Con un avance generalizado en todas las líneas, los créditos en pesos presentaron una variación trimestral de \$7.730 millones (8,2%), reflejando con igual período del año anterior un crecimiento del 39,5% (ver Gráfico VII.13).

Con una fuerte expansión durante la primera mitad del trimestre, las financiaciones principalmente comerciales terminaron en el período con un crecimiento de \$2.250 millones (6%). De esta manera, acumularon en los últimos 12 meses un incremento de 26,5%, 2 p.p. inferior a la de junio de 2007. Los adelantos en cuenta corriente experimentaron una expansión de \$1.190 millones (8,1%). Por su parte, las financiaciones instrumentadas mediante documentos crecieron \$630 millones (3,4%).

Durante el segundo trimestre del año, las líneas con garantía real aumentaron \$1.490 millones (7,1%), mostrando variaciones próximas, en términos absolutos, a las observadas en la primera mitad de 2007 (ver Gráfico VII.14). En términos interanuales su aumento alcanzó 43,2%, 10 p.p. por encima del de un año atrás. En particular, los créditos hipotecarios exhibieron un incremento trimestral de \$890 millones (6%), mientras que los préstamos prendarios presentaron un aumento cercano a \$600 millones (9,6%).

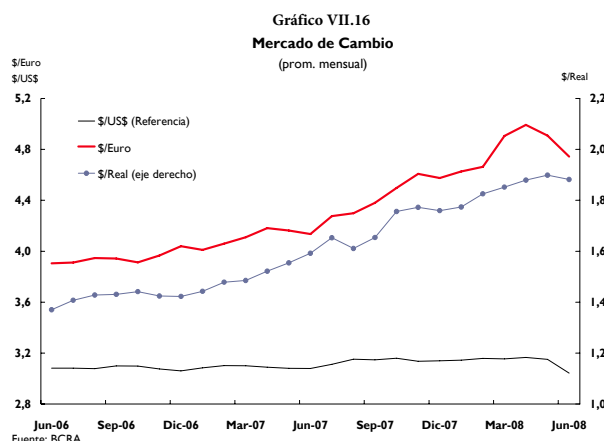


Las líneas destinadas al consumo evidenciaron un incremento respecto al trimestre anterior de \$3.990 millones (11,3%), presentando en términos interanuales un crecimiento de 53,3%, 5 p.p. por debajo del observado en el segundo trimestre de 2007. El aumento estuvo impulsado principalmente por los préstamos personales que ascendieron durante el período \$2.960 millones (12,7%). Por su parte, en los últimos tres meses las financiaciones con tarjeta de crédito crecieron \$1.030 millones (8,7%).

Finalmente, destinados principalmente a financiar la actividad exportadora, los préstamos en moneda extranjera presentaron en el trimestre un aumento de US\$390 millones (7,3%).

VII.4 Mercado de Cambios

El *stock* de Reservas Internacionales totalizó a fin de junio US\$47.516 millones lo cual representó un descenso en el trimestre del 5,8% (ver Gráfico VII.15). La variación en el *stock* respondió principalmente a las ventas netas de divisas que realizó el BCRA en el Mercado Úni-



co y Libre de Cambios (MULC; US\$2.735 millones), con el objetivo de atacar las expectativas de depreciación del peso y estabilizar la demanda de dinero. Cabe aclarar que la mayor parte de esta intervención se efectuó en mayo, ya que en junio las ventas de divisas fueron menos de la mitad de las realizadas el mes anterior.

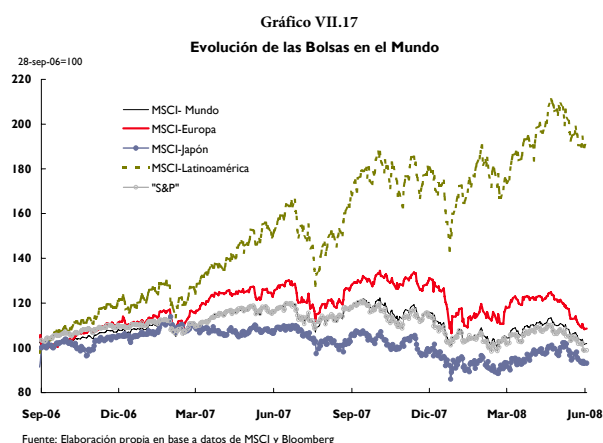
En el mercado de cambios, el peso se apreció respecto al dólar mayorista (Referencia) 4,5% y su cotización el último día de junio fue 3,0158 \$/US\$. De manera similar, el peso se apreció con respecto al Euro un 4,7% y esta cotización finalizó en junio en 4,763 \$/Euro. Por el contrario, con el Real el peso tuvo una depreciación del 4,7% y el tipo de cambio \$/Real alcanzó 1,876 al término del trimestre (ver Gráfico VII.16).

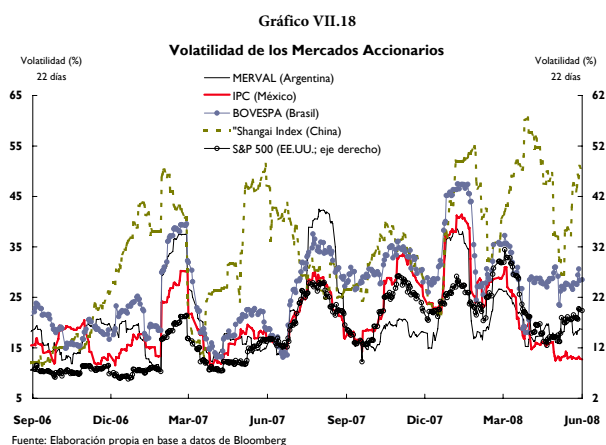
En términos reales, en abril y mayo, el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) se incrementó 2,9%, es decir, que el peso se depreció en estos términos en relación con la canasta de monedas de sus principales socios comerciales. En tanto, observando la variación interanual, la depreciación real acumulada es de 11,2%.

VII.5 Otros Activos

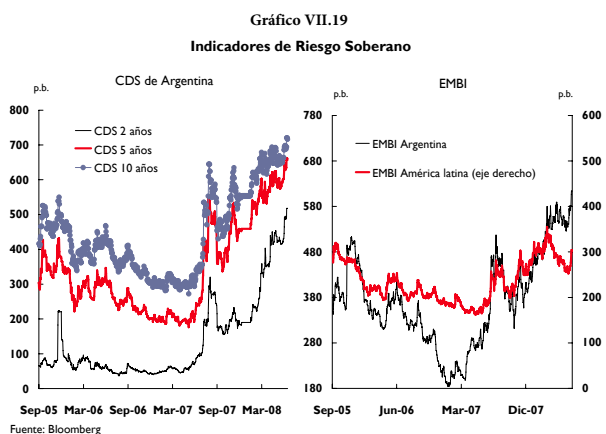
Para los activos financieros, el segundo trimestre de 2008 puede dividirse en dos períodos. El primero, que abarcó abril y mayo, en el que la volatilidad de los mercados de activos financieros se redujo considerablemente tras los niveles inusualmente elevados -tanto para países emergentes como para países desarrollados- que había alcanzado el trimestre previo. En estos dos meses los principales índices bursátiles del mundo tuvieron una importante recuperación que en parte fue resultado que muchos analistas estimasen que lo peor de la crisis de hipotecas *subprime* y sus daños colaterales ya habían pasado. En cambio en el segundo período, que abarcó junio, los índices bursátiles volvieron a registrar pérdidas de consideración. Durante este mes, el escenario de *performance* negativa para la renta variable estuvo influenciado por crecientes temores de estanflación en las principales economías del mundo. Este marco negativo estuvo impulsado por el precio de petróleo, que alcanzó en junio niveles récord, y los temores de que los principales bancos centrales incrementen sus tasas de interés de referencia. La combinación de estos elementos impactó principalmente en la cotización de las entidades financieras por las expectativas acerca de peores resultados corporativos.

En definitiva, a pesar de la subas de abril y mayo, en el trimestre el comportamiento de los índices bursátiles fue negativo en las principales plazas del mundo. Puntualmente, según los índices bursátiles elaborados por Mor-



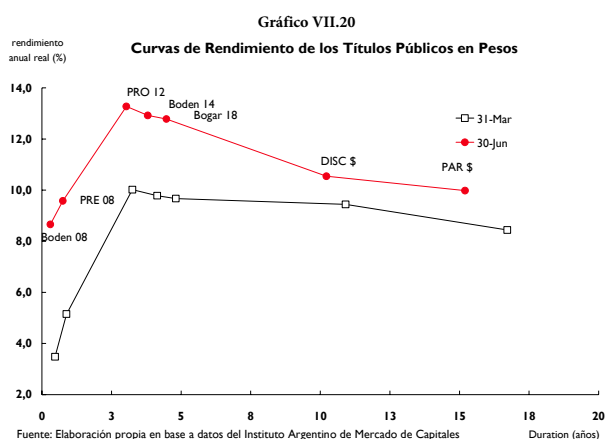


gan Stanley (MSCI), la rentabilidad del índice que engloba a la mayoría de las principales bolsas del mundo, el *MSCI World*, fue negativa en 2,5%. Los únicos con rendimiento positivo en el trimestre fueron los MSCI de las bolsas de Latinoamérica, con un aumento de 10,1%, influidos principalmente por la Bolsa de Valores del Estado de San Pablo (Bovespa) y el Índice General de Precios de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile (IGPA), y el de Japón, con una ganancia de 2,4% (ver Gráfico VII.17). Dentro de la región latinoamericana (medidos en dólares) la performance del Bovespa de Brasil fue positiva, con una suba de 17%, seguida por la ganancia que registró el índice del Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval) de 4,9%. El resto de las bolsas de la región tuvieron un resultado negativo (ver Gráfico VII.18).



Entre los indicadores de riesgo soberano, los *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años de los títulos públicos argentinos se incrementaron 63 puntos básicos (p.b.), mientras que los CDS de Brasil del mismo plazo se redujeron en 58 p.b.. En el mismo sentido se movieron los CDS a 10 años. Por su parte, los *spreads* de la deuda externa de Latinoamérica, medidos por el EMBI+Latin exhibieron una variación negativa de 34 p.b.. El mismo comportamiento se observó para los países emergentes en general, con una caída de 13 p.b., de acuerdo al EMBI+. En tanto, el *spread* de Argentina se incrementó en 33 p.b. (ver Gráfico VII.19).

Al analizar las curvas de rendimientos de los títulos de deuda pública, en el segmento en pesos se observó un traslado hacia arriba en todos los tramos (ver Gráfico VII.20). Por su parte, la curva de rendimientos de los títulos denominados en dólares también alcanzó mayores rendimientos en los tramos medios, manteniéndose sin cambios en los tramos cortos y largos (ver Gráficos VII.21).



El patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión (FCI), cerró el segundo trimestre de 2008 en \$13.425 millones (ver Gráfico VII.22), \$3.541 millones (21%) por debajo del nivel del trimestre anterior, fundamentalmente producto de los retiros de cuotapartes. El descenso del patrimonio de los FCI denominados en moneda extranjera fue menor (7%), y su nivel alcanzó a \$4.841 millones al término del trimestre. El tipo de fondo que mayor variación experimentó en su patrimonio, en términos absolutos, fue el de *money market*, con una baja de \$1.527 millones (-20%), y un saldo al final del trimestre de \$6.090 millones. Sin embargo, en términos porcentuales, la clase de fondo que más redujo su patrimonio fue el de renta fija (-40%), cuyo patrimonio alcanzó a \$1.959 millones a fines de junio. Por su parte, el patrimonio de los

Gráfico VII.21

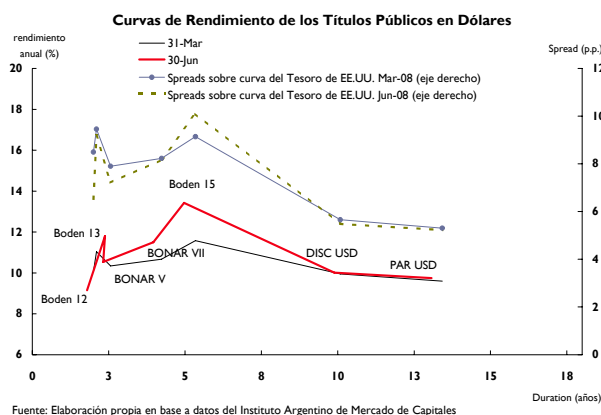


Gráfico VII.22

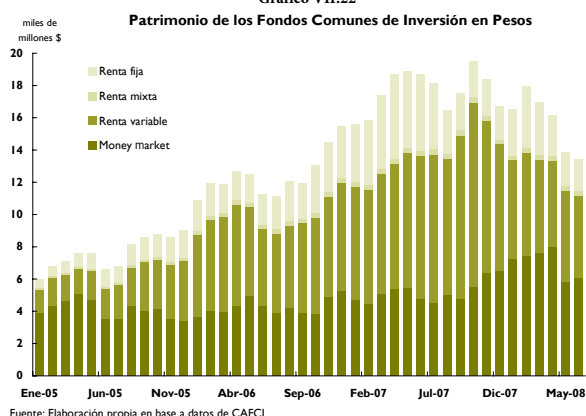
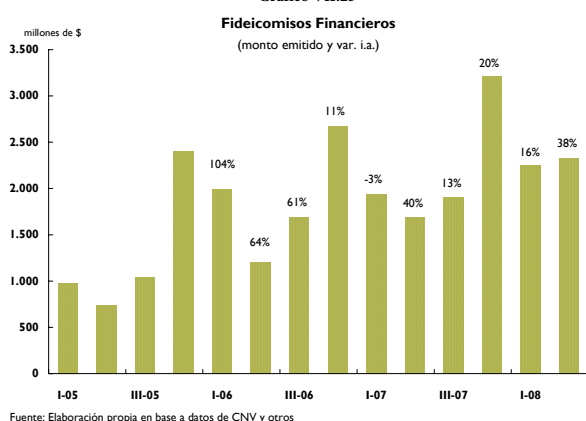


Gráfico VII.23



fondos de renta variable totalizó \$5.111 millones, lo cual significó una baja del 12% respecto a marzo de 2008. Gran parte de la disminución total correspondió al descenso en las tenencias de FCI por parte de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), las cuales a mediados de junio habían retirado \$2.104 millones de sus tenencias de FCI respecto a marzo. Esto obedeció en parte al cumplimiento de la normativa referida al tope de inversiones en países del MERCOSUR, ya que se registró una baja por \$1.163 millones en las tenencias en los fondos con inversiones en tal destino.

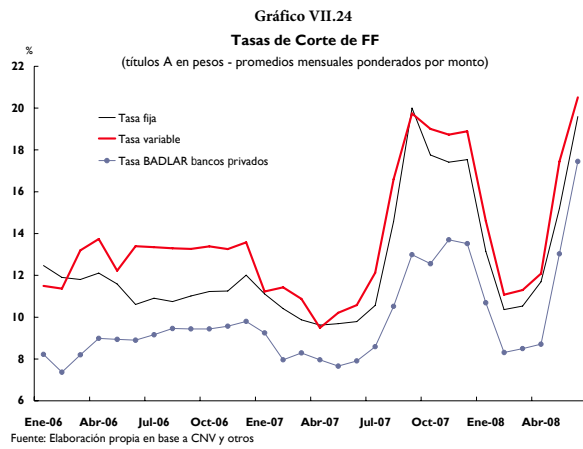
La colocación de Fideicomisos Financieros (FF) en el segundo trimestre de 2008 totalizó \$2.327 millones (ver Gráfico VII.23) y se efectuó mediante 56 emisiones. Esto representó un total apenas 4% superior al del trimestre anterior. No obstante ello, registró un aumento de 38% respecto al mismo período del año anterior. Al interior del trimestre pudo observarse cierta concentración de colocaciones en abril tanto en la cantidad de FF emitidos como del monto total emitido.

Las tasas de interés de corte ascendieron respecto a las registradas en el primer trimestre de 2008. En efecto, la tasa promedio ponderado por monto a junio de los títulos senior alcanzó 19,6% y 20,5% (ver Gráfico VII.24) para el caso de los títulos concertados a tasa fija y tasa variable, respectivamente.

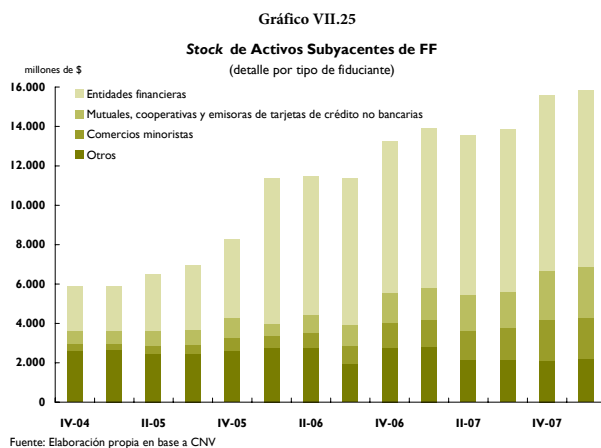
La *duration* promedio ponderada por monto de los títulos senior de FF emitidos durante el segundo trimestre de 2008 alcanzó los 5,3 meses, lo que significó un descenso de 1,3 meses respecto al trimestre previo. Sin embargo, dentro del trimestre se observó en mayo una fuerte caída de 3,2 meses con relación al mes anterior, lo que llevó a la *duration* a ubicarse en torno a los 5 meses, nivel que se mantuvo en junio.

Los activos subyacentes más relevantes continuaron siendo las financiaciones al consumo (préstamos personales y tarjetas de crédito), que concentraron en el trimestre el 93% de lo colocado. El resto correspondió a contratos de *leasing* (los cuales se incrementaron respecto al trimestre anterior), créditos comerciales (con una baja *preformance* y flujos futuros de fondos. Entre los fiduciarios, se destacaron los comercios minoristas (38% del total) y las mutuales, cooperativas y emisoras de tarjetas de crédito no bancarias (34% del total), los cuales incrementaron el monto *securitizado* y la participación en el total, tanto respecto al trimestre previo como al mismo período del año anterior. Por su parte, las entidades financieras (28% del total), redujeron en 2 p.p. y 6

p.p. su importancia en relación con el trimestre anterior y al mismo trimestre de 2007, respectivamente.



Adicionalmente, de acuerdo a la última información de los estados contables presentada a la Comisión Nacional de Valores (CNV), el *stock* de activos subyacentes de los FF ascendió en marzo de 2008 a \$15.847 millones (ver Gráfico VII.25), experimentando un incremento de 1,8% respecto a diciembre de 2007 y de 14% respecto al mismo período del año anterior. De dicho *stock*, el mayor porcentaje (46%) comprendió flujos de fondos ligados al consumo como activo subyacente, seguidos por los respaldados por títulos públicos (34%). En cuanto a la estructura por fiduciante, el 56% correspondió a entidades financieras (participación 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 fiduciantes del 13% y el 17% del *stock* en circulación, respectivamente.



VIII. Inflación

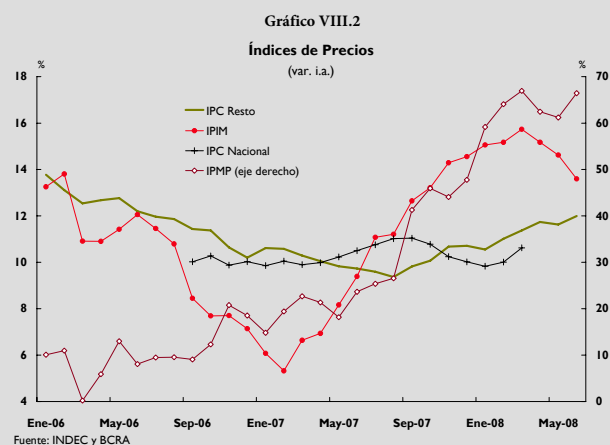
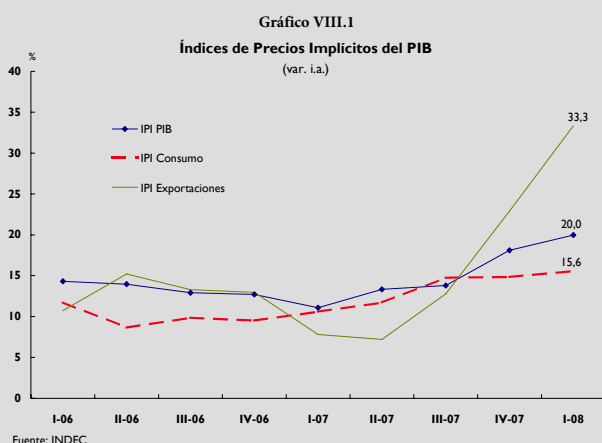
VIII.1 Síntesis

Los diferentes indicadores de precios disponibles continúan mostrando variaciones divergentes. 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 ascenso en su crecimiento interanual (i.a.), hasta 12,0% en junio, resultando 2,3 puntos porcentuales (p.p.) mayor que el incremento verificado un año atrás. En el desagregado entre bienes y servicios, se observa que la principal presión al alza proviene de los precios de los servicios, que están siguiendo una trayectoria creciente desde fines de 2007, a la vez que el ritmo de suba de los precios de los bienes permanece relativamente más estable.

Por su parte, los precios mayoristas mostraron cierta moderación en su variación interanual, respondiendo mayormente a una desaceleración de los Productos primarios, al tiempo que los Productos manufacturados continuaron exhibiendo una senda alcista. El Índice de Costos de la Construcción (ICC) también marcó una ligera desaceleración en su ritmo de crecimiento interanual, registrando en junio un alza de 17,4% i.a., que resulta inferior a la variación promedio de 2007 (20% i.a.).

Sin embargo, un indicador de precios más amplio como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, continuó con el impulso de fin de 2007 y en el primer trimestre de 2008 alcanzó un aumento de 20% i.a., obedeciendo principalmente a la evolución de los precios de exportación, mientras que la variación del IPI del Consumo Privado se mantuvo más estable, en torno a 15,6% i.a..

Actualmente, las condiciones macroeconómicas no dan lugar a la posibilidad de que la inflación se acelere, en un marco en el que la situación fiscal permanece sólida, no se percibe una expansión del crédito doméstico al Sector Público, y el balance en Cuenta Corriente es positivo. Aún así, una reducción sostenida de la inflación sigue vinculada a la evolución de la política fiscal, de ingresos y de competencia implementada por el Gobierno Nacional, junto con el desempeño de la política monetaria.



VIII.2 Precios Minoristas

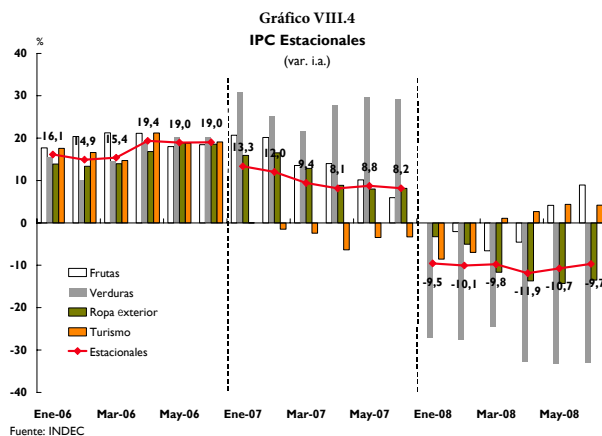
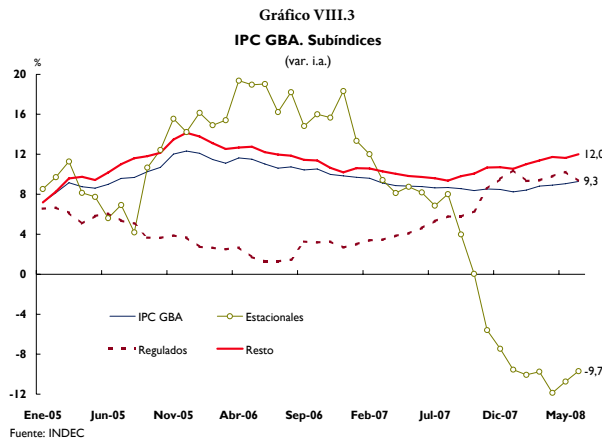
Los precios continúan mostrando variaciones divergentes, de acuerdo al conjunto de indicadores disponibles, aunque en general siguieron reflejando una senda alcista en el segundo trimestre, con una moderación en el margen.

En particular, 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 segundo trimestre. En junio el IPC GBA se elevó 9,3% i.a., alza que resulta 0,5 puntos porcentuales (p.p.) superior a la verificada a fin del trimestre previo. De todos modos, en el segundo trimestre el IPC GBA verificó un aumento mensualizado de 0,7%, lo cual implica un ritmo ligeramente inferior al del primer trimestre²⁷ (ver Gráfico VIII.3).

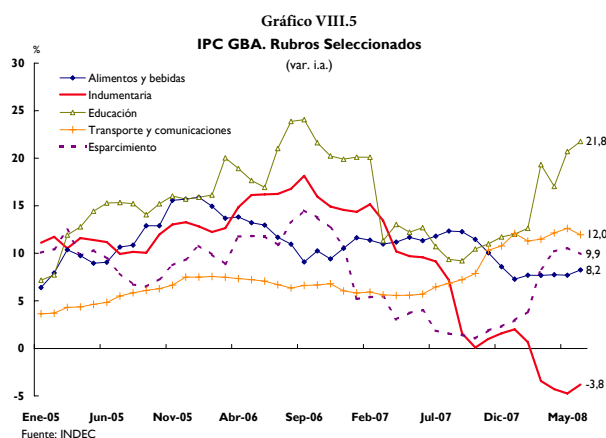
La evolución de los precios de los bienes y servicios Estacionales (aquellos con una marcada estacionalidad y/o volatilidad) continuó contrarrestando parcialmente las mayores subas exhibidas por los bienes y servicios regulados o con alto componente impositivo (subíndice Regulado) y el subíndice Resto, aproximación del INDEC a la inflación subyacente.

El IPC Resto marcó un aumento de 12,0% i.a. en junio, que resultó 0,6 p.p. superior al observado el trimestre previo y 2,3 p.p. mayor al verificado un año atrás. En tanto, los precios Regulados en el trimestre continuaron con variaciones similares a las de fin de 2007, manteniendo el ritmo de aumento cercano a 10% i.a.. Contrariamente, el subíndice Estacionales exhibió la octava variación interanual negativa consecutiva, llegando a -9,7% en junio (ver Gráfico VIII.4).

A nivel de rubros, la evolución del crecimiento interanual del IPC GBA se explica principalmente por la relativa estabilidad en la trayectoria de los Alimentos y bebidas en tasas inferiores a las de 2007. Asimismo, la importante desaceleración en Indumentaria, llegando incluso a tasas negativas, habría compensado el mayor dinamismo en el rubro Educación, que respondió principalmente a los aumentos autorizados por el Gobierno en las cuotas escolares (ver Gráfico VIII.5).

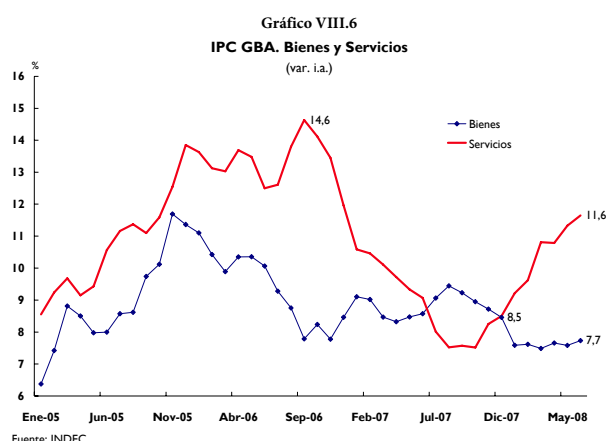


²⁷ A partir de mayo entró en vigencia el cambio de base utilizado para el cálculo del IPC GBA, donde la nueva base es abril 2008 = 100 y la anterior era 1999 = 100. Este cambio implica, entre otros factores, una actualización de la composición de la canasta de bienes y servicios. Por este motivo, determinada información no es estrictamente comparable con la anterior al cambio de base, como es el caso de la apertura por subíndices (IPC Resto, Estacionales y Regulados). La división por subíndices publicada por el INDEC para el período diciembre 2006 - mayo 2008 muestra variaciones mensuales e interanuales diferentes a las informadas con la metodología anterior. Este cambio podría deberse a las diferentes ponderaciones que tienen ahora los productos incluidos en cada subíndice. En el presente capítulo, se procedió a empalmar las series históricas con las variaciones publicadas a partir de abril.



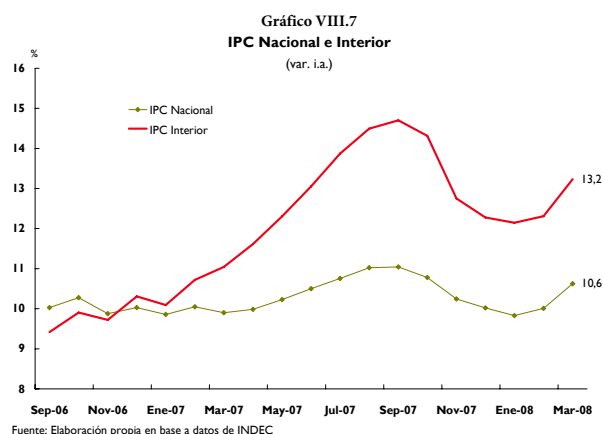
No obstante, los precios de los Alimentos y bebidas continúan presionados, entre otros factores, por las elevadas cotizaciones internacionales de las materias primas, a lo que se sumaron recientemente los efectos del conflicto con el sector agropecuario, que provocó diversos trastornos en el transporte y la comercialización de mercaderías (ver Sección II). La falta de productos se observó mayormente en marzo, con el consecuente encarecimiento de estos bienes, para luego recomponerse parcialmente en los meses siguientes, aunque con ciertas fluctuaciones temporarias en los precios asociadas a los nuevos paros de transporte que hubo en el segundo trimestre.

Así, a medida que se normalizó el abastecimiento de productos, se morigeraron los fuertes aumentos en los precios de los alimentos, siendo los productos frescos los que más se moderaron. Esta estabilización también reflejó el hecho de que no se repitieron los problemas climáticos que operaron en gran parte de 2007.



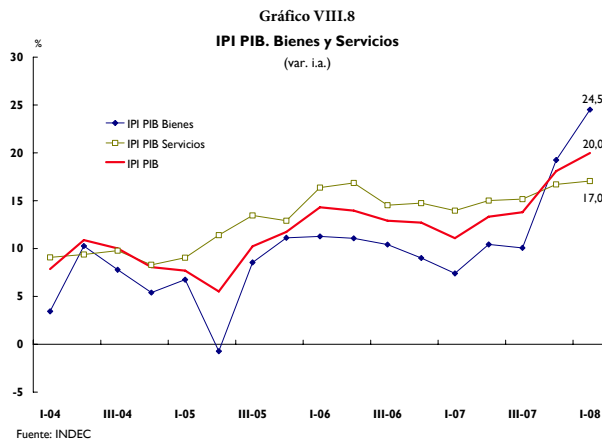
En adelante, los precios de los alimentos continuarían sostenidos por los elevados precios de las materias primas agrícolas a nivel mundial, aunque moderados a nivel local por diversas medidas de política económica (ver Sección V).

En el desagregado entre bienes y servicios, se observa que la principal presión alcista en el IPC GBA proviene de los precios de los servicios. A fin de 2007 tanto los bienes como los servicios registraron la misma variación interanual (8,5%), pero los bienes estaban en una senda descendente y actualmente se estabilizaron, en torno a 7,7% i.a., mientras que la tasa de crecimiento de los servicios está siguiendo una trayectoria creciente que llegó en junio a 11,6% i.a. (ver Gráfico VIII.6).



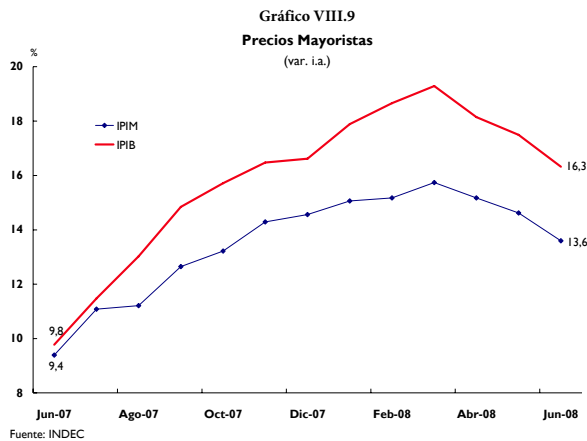
Por su parte, el índice de precios minoristas medido a nivel nacional (IPC Nacional) fue discontinuado en abril de manera que el último dato publicado capturó la evolución de marzo de 2008. En este caso, tanto el IPC Nacional como el IPC Interior finalizaron el primer trimestre de 2008 con una aceleración en su ritmo de crecimiento interanual respecto de fin de 2007, marcando tasas de 10,6% i.a. y 13,2% i.a. en marzo, respectivamente (ver Gráfico VIII.7).

Al analizar un indicador de precios más amplio como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, se observa que en el primer trimestre de 2008 continuó con el impulso alcista de fin de 2007, llegando así a marcar un alza de 20,0% i.a., por encima de las expectativas señaladas por el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) para



el año (14,6%). El mayor aumento provino de los precios de exportación, reflejándose en un IPI de Exportaciones que alcanzó a 33,3% i.a., suba consistente con la evolución de las materias primas exportadas por el país. Contrariamente, el IPI del Consumo Privado, exhibió cierta estabilización, marcando un alza de 15,6% i.a. en el primer trimestre de 2008 (ver Gráfico VIII.1).

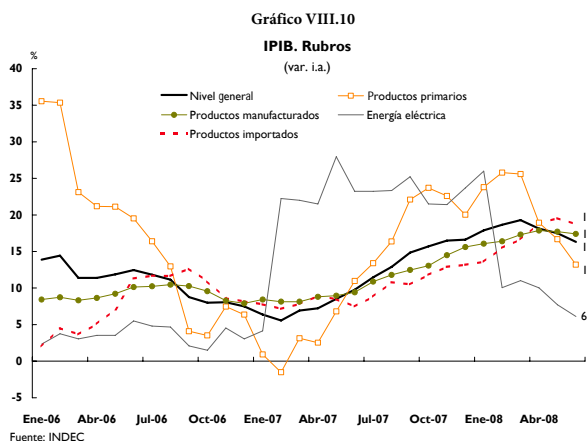
Por otro lado, el IPI de los bienes del PIB presentó una aceleración marcada, llegando a 24,5% i.a. en el primer trimestre de 2008, y superando el ritmo de alza del IPI de Servicios, que trepó hasta 17,0% i.a., exhibiendo una situación diferente a la encontrada en los bienes y servicios del IPC GBA (ver Gráfico VIII.8).



Actualmente se observa un contexto de balance en Cuenta Corriente positivo y situación fiscal sólida, junto con moderadas necesidades de refinanciación de deuda y ausencia de una expansión del crédito doméstico al sector público. En este sentido, las condiciones fiscales y externas no dan lugar a la posibilidad de que la inflación acelere su trayectoria. De todos modos, una reducción sostenida de la inflación sigue vinculada a la evolución de la política fiscal, de ingresos y de competencia implementadas por el Gobierno Nacional, junto con el des empeño de la política monetaria.

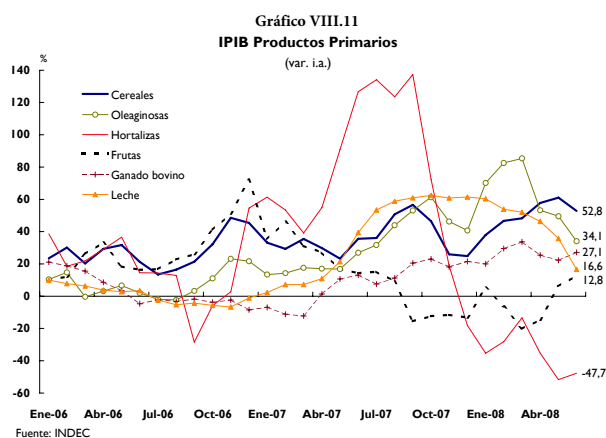
VIII.3 Precios Mayoristas

Luego de exhibir una tendencia creciente durante todo 2007 e inicios de 2008, en los últimos meses los precios mayoristas mostraron una ligera desaceleración en su tasa de variación interanual. Así, el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) aumentó 13,6% i.a. en junio tras haber alcanzado un alza en marzo de 15,7% i.a., a la vez que el Índice de Precios Internos Básicos (IPIB)²⁸ también moderó su ritmo de subas de 19,3% i.a. en marzo pasado a 16,3% en junio (ver Gráfico VIII.9).



A nivel desagregado se observó una desaceleración de los precios de los Productos primarios, mientras que los Manufacturados mantuvieron variaciones relativamente más estables. Particularmente, en el IPIB se observó que los productos agropecuarios disminuyeron su tasa i.a. en 18,7 p.p. respecto de marzo (a 23,6% en junio), debido a desaceleraciones tanto en los productos agrícolas como en los ganaderos. Por otra parte, los Productos manufacturados mostraron un dinamismo diferente, manteniendo su crecimiento interanual en el segundo trimestre del año (17,4% en junio; ver Gráfico VIII.10).

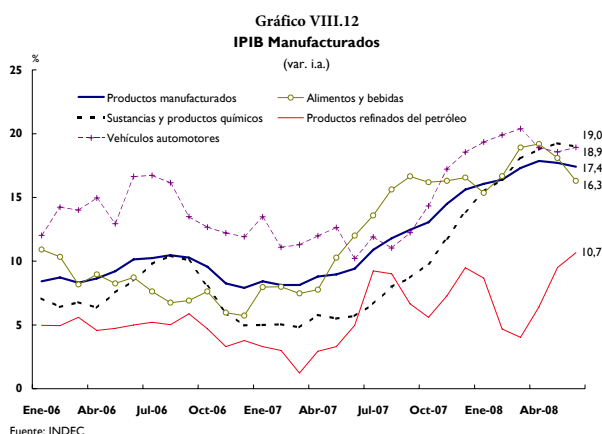
²⁸ El IPIB representa la evolución de los precios mayoristas (IPIM) neto de impuestos y subsidios.



En este marco, en lo transcurrido de 2008 se produjo un cambio en la dinámica respecto de fines de 2007, cuando los productos agropecuarios, con una tasa promedio de 34% i.a. eran los que impulsaban los precios a nivel mayorista, mientras que los Manufacturados crecían a una tasa de 14,4% i.a.. En 2008 los productos industriales incrementaron su tasa interanual a 17,1% en promedio, mientras que los agropecuarios se desaceleraron.

Dentro de los productos agrícolas, los precios de las oleaginosas y las hortalizas y legumbres contribuyeron a explicar la caída en la tasa interanual, mientras que los cereales y las frutas se aceleraron. En particular, las cotizaciones del trigo y del maíz dieron impulso a los cereales (que se elevaron 52,8% i.a.), acompañando en el caso del maíz las tendencias verificadas a nivel internacional. En cambio, las oleaginosas redujeron a la mitad su ritmo de crecimiento, llegando a 34,1% i.a. en junio, reflejando la moderación en la evolución de la soja y el girasol. A nivel internacional también se observó una desaceleración en el encarecimiento de la soja aunque acumula incrementos que casi duplican los registrados a nivel local (ver Gráfico VIII.11 y Sección II).

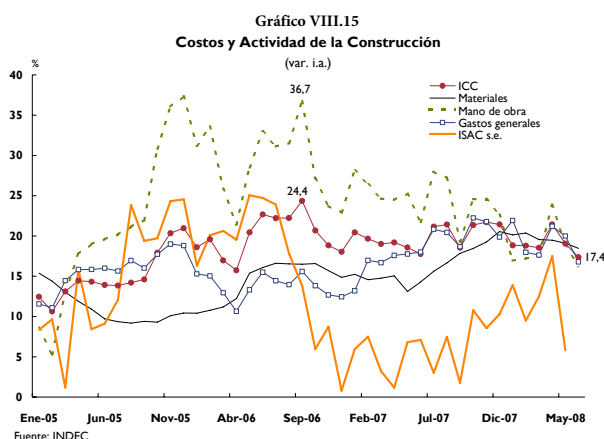
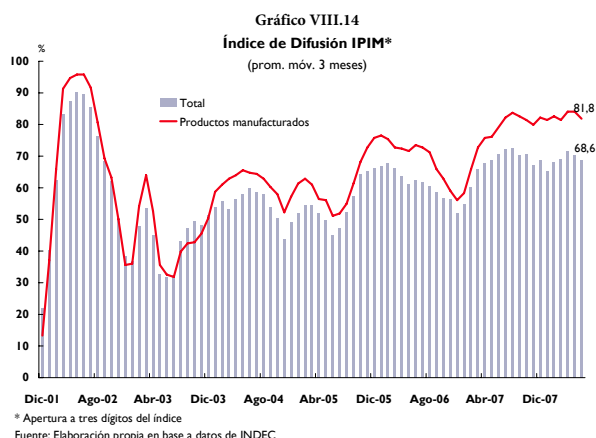
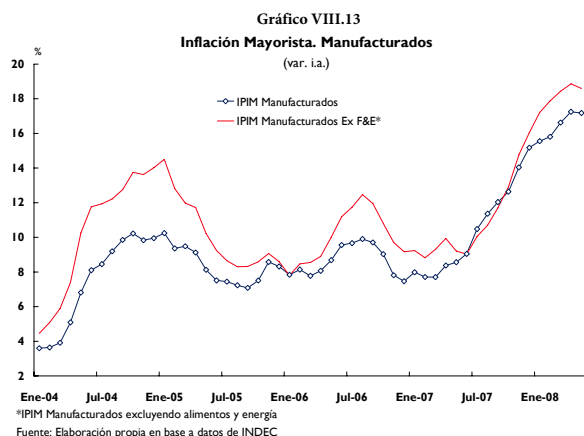
En tanto, los precios de las hortalizas profundizaron su caída interanual (-47,7% i.a.), vinculada en parte a la recomposición de los cultivos luego de las fuertes pérdidas registradas en 2007²⁹. En el Mercado Central, si bien las cotizaciones de las verduras también verificaron una desaceleración hacia fines del primer semestre, aún exhiben tasas interanuales positivas. Por su parte, las frutas revirtieron parcialmente las caídas verificadas en el primer trimestre del año, llegando a registrar una suba de 12,8% i.a. en junio.



Los Productos ganaderos y de granja también morigeraron su tasa de crecimiento a 23,3% i.a.. Esto se debió principalmente a un menor crecimiento de las cotizaciones del ganado bovino, llegando a 27,1% i.a. en junio después de haber alcanzado un máximo de 5 años en marzo de 2008 (33,7% i.a.), en línea con la evolución exhibida tanto en el Mercado de Liniers, como en los mercados captados por la Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario (ONCCA). La leche también moderó las subas, reduciendo su variación hasta 16,6% i.a. en junio, habiendo sido el registro de marzo 52,1%.

Por su parte, el petróleo crudo y gas a nivel mayorista mostró un alza de sólo 0,9% i.a., significativamente inferior al evidenciado por el crudo en los mercados internacionales. El petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) superó la barrera de los US\$140 por barril a fines de ju-

²⁹ Las principales caídas i.a. se dieron en el tomate (-57,1%), la lechuga (-65,7%), la cebolla (-37,8%), la zanahoria (-35,2%) y la papa (-21,2%).



nio (alza de 99,7% i.a.; ver Sección II), aunque ello no tuvo impacto a nivel local, en parte por los efectos del actual esquema de Derechos de Exportación del sector³⁰.

La trayectoria de subas de las Manufacturas se mantuvo en los niveles de marzo, manteniéndose respecto de fines del año pasado. Los ítems más dinámicos fueron los productos refinados de petróleo, las sustancias y productos químicos y los productos metálicos básicos. En contraposición, los alimentos se moderaron en junio, aunque continúan teniendo la mayor contribución en los Manufacturados, presionando a su vez sobre los precios minoristas. Las mayores alzas se observaron en harinas, cárnicos, productos de panadería, lácteos y aceites, todos con elevada ponderación en el gasto de consumo de los hogares (ver Gráficos VIII.12 y VIII.13).

En este contexto, la difusión de las subas de los precios mayoristas se elevó ligeramente, con cierta moderación en el margen, donde las alzas de los productos manufacturados se hicieron más extensivas, abarcando mayor cantidad de bienes (ver Gráfico VIII.14).

VIII.4 Costos de la Construcción

El Índice de Costos de la Construcción (ICC) en la primera mitad de 2008 exhibió cierta estabilización en su ritmo de suba interanual reflejando una convergencia entre los rubros, que en los años previos exhibían trayectorias muy disímiles. En el margen, se observó una desaceleración en el ritmo de aumento de los costos de la construcción, pasando de 21,4% i.a. en diciembre pasado a 17,4% i.a. en junio de 2008, tasa que resulta inferior al promedio verificado en 2007. Esta moderación se da en un contexto en el que el crecimiento de la actividad sectorial se mostró firme en el inicio del año pero aún es inferior al exhibido a comienzos del ciclo expansivo (ver Gráfico VIII.15 y Sección III).

A nivel desagregado, la trayectoria de aumentos de los costos de la Mano de obra perdió dinamismo luego de varios años de ser el componente de mayores subas y en junio marcó un alza de 16,3% i.a., la menor tasa desde marzo de 2005. Esta situación reflejó una continuación en la moderación que exhibe el componente de Asalariados desde fines de 2006 (llegando en junio a 15,3% i.a.) mientras que el de Subcontratados está siguiendo una trayectoria ascendente desde hace un año, con una leve desaceleración en el margen (19,5% i.a. en junio). Así, el alza de los costos de la Mano de obra resulta infe-

³⁰ El actual esquema de retenciones móviles, vigente desde noviembre de 2007, implica que el máximo precio neto de Derechos de Exportación que recibe el exportador es de US\$42 para la variedad de crudo de referencia, el que se mantiene invariante ante subas en los precios internacionales por encima de dicho umbral (ver Resolución N° 394/07 del Ministerio de Economía y Producción).

rior al registrado por el índice de Salarios del INDEC, que supera el 20% i.a. (ver Gráfico VIII.16).

Por su parte, el costo de los Materiales es actualmente el componente que exhibe la mayor tasa de crecimiento, y en el segundo trimestre se estabilizó en torno a 18,5% i.a.. De todos modos, este ritmo de suba es superior a los dos años previos y continúa presionado principalmente por el encarecimiento de los ítems con alto componente de *commodities* como el hierro y los productos de cobre, plomo y estaño, que siguen reflejando las alzas en los precios internacionales.

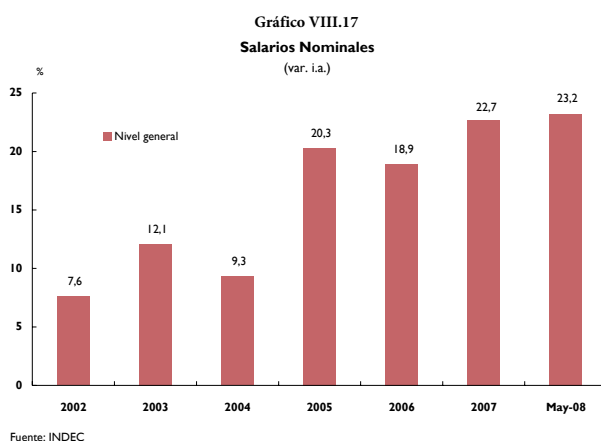
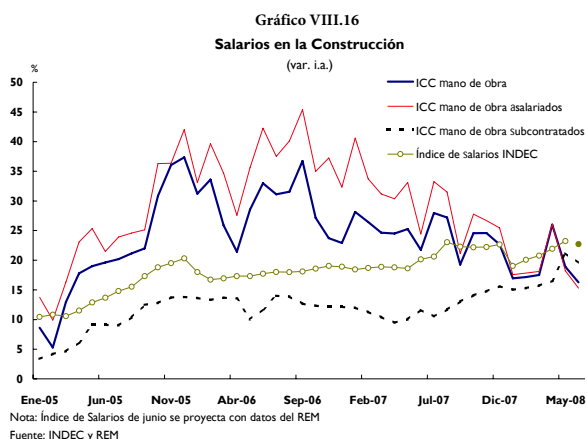
El crecimiento interanual de los Gastos generales se estabilizó en torno a 19,3% en el segundo trimestre, una tasa similar a la del segundo semestre de 2007 (20,6% i.a. en promedio). Este ritmo de incremento es sostenido mayormente por diversos servicios de alquileres que registraron subas de 30% i.a. en promedio.

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 esperada en el crecimiento de la actividad de la construcción.

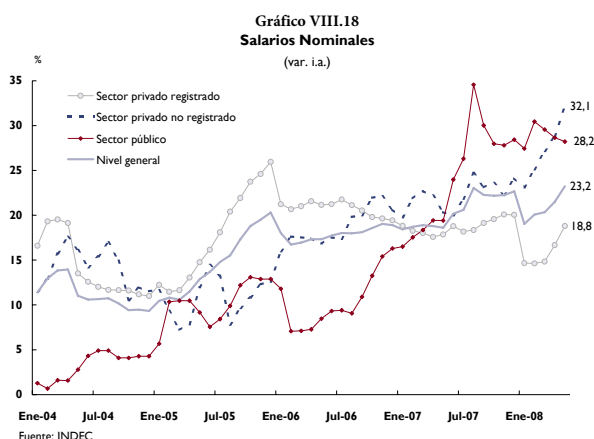
VIII.5 Salarios

Las remuneraciones nominales de la economía continúan mostrando un importante crecimiento, impulsadas principalmente por el sector privado no registrado y el público, los dos segmentos más rezagados desde 2002. En efecto, luego de elevarse 22,7% i.a. en 2007, los salarios presentan un crecimiento de 23,2% i.a. en mayo del corriente año, la mayor variación del actual ciclo expansivo³¹ (ver Gráfico VIII.17).

A diferencia del año pasado, cuando el Sector público presentó las subas más significativas, en 2008 el segmento privado no registrado es el que lidera las mejoras salariales (32,1% i.a.). Este comportamiento respondería fundamentalmente a compensar la tendencia ascendente de ciertos precios de referencia como los de alimentos, componente principal de la canasta de consumo de los empleados informales, y así mantener la relación entre el salario y la canasta básica. Adicionalmente, la influencia que tendrían en este segmento los aumentos en el sector registrado, junto a la menor oferta de trabajo informal habrían fomentado subas complementarias. El incremento de las remuneraciones del sector informal permi-



³¹ Si se desestima el efecto negativo sobre los ingresos que tuvo la equiparación de los aportes jubilatorios entre el sistema de capitalización y de reparto la mejora aumenta a 26,2% i.a., evidenciando una aceleración en la tasa de expansión.



ten recuperar parte de la brecha de crecimiento con respecto al segmento formal desde el inicio de la recuperación.

Por su parte, las remuneraciones de los empleados públicos exhiben una variación interanual algo menor a la de los informales (28,2%), aunque este alza no se explica por los incrementos otorgados durante el presente año, ya que los principales convenios colectivos (Administración Pública Nacional y las Fuerzas Armadas y de Seguridad) pactaron una suba de 19,5% a cobrar en junio y agosto. Por lo tanto, se espera que en los meses venideros se observen mayores aumentos mensuales, aunque se evidenciaría una convergencia hacia el promedio general de la economía en la variación interanual.

Por último, los salarios del sector privado registrado son los que presentan una menor variación en relación a un año atrás (18,8%). En los próximos meses entran en vigor las subas pactadas en los convenios colectivos del presente año, aunque en términos generales contemplan una mejora en torno a 20% i.a., por lo que mantendría su posición como el segmento de menor incremento del mercado laboral, a diferencia de lo sucedido en los años previos y en el acumulado desde 2002 (ver Gráfico VIII.18).

IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

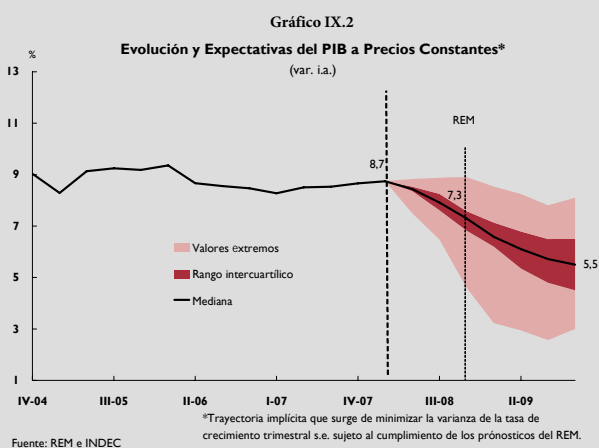
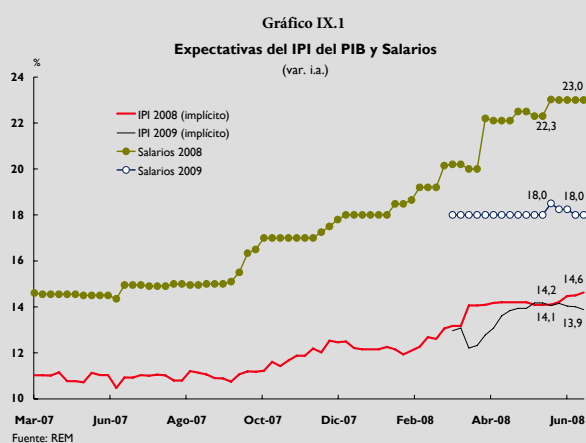
IX.1 Síntesis

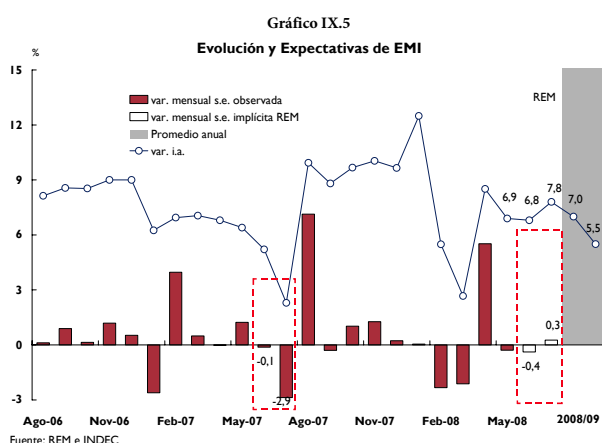
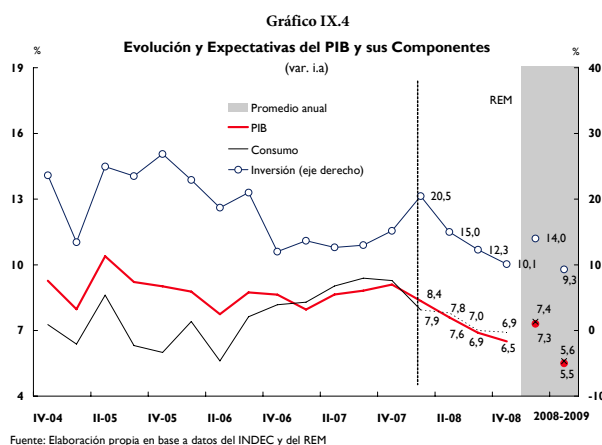
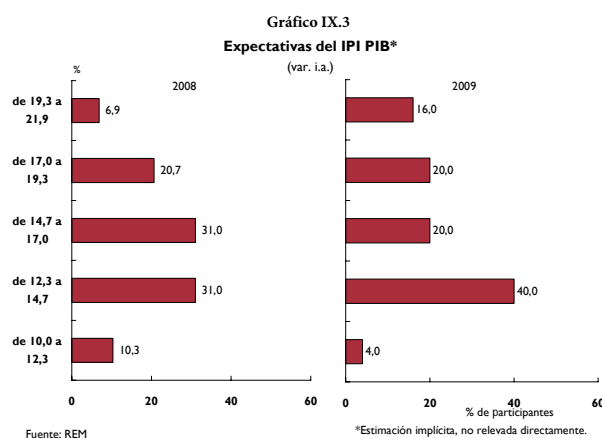
Durante el segundo trimestre de 2008, las previsiones de crecimiento real del PIB para 2008 se redujeron 0,2 puntos porcentuales (p.p.) a 7,3%, impulsadas principalmente por una menor contribución del Consumo, que fue parcialmente contrarrestada por un mayor aporte de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF). Las proyecciones de crecimiento del nivel de actividad para 2009 también se ajustaron a la baja 0,4 p.p. a 5,5%, debido a un menor aporte de todos los componentes del gasto agregado. Las perspectivas de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB subieron 0,5 p.p. a 14,6% para 2008 y 1,6 p.p. a 13,9% para el próximo año, respecto del último **Informe de Inflación**. Por su parte, las expectativas de variación del nivel general del Índice de Salarios para 2008 aumentaron 3,0 p.p. a 23,0%, mientras que permanecieron en 18,0% para 2009.

Las estimaciones para ambos años de Exportaciones y de Importaciones fueron corregidas al alza, pero las expectativas de compras al exterior crecieron más que las de ventas al exterior. De este modo, las previsiones de Balanza Comercial se contrajeron a US\$9.900 millones (3,1% del PIB) para 2008, y a US\$7.300 millones (2,0% del PIB) para 2009. Asimismo, las expectativas del stock de Reservas Internacionales cayeron a US\$54.000 millones para el presente año y a US\$61.600 millones para 2009, principalmente por los menores pronósticos implícitos de ingresos netos de capital.

Las tasas de interés proyectadas para fines de 2008 y 2009 fueron corregidas al alza, aunque los ajustes fueron inferiores a los observados en las previsiones mensuales. Las tasas esperadas de LEBAC y de Pases Pasivos aumentaron en menor medida que las previstas para plazo fijo y BADLAR. Por su parte, los pronósticos de Tipo de Cambio Nominal para 2008 se redujeron a 3,19 \$/US\$ y se incrementaron a 3,37 \$/US\$ para 2009. Las proyecciones de Depósitos del Sector Privado no Financiero mermaron para los dos períodos anuales relevados. A su vez, las expectativas de Prestamos al Sector Privado no Financiero para 2008 y 2009 también fueron modificadas a la baja, pero en una menor cuantía. Asimismo, las previsiones del agregado monetario M2 para 2008 cayeron \$1.300 millones a \$171.500 millones (17,7% interanual -i.a.-), manteniéndose dentro de las bandas del Programa Monetario 2008 (PM 08).

La Recaudación Tributaria Nacional esperada para el corriente año aumentó a \$272.400 millones (27,3% del PIB), y descendió a \$335.800 (28,0% del PIB) para 2009. Las estimaciones de resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) para ambos años se ubicaron en \$35.200 millones (3,5% del PIB) y en \$39.000 millones (3,3% del PIB), respectivamente. Así, de acuerdo a las estimaciones, los ingresos tributarios y el resultado primario durante el corriente año continuarían creciendo a tasas nominales elevadas en términos interanuales (36,4% y 36,9%, respectivamente).





IX.2 Evolución y Principales Resultados³²

Durante el segundo trimestre, la variación estimada del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB³³ para el año ascendió 0,5 puntos porcentuales (p.p.) a 14,6%, mientras que las proyecciones para 2009 se incrementaron 1,6 p.p. a 13,9%, luego de conocerse los datos del Producto correspondientes al primer trimestre. Los desvíos estándar de las perspectivas individuales (3,5% para ambos años) superan las dispersiones observadas en junio de 2007 para horizontes de pronóstico similares (1,9% ambos años), dando cuenta de que existe un menor grado de consenso acerca de la evolución de esta variable en el mediano plazo (ver Gráficos IX.1 y IX.3).

Asimismo, las predicciones de variación del Índice de Salarios para 2008 subieron 3,0 p.p. a 23,0% y se mantuvieron en 18,0% para 2009. De cumplirse los pronósticos del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), la variación de los salarios nominales del presente año superaría el nivel alcanzado durante 2007 (22,7%). Por su parte, las expectativas de tasa de desocupación permanecieron en 7,0% para el corriente año y se observó un ajuste alcista en esta variable por primera vez en los últimos 10 meses, creciendo 0,4 p.p. a 6,9% para 2009.

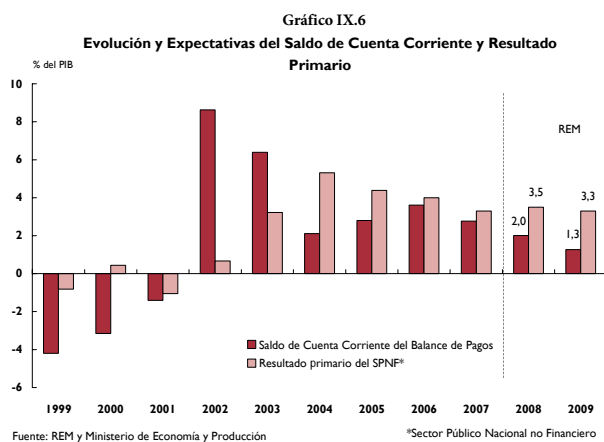
El crecimiento del PIB real del primer trimestre de 2008 (8,4%) resultó inferior a lo proyectado por el REM al momento de la difusión del último **Informe de Inflación** (8,8%), con el Consumo³⁴ creciendo por debajo y la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) por encima de lo esperado. Las previsiones de crecimiento real del PIB para 2008 se redujeron 0,2 p.p. a 7,3% interanual (i.a.), impulsadas por la menor contribución esperada del Consumo (-0,2 p.p.) y la mayor contribución negativa de las Exportaciones Netas (XN; -0,3 p.p.), que fueron parcialmente contrarrestadas por un mayor aporte esperado de la IBIF (+0,3 p.p.). A su vez, el REM estima una reducción de la tasa de crecimiento en el segundo, tercer y cuarto trimestre del presente año. En términos desestacionalizados (s.e.)³⁵, el PIB aumentaría 1,9% promedio trimestral en lo que resta de 2008, impulsado por tasas de crecimiento de 2,2% s.e. del Consumo y de 1,0% s.e. de la IBIF. En este sentido, el REM espera un menor ritmo de crecimiento en la variación interanual de la IBIF respecto de la observada en el primer trimestre, con tasas de crecimiento trimestrales desestacionalizadas que serían inferiores a las de igual período de 2007.

³² Corresponde a la semana estadística 266 finalizada el 9 de julio de 2008.

³³ Estimación implícita en las proyecciones de PIB, no relevada directamente.

³⁴ Incluye el Consumo Privado, Consumo Público, Discrepancia Estadística y Variación de Existencias.

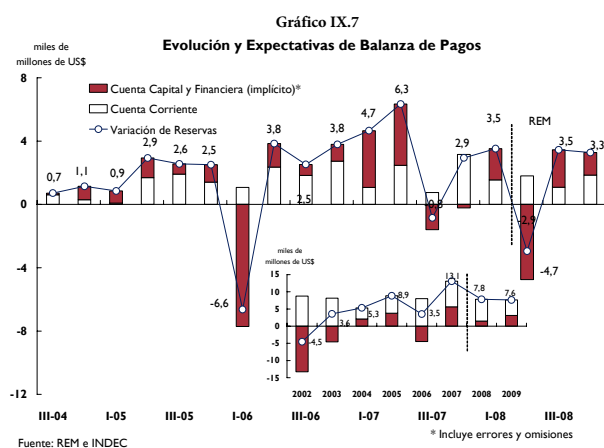
³⁵ Estimación implícita, considerando los coeficientes de estacionalidad de los últimos dos años. La expectativa para el cuarto trimestre se obtiene a partir la proyección anual.



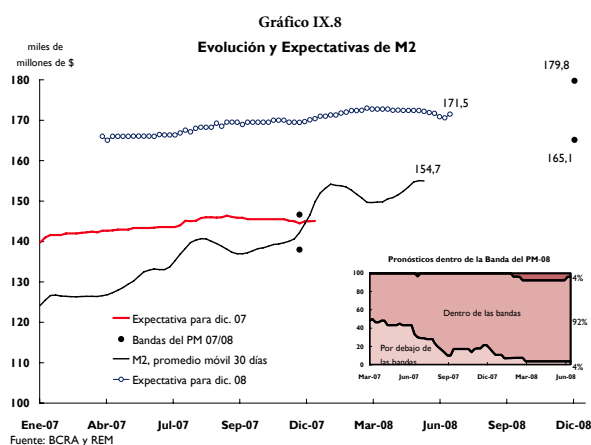
Los participantes del relevamiento esperan que el PIB real crezca 5,5% en 2009, verificándose una desaceleración respecto de los años previos. El descenso del ritmo de crecimiento en el próximo año estaría explicado por la reducción del aporte de todos los componentes del gasto agregado (ver Gráficos IX.2 y IX.4).

La previsión de variación del Estimador Mensual Industrial (EMI) disminuyó a 7,0% para 2008 y se ubicó en 5,5% para 2009, registrando para ambos años una caída leve, respecto del último **Informe de Inflación**. De esta manera, el REM estaría descontando un crecimiento más moderado de la actividad industrial en el mediano plazo (ver Gráfico IX.5).

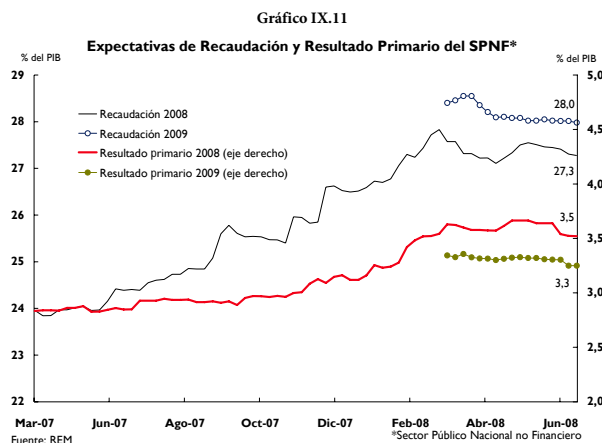
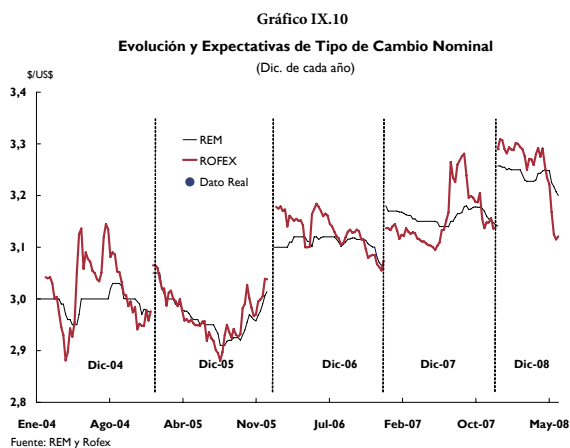
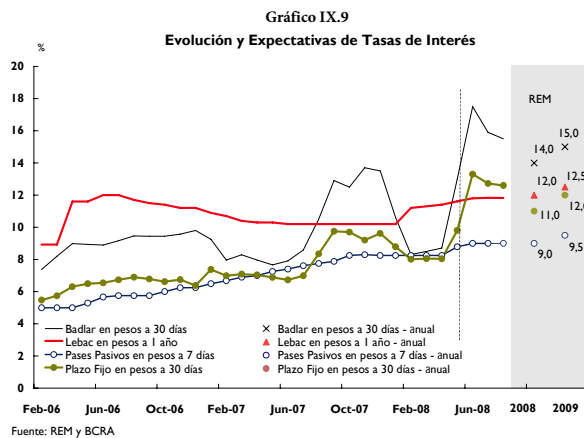
En los últimos tres meses continuó la corrección al alza en las previsiones de Exportaciones e Importaciones. Sin embargo, las compras externas evidenciaron un mayor ajuste que las ventas. Los pronósticos de Exportaciones aumentaron US\$2.100 millones a US\$70.100 millones para 2008 y US\$1.100 millones a US\$77.800 millones para 2009, en tanto las Importaciones para el presente año crecieron US\$3.200 millones a US\$60.200 millones y US\$3.600 millones a US\$70.500 millones para el próximo año. De esta manera, se redujeron las estimaciones del saldo de la balanza comercial, que se ubicó en US\$9.900 millones (3,1% del PIB) y en US\$7.300 millones (2,0% del PIB), respectivamente.



No obstante, el saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos se incrementó levemente a US\$6.300 millones (2,0% del PIB) para el presente año y descendió a US\$4.500 millones (1,3% del PIB) para 2009. De cumplirse lo pronosticado por el REM, durante 2008 y 2009 se verificaría una gradual reducción del superávit externo. Por su parte, los pronósticos implícitos de la Cuenta Capital y Financiera del Balance de Pagos registran una salida neta de capitales para el segundo trimestre (la mayor salida de capitales desde el segundo trimestre de 2002, sin considerar el pago al FMI), situación que se revertiría en el tercer y cuarto trimestre. Sin embargo, las previsiones para el año se ajustaron a la baja en US\$4.500 a US\$1.500 millones, y permanecieron en US\$3.100 millones para 2009, ubicándose en ambos casos por debajo del ingreso de capitales de 2007 (US\$5.900 millones). La acumulación esperada de Reservas Internacionales se situó en torno a US\$7.600 millones para ambos años, alcanzando *stocks* de US\$54.000 millones y US\$61.600 millones, respectivamente (ver Gráficos IX.6 y IX.7).



De acuerdo con el REM, los Depósitos del Sector Privado no Financiero esperados para 2008 disminuyeron



\$3.400 millones a \$179.600 millones y \$2.200 millones a \$218.600 millones para 2009 y se espera que alcancen, en términos del PIB, niveles similares al de los últimos años (18,0%). Las previsiones de Préstamos al Sector Privado no Financiero se corrigieron a la baja en \$1.800 millones a \$138.500 millones para 2008 y \$800 millones a \$179.000 millones para 2009.

Las proyecciones del agregado monetario M2 para 2008 disminuyeron a \$171.500 millones y 92% de los pronósticos se situó dentro de las bandas estipuladas en el Programa Monetario 2008 (PM 08). Así, la variación interanual alcanzaría 17,7% para 2008 y 19,0% para 2009, por debajo del crecimiento estimado del PIB a precios corrientes³⁶ en ambos casos (ver Gráfico IX.8).

En el transcurso del segundo trimestre de 2008, las perspectivas mensuales de tasas de interés registraron importantes correcciones al alza, mientras las estimaciones para diciembre del corriente año subieron en una cuantía inferior. Por otro lado, las estimaciones de tasas pasivas del BCRA registraron menores ajustes al alza. De este modo, los pronósticos de tasa de LEBAC en pesos a 1 año aumentaron 50 puntos básicos (p.b.) a 12,0% para 2008 y 50 p.b. a 12,5% para 2009. Además, las previsiones de tasa de pases pasivos a 7 días aumentaron 20 p.b. a 9,0% para 2008, en tanto que para 2009 subieron 50 p.b. a 9,5%. Por su parte, la tasa esperada de Plazo Fijo en pesos a 30 días subió 110 p.b. a 11,0% para 2008 (190 p.b. inferior a la tasa registrada en junio del corriente año) 100 p.b. a 12,0% para 2009, mientras que la expectativa de BADLAR aumentó 200 p.b. para ambos años a 14,0% para 2008 y 15,0% para 2009 (ver Gráfico IX.9).

Los pronósticos de Tipo de Cambio Nominal bajaron 0,04\$/US\$ a 3,19\$/US\$ para 2008, por encima de las cotizaciones del mercado de futuros y subió 0,02\$/US\$ a 3,37\$/US\$ para 2009 (ver Gráfico IX.10).

La mediana de las expectativas de Recaudación Tributaria Nacional aumentó a \$272.400 millones (27,3% del PIB) para 2008, mientras que se espera que crezca a \$335.800 millones (28,0% del PIB) en 2009, estimación \$2.400 millones inferior a la registrada el trimestre previo. Por su parte, las expectativas de resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) se redujeron levemente a \$35.200 millones (3,5% del PIB) para 2008 y a \$39.000 millones (3,3% del PIB) para 2009 (ver Gráfico IX.11).

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

³⁶ Se compara la variación interanual punta (dic./dic.) del Agregado Monetario M2 y la variación interanual promedio del PIB corriente.

Resultados del REM. Junio 2008

1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2009-MAY			2008-JUN			2008-JUL			2008-AGO			2008-ANL			2009-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío.	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
IPC: var. 12 meses; en %	9,7	9,6	0,9															
Precios																		
IPC: var. mensual; en %				0,6	0,6	0,1	0,7	0,7	0,1				9,3	9,3	0,4	10,2	9,7	1,9
IPC: var. interanual implícita, en % ¹					8,9			9,1										
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)													9,6	9,3	0,8	10,3	9,9	2,0
Índice de Salarios Nivel General; var. mensual; en %	1,8	1,80	0,32	2,01	2,10	0,43							22,4	23,0	2,5	19,1	18,0	3,1
Monetarias y Financieras																		
Agregado Monetario M2 (\$); promedio mensual en mil. de \$							160.135	160.210	2.137	161.340	161.500	2.094	170.981	171.500	3.613	203.811	204.000	6.375
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$							160.573	160.000	2.170	163.092	162.450	2.897	178.977	179.620	4.919	216.876	218.600	10.165
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$							120.763	120.500	1.727	123.706	123.075	2.226	137.523	138.500	5.458	176.576	179.000	12.932
Tasa de Interés plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %							12,4	12,7	0,9	12,3	12,6	0,8	11,3	11,0	1,6	12,3	12,0	2,2
Tasa de Interés. Libor en \$ a un año (promedio mensual); en %							11,8	11,8	0,1	11,8	11,8	0,1	12,0	12,0	0,4	12,6	12,5	1,1
Tasa de Interés; Pasivos en \$ a 7 días; en %							9,0	9,0	0,1	9,0	9,0	0,1	9,1	9,0	0,7	9,9	9,5	1,5
Tasa de Interés; BADLAR promedio mensual de bcos. priv. a 30 días en \$; en %							15,8	15,9	0,9	15,5	15,6	0,9	13,9	14,0	2,2	14,7	15,0	2,7
Tipo de Cambio Nominal; promedio mensual; \$/US\$							3,04	3,03	0,02	3,05	3,04	0,03	3,2	3,2	0,1	3,39	3,37	0,14
Actividad Económica																		
EMAE: var. interanual; en %	7,5	7,4	0,6	6,9	7,1	1,0							7,3	7,3	0,5	5,4	5,5	0,9
EMI: var. interanual; en %				6,6	6,8	1,1	7,7	7,8	1,1				6,9	7,0	0,6	5,5	5,5	0,7
Sector Externo																		
Exportaciones; en mil. de us\$				5.787	5.824	337	6.050	6.020	565				69.997	70.100	2.384	77.879	77.753	4.272
Importaciones; en mil. de us\$				5.153	5.220	252	5.486	5.528	393				59.431	60.237	2.786	69.132	70.500	5.164
Fiscales																		
Recaudación Tributaria Nacional; en mil. de \$							23.564	23.552	964	23.777	23.836	1.249	271.612	272.429	6.704	336.017	335.766	20.182
Resultado Primario del SPNF; en mil. de \$				2.833	2.680	953	2.889	2.865	852				35.151	35.150	4.251	38.679	39.000	5.317

2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2008-TR2			2008-TR3			2008-ANL			2009-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
Actividad Económica												
PIB a precios constantes; variación interanual; en %	7,6	7,6	0,5	6,9	6,9	1,0	7,2	7,3	0,7	5,4	5,5	1,1
PIB a precios corrientes; en mil. de \$							997.788	998.765	40.057	1.219.709	1.200.000	90.273
Consumo Total a precios constantes; variación interanual; en %	7,7	7,8	0,6	7,0	7,0	1,0	7,3	7,4	0,7	5,6	5,6	1,0
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual; en %	14,7	15,0	2,5	12,8	12,3	2,8	14,1	14,0	2,5	9,8	9,3	4,0
Tasa de desocupación; en %	7,7	7,7	0,3	7,4	7,4	0,3	7,1	7,0	0,4	6,7	6,9	0,5
Sector Externo												
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mil. de US\$	1632,0	1.800	676	1.024	1.075	718	6.386	6.300	1.767	4.408	4.500	1.842
Monetarias y Financieras												
Reservas Internacionales; fin de período; en mil. de US\$				50.813	50.687	2.230	53.838	54.000	2.406	61.739	61.629	4.748

¹ Esta variable no es relevada en el REM y su valor se obtiene implícitamente.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AFJP: Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

AIP: Aglomerados del Interior del País

ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social

AT: Adelantos Transitorios

BADLAR: Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate (Tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos en el tramo de 30 a 35 días por el promedio de entidades financieras)

BCB: Banco Central de Brasil

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

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

BODEN: Bonos del Estado Nacional

BOGAR: Bono Garantizado

BONAR: Bono de la Nación Argentina en pesos

Bovespa: Bolsa de Valores del Estado de San Pablo

Bs. As.: Buenos Aires

CAFCI: Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión

CBA: Canasta Básica Alimentaria

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

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

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CFI: Coparticipación Federal de Impuestos

CIF: Cost of Insurance and Freight

CIG: Consejo Internacional de Granos

CNV: Comisión Nacional de Valores

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

Cta. Cte: Cuenta corriente

DJ: Índice bursátil Dow Jones

DJVE: Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior

DPN: Deuda Pública Nacional

EE.UU.: Estados Unidos

EIA: Energy Information Administration

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica

EMBI+: Emerging Markets Bond Index

EMI: Estimador Mensual Industrial

EMTA: Emerging Markets Trade Association

ENARGAS: Ente Nacional Regulador del Gas

EPFR: Emerging Portfolio Funds Research

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

FCI: Fondos Comunes de Inversión

Fed: Reserva Federal de EE.UU.

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

FF: Fideicomisos Financieros

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FOB: Free on Board (Libre a bordo)

FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto de EE.UU.

GBA: Gran Buenos Aires

ha: Hectárea

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

i.a.: Interanual

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ICC: Índice del Costo de la Construcción

ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias

IDL: Índice de Demanda Laboral

IED: Inversión Extranjera Directa

IF: Impulso Fiscal

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

IHT: Índice de horas trabajadas

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

INE: Instituto Nacional de Estadística de Chile

IPC: Índice de Precios al Consumidor

IPC GBA: Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires

IPC Interior: Índice de Precios al Consumidor del Interior del país

IPC Nacional: Índice de Precios al Consumidor Nacional

IPC Resto: IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacional y/o volátil significativo y aquellos sujetos a regulación o con alto componente impositivo

IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

IPI: Índice de Precios Implícitos

IPI FIEL: Índice de Producción Industrial de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos	PEA: Población Económicamente Activa
IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor	PIB: Producto Interno Bruto
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	PJyJH: Plan Jefas y Jefes de Hogar
IPP: Índice de Precios al Productor	PM 2008: Programa Monetario 2008
IRD: Inversión Real Directa	PMI: Purchasing Managers Index (Índice de Gerentes de Compras)
ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción	PN 2008: Presupuesto Nacional 2008
ISM: Institute for Supply Management	PP: Productos primarios
ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos	Prom.: Promedio
ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	Prom. móv.: Promedio móvil
IVA: Impuesto al Valor Agregado	REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado
IVA DGA: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas	RF: Resultado Fiscal
IVF: Índice de Volumen Físico	RFE: Resultado Fiscal Estructural
LATAM: Latinoamérica	ROE: Registro de Operaciones de Exportación
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)	s.e.: Serie sin estacionalidad
LME: London Metal Exchange	s.o.: Serie original
M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	S&P: Standard and Poors (Índice de las principales acciones en EE.UU. por capitalización bursátil)
M2 privado: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$ del sector privado	SAGPyA: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos
M3: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$	SDR: Special Drawing Rights (Derechos Especiales de Giro)
M3 privado: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$ del sector privado	Selic: Sistema Especial de Liquidação e de Custodia (tasa de interés de referencia del BCB)
M3*: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	SIJyP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
MERCOSUR: Mercado Común del Sur	SF: Sesgo Fiscal
Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires	SMVM: Salario Mínimo Vital y Móvil
MEyP: Ministerio de Economía y Producción	SPNF: Sector Público Nacional no Financiero
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	TCN: Tipo de cambio nominal
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	TCR: Tipo de cambio real
MRO: Main Refinancing Operations (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)	TI: Términos de Intercambio
MSCI: Morgan Stanley Capital International	TN: Tesoro Nacional
MULC: Mercado Único y Libre de Cambios	Trim.: Trimestral / Trimestre
NBER: National Bureau of Economic Research	UCI: Utilización de la Capacidad Instalada
NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)	UE: Unión Europea
ONCCA: Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario	US\$: Dólares Americanos
OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo	USDA: United States Department of Agriculture (Secretaría de Agricultura de los EE.UU.)
O/N: Overnight	UTDT: Universidad Torcuato Di Tella
p.b.: Puntos básicos	Var.: variación
p.p.: Puntos porcentuales	VE: Valor efectivo
PCE: Personal Consumption Expenditures (Índice de Precios de los Gastos de Consumo Personal)	VIX: Índice de Volatilidad del Chicago Board Options Exchange
	WEO: World Economic Outlook
	WTI: West Texas Intermediate
	XN: Exportaciones Netas