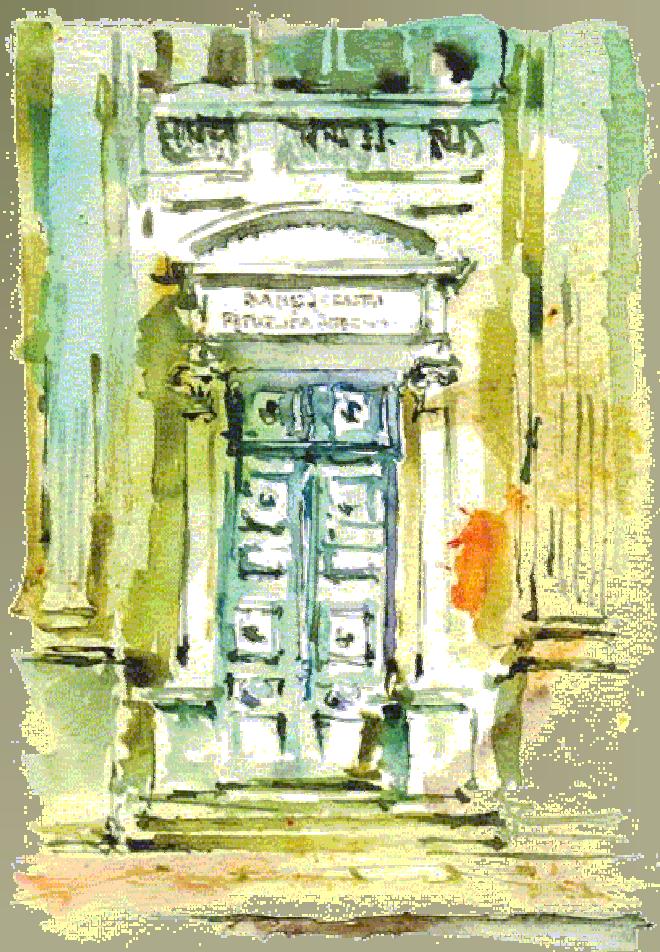


# INFORME DE INFLACIÓN



---

**Banco Central  
de la República Argentina**

---

**Cuarto Trimestre de 2007**



---

# INFORME DE INFLACIÓN

---

**Banco Central  
de la República Argentina**

---

Cuarto Trimestre de 2007

---

Banco Central de la República Argentina

---

Octubre 2007  
ISSN: 1668-0561  
*Edición electrónica*

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

---

El contenido de esta publicación puede  
reproducirse libremente siempre que se cite  
la fuente. Para comentarios o consultas ala  
versión *on-line*:  
[analisismacro@bcra.gov.ar](mailto:analisismacro@bcra.gov.ar)



## Prefacio

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

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

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

*La fecha de cierre estadístico de este informe fue el 4 de octubre, día de difusión del Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) de septiembre de 2007. La próxima publicación del **Informe de Inflación**, correspondiente al primer trimestre de 2008, será el 23 de enero a través de internet.*

Buenos Aires, 31 de octubre de 2007



## Contenido

I.	Visión Institucional.....	6
II.	Contexto Internacional.....	10
	<b>Apartado 1. Situación del mercado inmobiliario de Estados Unidos y riesgos sobre el crecimiento económico.....</b>	13
	<b>Apartado 2. Solidez de los precios de las materias primas en el actual contexto de volatilidad.....</b>	23
III.	Actividad Económica.....	25
IV.	Empleo y Salarios.....	35
V.	Sector Externo.....	41
VI.	Finanzas Públicas.....	47
VII.	Política Monetaria y Mercado de Activos.....	55
	<b>Apartado 3. El Sistema Financiero en Argentina y la crisis de las hipotecas subprime.....</b>	66
VIII.	Inflación.....	68
	<b>Apartado 4. Situación de los precios de alimentos.....</b>	78
IX.	Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM).....	80
	Resultados del REM. Septiembre de 2007.....	85
	Glosario de Abreviaturas y Siglas.....	86

## I. VISIÓN INSTITUCIONAL

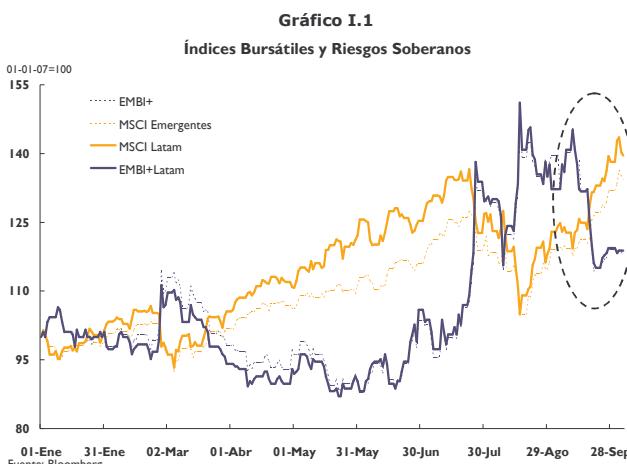
La respuesta en Argentina al nuevo contexto financiero internacional permite ver la contribución de la estrategia monetaria y financiera que el Banco Central ha llevado a cabo en los últimos años. El deterioro del mercado inmobiliario de EE.UU. y las sostenidas turbulencias en los mercados financieros internacionales, en particular en el segmento interbancario, podrían tener efectos sobre el crecimiento económico en los países desarrollados (especialmente en la economía norteamericana) con su consecuente impacto en el desempeño mundial (ver Apartado 1). Ante este escenario, los bancos centrales del mundo aumentaron la liquidez, disminuyeron sus tasas de referencia e interrumpieron el proceso alcista iniciado meses atrás, observándose signos de que el escenario de volatilidad se extendería en el tiempo.

Durante los últimos meses y en respuesta a los problemas evidenciados a nivel global se ha visto que el enfoque monetario y financiero adoptado por el BCRA ha sido el adecuado para minimizar el impacto en el desempeño económico local al estar basado en tres pilares fundamentales: i) una política monetaria prudente y consistente que garantiza el equilibrio entre la oferta y la demanda en el mercado de dinero; ii) un régimen de flotación administrada; y iii) políticas financieras anticíclicas (acumulación de Reservas Internacionales y desarrollo de un sistema financiero líquido y solvente). Cada movimiento en esta estrategia ha guardado consistencia con los objetivos intertemporales de equilibrio en el mercado de dinero, como la preservación del valor de la moneda, y la estabilidad y profundización del sistema financiero. De esta forma, se ha garantizado la obtención de dos bienes públicos para el país: la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera (ver Apartado 3).

El Banco Central ha consolidado el esquema de política monetaria sobre la base del control de la oferta de dinero, ya que es el más adecuado para una economía en transición que todavía hace un uso intensivo de medios de pago relativamente líquidos y que aún tiene un grado comparativamente bajo de profundidad financiera. Así, el régimen actual combina las dosis necesarias de prudencia monetaria y flexibilidad. Los esfuerzos realizados en este sentido, ilustrados a partir de una esterilización acumulada a septiembre de \$23.400 millones, permitieron cumplir el Programa Monetario por diecisiete trimestres consecutivos. En septiembre el M2 volvió a registrar un crecimiento anual inferior al del Producto nominal. El sector público continuó mejorando el manejo de sus recursos excedentes, trasladando fondos desde depósitos a la vista hacia colocaciones a plazo. Aún así, mantiene más de \$15.000 millones en depósitos transaccionales.

Al mismo tiempo, desde fin de julio la autoridad monetaria comenzó a aplicar medidas para evitar fluctuaciones excesivas en las tasas de interés asociadas a actitudes precautorias de las entidades financieras ante un escenario de mayor incertidumbre, mostrando capacidad y disposición a proveer liquidez, en caso de ser requerida. Sin embargo, debe destacarse que resultó innecesaria la utilización plena de esos mecanismos gracias a la sólida situación del sistema financiero.

En el mercado monetario, el BCRA proveyó liquidez mediante pases activos, a través de licitaciones a tasa variable y concertando



operaciones a tasa fija. También realizó operaciones de recompra de LEBAC y NOBAC en el mercado secundario y en licitaciones, además de renovar sólo parcialmente las especies a su vencimiento, quedando demostrado que las LEBAC y NOBAC constituyen una verdadera reserva de liquidez para los bancos, susceptible de ser empleada de resultar necesario. Adicionalmente, se dispuso un período de medición bimestral en julio y agosto para la posición de efectivo mínimo. La efectividad de estas acciones se reflejó en la transitoriedad de los aumentos de las tasas de interés de corto plazo que se habían producido durante los días de mayor turbulencia.

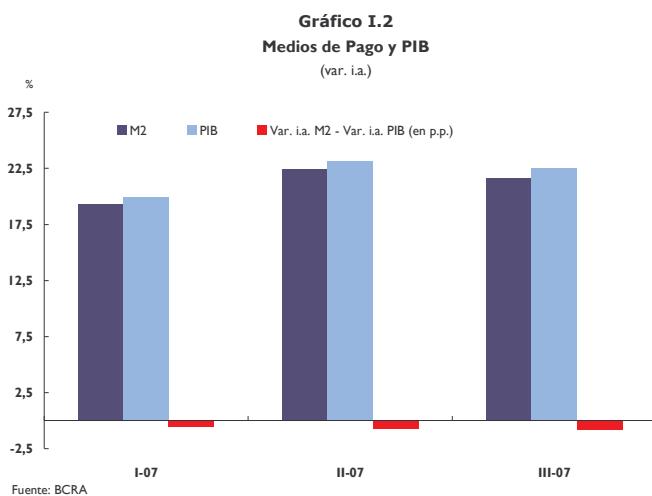
En el plano cambiario, el régimen actual de flotación administrada resulta crucial dentro del nuevo enfoque de política monetaria y financiera. Por un lado, no ofrece un “seguro de cambio” que favorezca el ingreso de capitales especulativos y, por el otro, evita que la volatilidad de corto plazo distorsione las decisiones de gasto, ahorro e inversión. En consecuencia, se adoptaron (en forma secuencial y combinada) una serie de medidas que incluyeron intervenciones coordinadas con la banca pública y el accionar a través del mercado de futuros. Las mismas soslayaron todo impacto inflacionario al tiempo que se inyectaba liquidez en el sistema.

También ha sido de fundamental importancia el esquema de acumulación anticíclica de Reservas Internacionales llevado a cabo durante la etapa favorable del ciclo financiero internacional que medió entre 2004 y el primer semestre de 2007. Dejando de lado el fin persuasivo de desalentar movimientos especulativos en el mercado cambiario, las Reservas Internacionales alcanzan en la actualidad un grado de cobertura inédito para nuestro país: representan 93% del circulante más depósitos a la vista (el mayor desde principios de los 70 y muy por encima de la media de los países emergentes), un 38% de la deuda externa total, y más del 300% de la deuda de corto plazo.

Un elemento amortiguador adicional de la estrategia que se desarrolló en los últimos años para hacer frente a contingencias ha sido la recomposición de la liquidez y solvencia bancarias a partir de un renovado marco normativo. Las normas bancarias alentaron la recomposición de la liquidez, equivalente a casi el 40% del total de los depósitos, una de las más sólidas de la región.

En definitiva, la estrategia desarrollada ha permitido responder rápidamente a un contexto internacional caracterizado por la incertidumbre, manteniendo la estabilidad monetaria y financiera. Las medidas adoptadas por el Banco Central han permitido preservar el equilibrio en el mercado de cambios y el mercado de dinero y, a la vez, conservar una amplia capacidad de maniobra frente a turbulencias que podrían presentar síntomas de permanencia en el tiempo.

En términos macroeconómicos, ha sido relevante contar con importantes niveles de superávit externo y fiscal para enfrentar la volatilidad financiera internacional. El saldo comercial esperado para este año se ubica entre US\$9.000 y US\$10.000 millones, monto que si bien es menor al de 2006, resulta elevado en términos históricos. Los despachos de Productos primarios, sumados a las ventas externas de autos y otras manufacturas, alientan un importante aumento de las exportaciones, favorecido también por los altos precios internacionales. Ello ayuda a compensar el continuo incremento de las importaciones, que durante los meses de



invierno se profundizó transitoriamente, en función de las mayores compras externas de combustibles y energía. De este modo, para 2007 se estima un superávit de Cuenta Corriente superior a 2% del PIB, que durante 2008 se mantendría en terreno positivo por séptimo año consecutivo.

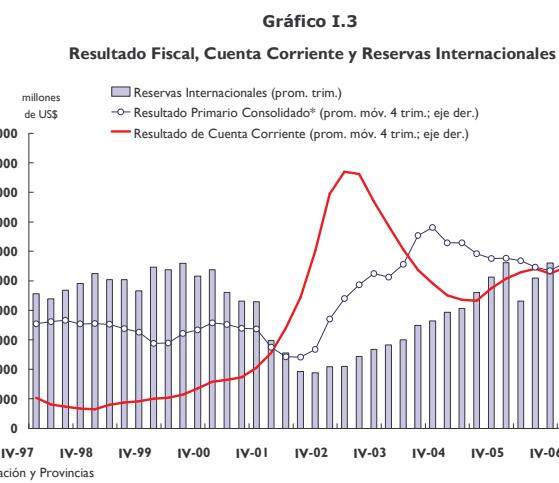
Paralelamente, las cuentas fiscales continúan evidenciando un buen desempeño, en un contexto de sostenido aumento de la recaudación y del gasto primario. En 2007 los recursos tributarios representarían 25% del PIB, mientras que el superávit primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) alcanzaría el 2,96% del Producto incluido en el proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2008 (PPN-08). Los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional resultan significativos en este aspecto, considerando que los mismos representarían en el acumulado del año aproximadamente 1% del PIB. Asimismo, a nivel consolidado, el superávit primario se ubicaría en torno a 3% del Producto.

En el próximo año, de acuerdo al PPN-08, el SPNF alcanzaría un superávit primario y fiscal de 3,15% y 0,93% del PIB, respectivamente. Estos resultados se basan en una fuerte desaceleración del crecimiento del gasto primario, al estimarse un incremento de 16% interanual (i.a.). Así, la evolución prevista del gasto primario se explicaría fundamentalmente por el efecto arrastre de las medidas implementadas durante 2007.

En el escenario descripto, las variables reales de la economía se mantienen sólidas, observándose un importante crecimiento de la actividad agregada, incluso superior al esperado en el anterior **Informe de Inflación**. Los indicadores adelantados del tercer trimestre dan cuenta de un alza del Producto ligeramente mayor al promedio del actual ciclo expansivo, estimándose que 2007 finalice con un crecimiento superior a 8%, dejando un elevado arrastre estadístico para 2008.

Por el lado de la oferta, el avance del nivel de actividad sigue resultando extendido tanto a la producción de bienes como de servicios. En lo que respecta al gasto, el Consumo continúa liderando el aumento del PIB, mostrando en lo que va de 2007 un crecimiento mayor al de 2006, tanto en su componente privado como público. En particular, el gasto de las familias sigue en ascenso en respuesta a un persistente incremento de la masa salarial, subas en jubilaciones, pensiones y asignaciones familiares, además de rebajas impositivas, entre otros factores. En el caso de la Inversión, el impulso proviene principalmente del gasto en bienes de capital, verificándose subas interanuales de dos dígitos que, si bien son inferiores a las de un año atrás, permiten que el flujo de inversión continúe ganando participación en el Producto, ascendiendo a cerca de 23% a precios constantes (el mayor nivel de las últimas décadas y en torno a lo observado en otros países de la región). Esta dinámica está dando lugar a una ampliación del *stock* de capital de la economía, factor de vital importancia para expandir la oferta potencial de bienes y servicios. Para el próximo año se espera que persista el empuje de la Absorción interna, a la vez que se mantendría el sesgo contractivo de las Exportaciones Netas previsto para 2007.

En línea con la expansión de la actividad económica, el número de ocupados sigue en aumento, observándose una elasticidad empleo-Producto todavía elevada en términos históricos. Así, se proyecta



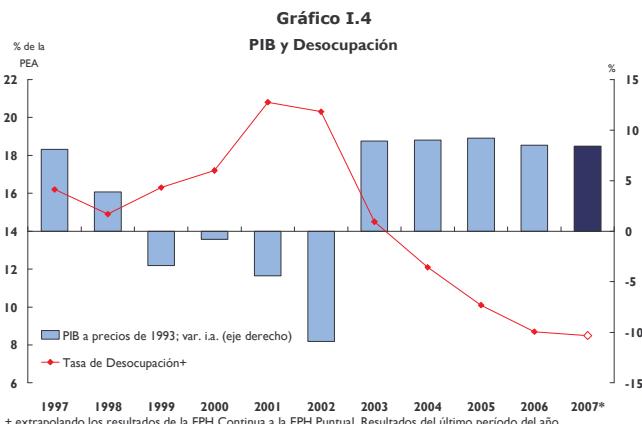
que a fin de 2007 el desempleo represente cerca de 7,5% de la Población Económicamente Activa (PEA), el menor nivel de los últimos 15 años, pudiendo acercarse a 7% en 2008. La generación de nuevos puestos de trabajo continúa concentrándose dentro del segmento formal, a la vez que la desocupación corregida por planes de empleo muestra una caída hasta niveles de un dígito.

Con un mercado laboral cada vez más ajustado, los salarios nominales continúan mostrando un marcado aumento que, sumado al alza del empleo, se traduce en una reducción de los indicadores de pobreza e indigencia a niveles cercanos a la mitad de los registrados cinco años atrás.

Por último, los diferentes indicadores de precios disponibles continúan mostrando señales divergentes. En el tercer trimestre de 2007 los precios minoristas medidos por el IPC Resto (aproximación del INDEC a la inflación subyacente) tuvieron una evolución similar a la observada desde mediados de 2006. En los doce meses finalizados en septiembre este subíndice presentó un alza de 9,8%, lo cual implica una tasa 1,6 puntos porcentuales (p.p.) menor que la verificada un año atrás. Esta moderación siguió respondiendo en mayor medida al componente de precios de los servicios, de manera que el ajuste de precios relativos se mantuvo a favor de los bienes. Asimismo, el incremento mensualizado de este indicador en el tercer trimestre (0,7%), resultó ligeramente inferior al de la primera mitad del año, situándose en línea con lo observado en el segundo semestre de 2006.

Paralelamente, el IPC Nacional alcanzó un alza de 11,0% i.a. en agosto, reflejando la mayor influencia de los aglomerados del interior del país (con una suba de 14,5% i.a. desde el 10,3% i.a. de fines del año pasado) en relación a la relativa estabilidad del IPC GBA (en torno a 8,7% i.a.). En todos los índices minoristas se viene registrando una creciente presión de los precios de los alimentos, asociada tanto al sostenido aumento del precio internacional de las materias primas agrícolas (ver Apartado 2), como a las desfavorables condiciones climáticas que afectaron la oferta local de verduras, carnes y lácteos, productos con una elevada ponderación en la canasta de consumo de la población (ver Apartado 4). A ello se agrega en el Interior del país un encarecimiento de determinados servicios públicos, no observado en el Gran Buenos Aires.

Con todo, la contención de las expectativas inflacionarias continuará ligada a la evolución de las políticas fiscal, salarial y de defensa de la competencia, junto al actual sendero de la política monetaria y financiera, dadas las múltiples causas que afectan la evolución de los precios en una economía que aún se encuentra en transición hacia su trayectoria de largo plazo. Esta visión indica la necesidad de compatibilizar objetivos e instrumentos de política de manera de sentar las bases para lograr una gradual y duradera reducción de la tasa de inflación, en un contexto de crecimiento económico sostenido, con inclusión social.



## II. CONTEXTO INTERNACIONAL

### II.1 Síntesis

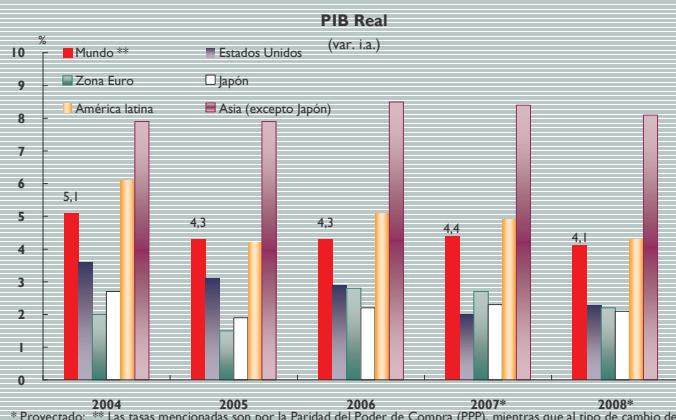
Luego del deterioro en el mercado inmobiliario, las expectativas de crecimiento de EE.UU. se revisaron a la baja para 2007 y 2008 debido a una disminución de la inversión residencial y un debilitamiento del consumo, mayores a los previstos meses atrás. A su vez, los problemas relacionados con el segmento de créditos hipotecarios subprime, y el contagio al resto de los mercados financieros internacionales, habrían potenciado esta revisión en el crecimiento. En este sentido, el PIB de EE.UU. aumentaría 2,0% en 2007 y 2,3% en 2008, tasas inferiores a las esperadas a fines de junio (0,1 puntos porcentuales -p.p.- y 0,5 p.p., respectivamente). Sin embargo, esta menor expansión sería compensada por el crecimiento del resto de las principales regiones del mundo, previéndose que la economía global crezca 4,4% en 2007 y 4,1% en 2008. En los últimos meses las estimaciones de crecimiento para 2007 de la zona Euro, Asia emergente, y América latina fueron revisadas levemente al alza. Así, este año la zona Euro avanzaría 2,7%, Japón 2,3%, Asia emergente 8,4% y América latina 4,9%. En 2008 el ritmo de expansión para estas economías se desaceleraría levemente.

Durante el tercer trimestre los precios en EE.UU. y la zona Euro mostraron una evolución moderada, particularmente en los índices subyacentes. En este sentido, se espera en 2007 una inflación de 3,3% y 2,2% respectivamente, tasas similares a las previstas meses atrás, pese a cierta presión asociada al comportamiento de los precios de las materias primas. En Japón, que registró en los últimos meses caídas de precios, se espera inflación nula para este año. Ante un escenario de inflación relativamente contenida y riesgos de debilitamiento de la economía, sumado a las recientes turbulencias en los mercados financieros, las decisiones sobre las tasas de referencia de los bancos centrales de los países desarrollados resultaron diferentes a las previstas a fines de junio, al tiempo que implementaron otras medidas como mayores inyecciones de liquidez. En efecto, EE.UU. redujo la tasa de los Fed Funds y resulta posible un nuevo recorte antes de fin de año, en contraste con las previsiones anteriores que señalaban que permanecería sin cambios al menos en 2007. Por su parte, la zona Euro y Japón han suspendido el proceso alcista en sus tasas de interés iniciado meses atrás, sin que resulte claro si se retornará al proceso, y de producirse, cuándo.

Los precios de las materias primas continuaron mostrando fuertes incrementos en el tercer trimestre, a pesar de las recientes turbulencias de los mercados financieros. Para lo que resta del año y los primeros meses de 2008 se espera que los productos básicos sigan en los niveles actuales, aunque existe un riesgo a la baja asociado a una posible desaceleración en el crecimiento económico global.

Así, la economía argentina comenzaría a enfrentar un contexto internacional más hostil, a partir de una mayor desaceleración de Estados Unidos, con potencial impacto sobre la economía global. Al respecto, los episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales no necesariamente habrían llegado a su fin, sino que podrían extenderse en el tiempo.

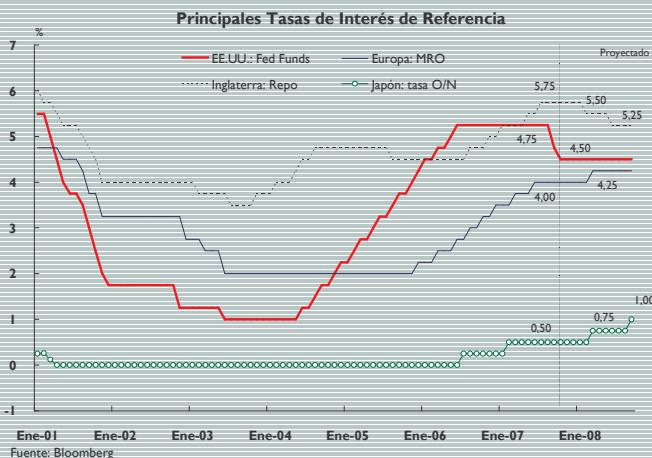
Gráfico II.1

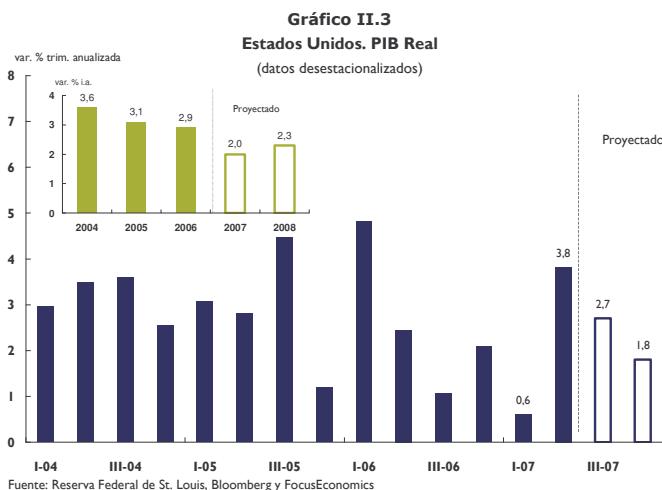


Fuente: FocusEconomics

Gráfico II.2

Principales Tasas de Interés de Referencia





## II.2 Estados Unidos

En el marco de un creciente deterioro del mercado inmobiliario y fuerte volatilidad en los mercados financieros internacionales, la economía norteamericana crecería 2,0% en 2007 y 2,3% en 2008<sup>1</sup>, tasas por debajo de lo esperado a fines de junio (0,1 puntos porcentuales -p.p.- y 0,5 p.p., respectivamente). Esta revisión estaría explicada por los efectos, mayores a los previstos inicialmente, de una disminución de la inversión residencial y un debilitamiento del consumo. Por otra parte, los problemas en el segmento de créditos hipotecarios *subprime*, y el contagio al resto de los mercados financieros internacionales, habrían potenciado esta revisión en el crecimiento (ver Gráfico II.3).

Si bien en un principio las consecuencias del deterioro del sector inmobiliario de Estados Unidos se circunscribían fundamentalmente a la caída del gasto en la construcción de viviendas, el consumo finalmente se vería afectado vía efecto riqueza negativo, disminución del ingreso disponible, y reducción de las extracciones en efectivo del patrimonio (ver Apartado 1). Hasta el momento los posibles efectos sobre el consumo se habrían visto compensados por el buen desempeño del mercado bursátil y las caídas transitorias de los precios de los combustibles, entre otros factores. En efecto, en el segundo trimestre del año el PIB de Estados Unidos creció a una tasa trimestral anualizada de 3,8% sin estacionalidad (s.e.), impulsado en gran medida por las Exportaciones Netas y por el gasto en Consumo, al tiempo que la Inversión residencial siguió contribuyendo negativamente.

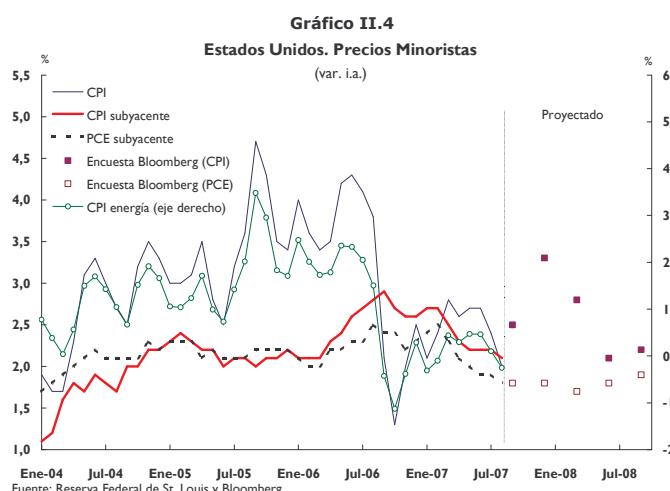
Durante los últimos meses las ventas de viviendas siguieron una tendencia decreciente, manteniéndose elevados los inventarios a pesar de que los permisos de construcción cayeron. Los precios de las viviendas disminuyeron y el índice de confianza de los constructores continuó debilitándose, alcanzando en septiembre su menor valor desde 1991. En este contexto, tanto la confianza de los consumidores, como otros indicadores que reflejan el desempeño de la actividad manufacturera y de los negocios, mostraron signos de debilitamiento. Se evidenció en los últimos meses un menor ritmo de creación de puestos laborales, al tiempo que la tasa de desempleo se ubicó en torno a 4,6%. En los próximos meses se podría esperar una mayor debilidad en los datos del sector inmobiliario dado que los problemas en el mercado de crédito hipotecario, particularmente en el segmento de baja calificación, podrían continuar. El incremento previsto en los servicios de la deuda<sup>2</sup>, en un contexto de desvalorización de las viviendas y condiciones crediticias más restrictivas, impulsarían el incremento de la morosidad (ver Cuadro II.1).

**Cuadro II.1**  
**Estados Unidos. Evolución de Indicadores del Mercado Inmobiliario**

Indicadores	Dic-04	Dic-05	Dic-06	May-07	Ago-07
Confianza de los constructores (en puntos)	71	57	33	30	22
Permisos de construcción (en millones; s.e. anualizadas)	2,1	2,1	1,6	1,5	1,3
Ventas de viviendas total (en millones; s.e. anualizadas)	8,1	8,0	7,3	6,8	6,3
Precio de viviendas existentes (var. i.a.; %)	8,6	10,4	-0,2	-2,5	0,2
Tasa de interés de crédito hipotecario fija 30 años (en %)	5,8	6,2	6,2	6,4	6,5
Morosidad (entre 30 y 90 días) en créditos hipotecarios de alto riesgo* (en %)	10,3	11,6	13,3	14,8	-

\* Datos trimestrales a los cuales pertenecen los meses considerados

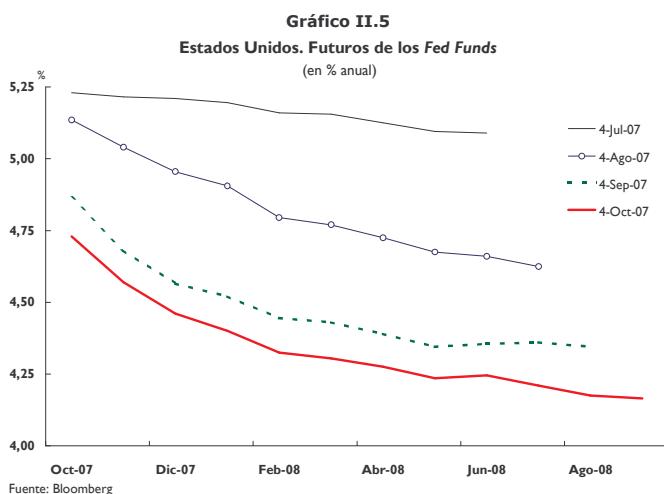
Fuente: Census Bureau, National Association of Home Builders y Bloomberg



La inflación minorista medida por el *Consumer Price Index* (CPI) descendió en los últimos meses favorecida por la evolución del costo de la energía que ayudó a compensar el incremento de los precios de los alimentos, resultando 2% interanual (i.a.) en agosto último. En tanto, al excluir alimentos y energía, la inflación se mantuvo estable, ubicándose en agosto en 2,1% i.a. y en 1,8% i.a. si se la mide a través del índice de precios subyacente del *Personal*

<sup>1</sup> De acuerdo a FocusEconomics de octubre de 2007.

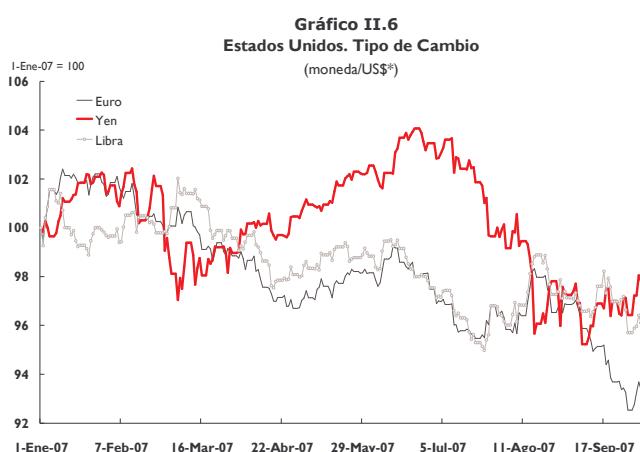
<sup>2</sup> Durante los últimos años se desarrollaron nuevos instrumentos relativos al mercado hipotecario. Uno de ellos son los préstamos ARM (*Adjustable-Rate Mortgages*) a tasas de interés que ajustan periódicamente, usualmente en relación a un índice. En este sentido, de acuerdo con el *September 2007 Global Financial Stability Report* del Fondo Monetario Internacional (FMI), se espera que para lo que resta de 2007 y 2008 se ajusten al alza los intereses sobre un monto importante de este tipo de préstamos concentrados, fuertemente en el segmento de baja calificación.



*Consumption Expenditure* (PCE). De esta forma, se encuentra por debajo del límite implícito de la autoridad monetaria (2,0% i.a.) y en sus menores niveles desde principios de 2004. No obstante, en un contexto de mayores precios del petróleo y de los alimentos, se espera que la inflación en diciembre se eleve a 3,3% i.a.<sup>3</sup>, 0,3 p.p. superior a lo estimado a mediados de año (ver Gráfico II.4).

Los recientes problemas en los mercados financieros internacionales y su potencial impacto sobre la economía real, en un contexto de inflación contenida, llevaron a la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) a reducir su tasa de referencia, cuando a fines de junio se prevéa que se mantuviera sin cambios al menos en 2007. Así, la Fed recortó en septiembre la tasa de los *Fed Funds* en 0,50 p.p. hasta 4,75% anual, luego de mantenerla sin cambios desde agosto del año pasado. En tanto, según se desprende de los futuros y opciones de los *Fed Funds*, se espera una nueva reducción en lo que resta del año con una probabilidad de ocurrencia de 81%, ubicándola en 4,5% anual (ver Gráfico II.5). Cabe mencionar que la autoridad monetaria adoptó en los últimos meses una serie de medidas adicionales tendientes a aminorar los problemas de liquidez en los mercados de crédito. En efecto, entre otras, la Fed aumentó significativamente la inyección de liquidez en el mercado interbancario alcanzando un máximo semanal entre principios de agosto y mediados de octubre de casi US\$90 mil millones (1,2% del M2), mediante licitaciones de repo, y disminuyó en dos oportunidades la tasa de descuento reduciendo el *spread* entre ésta y la tasa de los *Fed Funds* con el fin de incentivar indirectamente el uso de la ventanilla de descuento.

Los mercados bursátiles norteamericanos evidenciaron importantes caídas en julio y agosto (entre el 23 de julio y el 16 de agosto el índice S&P -Standard & Poor's- cayó 8,5%) no obstante, como efecto de las medidas implementadas por la Fed, luego tendieron a recuperarse. En tanto, en un contexto de salida de fondos de activos riesgosos, en igual período el dólar se apreció respecto de las monedas de las principales economías desarrolladas (con excepción del yen) y de varias economías emergentes, aunque luego nuevamente se desvalorizó. De esta forma, la moneda norteamericana alcanzó su mínimo histórico frente al euro, desvalorización que podría explicarse en parte por las peores perspectivas para la economía norteamericana y el incremento en el diferencial de tasas entre estas economías (ver Gráfico II.6).



<sup>3</sup> Según encuesta de Bloomberg con fecha de publicación del 10 de septiembre de 2007.

Fuente: Bloomberg

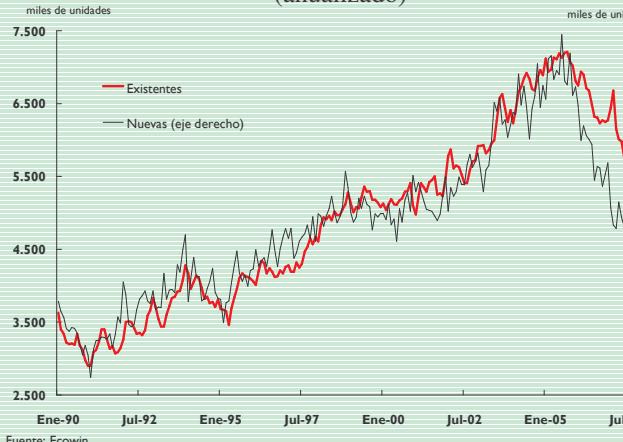
<sup>4</sup> Según información de la Reserva Federal de Cleveland al 4 de octubre de 2007.

## Apartado 1. Situación del mercado inmobiliario de Estados Unidos y riesgos sobre el crecimiento económico

Los indicadores del mercado inmobiliario de Estados Unidos exhiben signos de debilidad desde hace dos años, tendencia que se acentuó en los últimos meses. En efecto, en comparación con el tercer trimestre de 2005, las ventas de casas nuevas cayeron alrededor de 40% y los precios se estancaron, llegando en los últimos meses a registrar variaciones negativas. Por su parte, la Inversión residencial acumula seis trimestres seguidos de contribución negativa al crecimiento del Producto, constituyendo la crisis del sector más prolongada desde 1991. Si bien este componente representa una proporción relativamente menor del Producto de Estados Unidos<sup>5</sup>, los activos y pasivos relacionados con el sector inmobiliario cuentan con un peso significativo dentro del patrimonio de los consumidores norteamericanos, por lo que el efecto derrame de este sector hacia el resto de la actividad económica podría ser mayor a través de su impacto sobre el Consumo Personal. En ese sentido, 4 de las 5 recesiones del mercado inmobiliario<sup>6</sup> registradas desde 1970 antecedieron recesiones en el Producto, mientras que solo 1 de las 5 recesiones del Producto observadas en ese período no fue precedida por una crisis inmobiliaria (ver Gráfico N° 1).

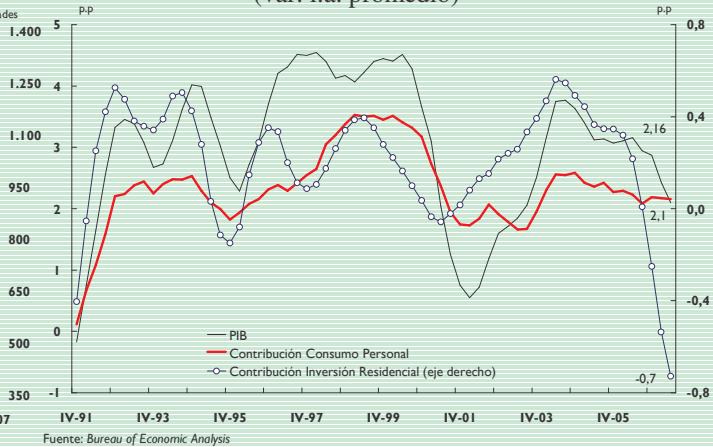
El crecimiento del PIB de los últimos cuatro trimestres<sup>7</sup> se ubicó en 2,1% promedio interanual (i.a.), reflejando la desaceleración de la economía norteamericana que había crecido 3,1% en 2005 y 2,9% en 2006. Esta disminución se debió principalmente a la caída de la Inversión residencial, que en el último año disminuyó 13,5% restando 0,7 puntos porcentuales (p.p.) al crecimiento del Producto. Por su parte, el consumo continuó aumentando a tasas apenas inferiores a las alcanzadas en los últimos dos años, evitando de esta manera la ocurrencia de una recesión<sup>8</sup>. Sin embargo, como ya se mencionó, existen riesgos de que la crisis inmobiliaria se transmita al consumo y con ello al resto de la economía a través del efecto riqueza negativo ante la caída de los precios de las viviendas, las restricciones al financiamiento a través del endurecimiento de las condiciones de los préstamos hipotecarios, y los menores ingresos vinculados con el debilitamiento del mercado laboral y con el ajuste de los créditos a tasa variable (ver Gráfico N° 2).

**Gráfico N° 1: Ventas de Viviendas (anualizado)**



Fuente: Ecwin

**Gráfico N° 2: Crecimiento del Producto (var. i.a. promedio)**



Fuente: Bureau of Economic Analysis

Al segundo trimestre de 2007, el valor de las viviendas ascendió a US\$21.000 miles de millones y la deuda hipotecaria a US\$10.100 miles de millones<sup>9</sup>, una parte significativa del *stock* de activos y pasivos de las familias (29,3% del activo y 73,5% del pasivo), generando un considerable efecto en los flujos de fondos de los consumidores. En ese sentido, diversos estudios sitúan la Propensión Marginal a Consumir (PMC) entre US\$0,03 y US\$0,08 por cada dólar de variación de la riqueza inmobiliaria<sup>10</sup>, ubicándola en todos los casos por encima de las estimaciones de la PMC de la riqueza financiera. Tomando el promedio de estas estimaciones, una caída de 5% en los valores de las propiedades tendría el potencial de disminuir alrededor de 0,6 p.p. del crecimiento del consumo y prácticamente 0,5 p.p. del crecimiento del PIB. No obstante, los precios de las propiedades muestran cierta rigidez a la baja, explicada en parte por incentivos que los vendedores ofrecen como alternativa a la reducción del precio. Además, la materialización del efecto riqueza negativo sobre el consumo podría actuar con un rezago de entre uno y dos años. En efecto, por el momento el consumo continúa firme pese a que los indicadores de precios de las viviendas dan cuenta de disminuciones de hasta 7,5% i.a.<sup>11</sup>, las mayores caídas desde 1970 (ver Gráfico N° 3).

<sup>5</sup> La Inversión Residencial aportó 5% del Producto de 2006 y 4,8% en promedio durante los últimos 10 años.

<sup>6</sup> Considerando como tal a tres trimestres seguidos de contribución negativa de la Inversión Residencial al crecimiento del Producto.

<sup>7</sup> Al segundo trimestre de 2007.

<sup>8</sup> El Consumo Privado aportó 71,1% del Producto de 2006 y 69,9% en promedio durante los últimos 10 años.

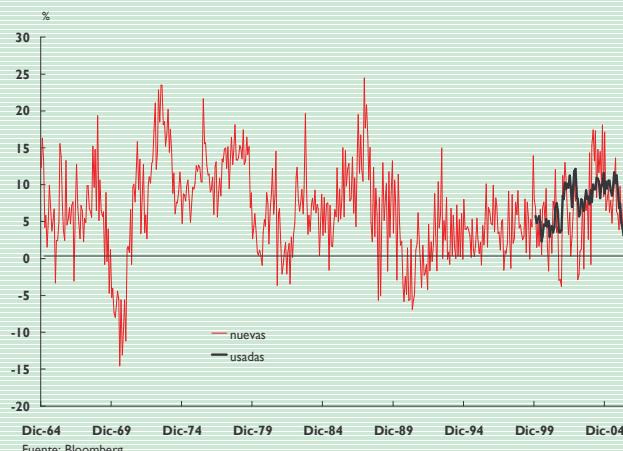
<sup>9</sup> De acuerdo con el *Flow of Funds Accounts of the United States* difundido el 17 de septiembre de 2007.

<sup>10</sup> Bostic, Gabriel y Painter (2005), *Housing Wealth, Financial Wealth, and Consumption: new evidence from micro data*.

<sup>11</sup> Caída i.a. de los precios de las viviendas nuevas en agosto de 2007.

Uno de los medios a través de los cuales se materializa el efecto riqueza son las Extracciones de Patrimonio Inmobiliario (HEW)<sup>12</sup>. El conjunto de los consumidores extrae efectivo de sus viviendas para usar en otros fines (consumir, cancelar deudas, adquirir activos financieros) cuando el aumento en la deuda hipotecaria supera la Inversión Residencial de ese período<sup>13</sup>. En este marco, la duplicación de los precios de las viviendas ocurrida entre 2000 y 2006 y el relajamiento de las requisitos para acceder a un préstamo hipotecario permitió que el HEW alcanzara aproximadamente US\$200.000 millones en 2006 (2% del ingreso disponible), cifra que se reduce a la mitad al considerar el período comprendido entre el tercer trimestre de 2006 y el segundo trimestre de 2007. Suponiendo que uno de cada cuatro dólares obtenidos con el HEW se destine a consumir o a cancelar deudas no hipotecarias relacionadas con el consumo<sup>14</sup>, y que el HEW se detenga ante la retracción de los créditos hipotecarios originados en el aumento de los costos de financiamiento y de los requisitos de acceso, las restricciones al financiamiento hipotecario podrían costar 0,5 p.p. del consumo y 0,4 p.p. del Producto (ver Gráfico N° 4).

**Gráfico N° 3: Precios de las Viviendas**  
(var. i.a.)



Fuente: Bloomberg

**Gráfico N° 4: Extracción de Patrimonio Inmobiliario**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Federal Reserve Board

La crisis inmobiliaria también impactaría sobre el consumo a través de menores ingresos. En ese sentido, los préstamos hipotecarios a tasa ajustable en el segmento *subprime* se ubican en torno a US\$600 miles de millones, y actualmente se están ajustando a tasas entre 300 y 400 puntos básicos (p.b.) superiores a las anteriores<sup>15</sup>. No obstante, este efecto estaría limitado por la aplicación de distintos sistemas de amortización y plazos de ajuste, períodos a tasa fija, tasas de interés máximas (*cap*) y por la imposibilidad de trasladar al deudor la totalidad del aumento de las tasas de interés reflejada en el incremento de las tasas de morosidad. Suponiendo que la tercera parte de las hipotecas *subprime* a tasa variable sean ajustadas en los próximos doce meses, este efecto podría significar una reducción marginal en el consumo de 0,1 p.p.. Un mayor impacto y más difícil de pronosticar podría surgir del debilitamiento del mercado laboral; la creación de puestos de trabajo se mantiene en terreno positivo pero exhibe una tendencia decreciente liderada por la pérdida de empleos en construcción residencial, materiales de construcción y actividades financieras.

Considerando todos los efectos, la crisis del mercado inmobiliario podría implicar que la economía norteamericana crezca este año prácticamente 1 p.p. por debajo del crecimiento potencial<sup>16</sup> que, dada la participación de Estados Unidos en el Producto mundial y sin tener en cuenta la transmisión de la crisis a través de los canales comercial y financiero, representaría aproximadamente 0,2 p.p. de disminución del crecimiento global<sup>17</sup>. En este contexto, los pronósticos de crecimiento del Producto de Estados Unidos disminuyeron durante el corriente año alrededor de 0,4 p.p. a 2% para 2007<sup>18</sup>, frente a una disminución de la Inversión Residencial que excedió las previsiones iniciales. Los pronósticos para 2008 disminuyeron 0,5 p.p. a 2,3% desde febrero, esperándose una leve recuperación que se vería restringida por la persistencia de la fase descendente de la Inversión Residencial ante los altos inventarios de casas sin vender y la caída en los permisos de construcción, así como por la potencial desaceleración del consumo. Es decir, la profundización de la crisis inmobiliaria en el segundo semestre de 2007 continuaría causando efectos durante el próximo año. Entre los factores que jugarían a favor de excluir una recesión como el escenario más probable pueden citarse la reciente flexibilización de la política monetaria de la Reserva Federal, y el impulso sobre las Exportaciones Netas y la Inversión no Residencial originado en la debilidad del dólar estadounidense y el fuerte crecimiento de las economías emergentes.

<sup>12</sup> Home Equity Withdrawal.

<sup>13</sup> Proxy de los préstamos para adquirir nuevas viviendas.

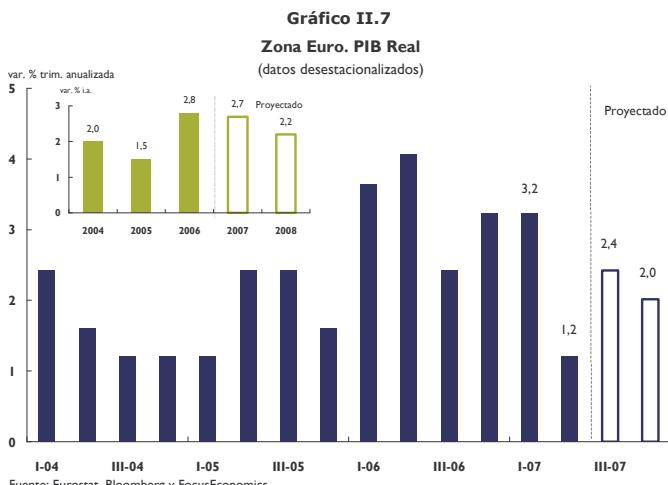
<sup>14</sup> Greenspan y Kennedy (2007), *Sources and Uses of Equity Extracted from Homes*.

<sup>15</sup> No se considera el segmento *prime* porque se observan ajustes de menor magnitud y se estima que resultarían transitorios.

<sup>16</sup> De acuerdo a la *Congressional Budget Office* la tasa de crecimiento potencial de Estados Unidos ascendería a 2,8% i.a..

<sup>17</sup> Medido a partir de la Paridad de Poder de Compra (PPP).

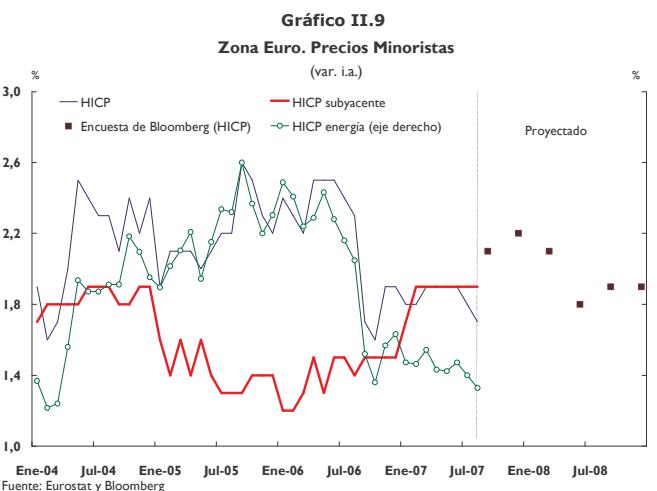
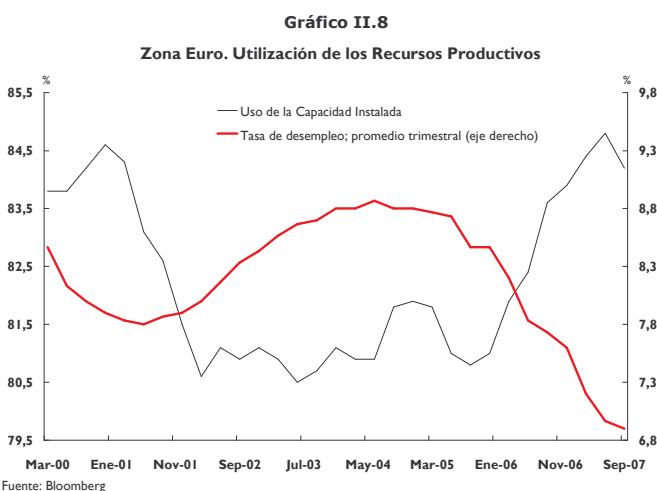
<sup>18</sup> Informes de LatinFocus correspondientes a febrero y a octubre de 2007.



### II.3 Zona Euro y Asia

En la zona Euro el PIB de la región aumentaría 2,7% en 2007 y 2,2% en 2008<sup>19</sup>. Si bien la economía creció sólo 1,2% anualizado s.e. en el segundo trimestre, explicada por una menor contribución de la Inversión, que cayó 0,8% s.e., mientras que el Consumo Privado aumentó 2% s.e., la tasa de expansión de la economía en 2007 se revisó al alza en 0,2 p.p. respecto a la prevista a fines de junio (ver Gráfico II.7).

Las perspectivas para la región estarían sustentadas tanto en el buen desempeño esperado del gasto interno como de la demanda exterior. La rentabilidad y las ganancias corporativas beneficiarían la actividad económica, impulsando al gasto en inversión, en un contexto de alto nivel de utilización de la capacidad instalada. En tanto, se prevé que el Consumo Privado sea favorecido por el comportamiento del ingreso disponible y del mercado laboral. En efecto, el mercado laboral ha mostrado una importante mejoría en los últimos años y esta tendencia ha sido corroborada por los datos publicados recientemente. La tasa de desempleo fue 6,9% en agosto, continuando en su tendencia decreciente desde mediados de 2004, y situándose en un mínimo histórico desde que se publica la serie (1993). Adicionalmente, las exportaciones continuarían aportando al crecimiento del Producto, favorecidas por la expansión de los mercados emergentes que podrían compensar parcialmente la desaceleración de Estados Unidos, aunque existen riesgos de que la apreciación del euro afecte la demanda externa<sup>20</sup> (ver Gráfico II.8).



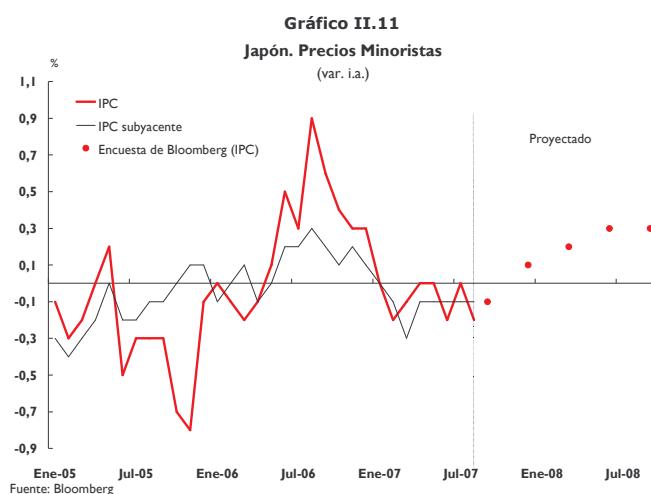
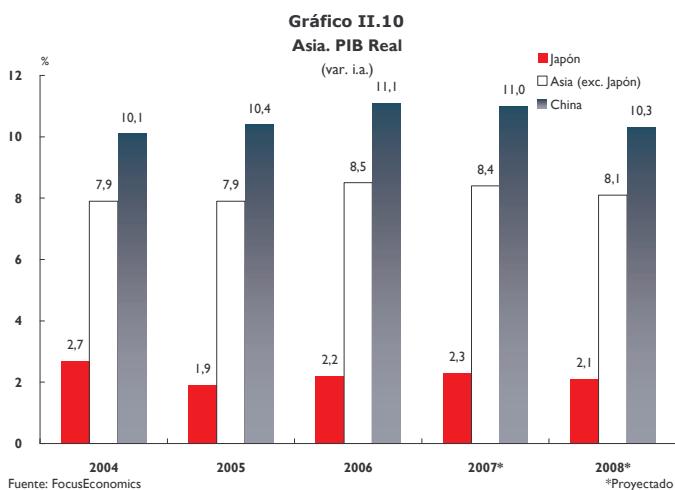
En cuanto al comportamiento de los precios, la inflación minorista medida por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor de la Unión Monetaria (HICP) se mantuvo en torno a 1,8% i.a. en los últimos meses, mientras que la inflación subyacente (medida que excluye alimentos y energía) se situó aproximadamente en 1,9% i.a. Sin embargo, se espera una aceleración en el crecimiento de los precios para lo que resta del año, que podría originarse por mayores precios del petróleo y de los productos agrícolas, incrementos adicionales en los impuestos indirectos y en los salarios, y altas tasas de crecimiento del dinero y del crédito. En este sentido, se prevé que la inflación minorista sea 2,2% en 2007<sup>21</sup> y 1,9% en 2008, mientras que a partir de las estimaciones del Banco Central Europeo (BCE) se ubicaría en un rango de 1,9%-2,1% en 2007 y 1,5%-2,5% en 2008 (ver Gráfico II.9).

A pesar de la persistencia de riesgos inflacionarios, en un contexto de mayor volatilidad en los mercados financieros y de incertidumbre sobre las perspectivas económicas, el BCE suspendió el proceso alcista de la tasa de interés de referencia, cuando meses atrás se preveía su continuidad. En efecto, en octubre el BCE mantuvo sin modificaciones su tasa *Main Refinancing Operations* (MRO) en 4% anual, mientras que en junio se esperaba un alza de 0,25 p.p.. Si bien se desconoce si la autoridad monetaria retornará al ciclo alcista, y de ser así cuándo, se estima que continúe con los aumentos de la tasa de referencia, aunque recién en el primer trimestre de 2008, llevándola a 4,25% anual<sup>22</sup>. Adicionalmente, al

<sup>19</sup> De acuerdo a FocusEconomics de octubre de 2007.

<sup>20</sup> En agosto de 2007, las exportaciones de la zona Euro (acumuladas en los últimos doce meses) con destino a los países asiáticos representaron el 20% del total, incluyendo ventas externas a los países asiáticos emergentes cuya participación ascendió a 8,2% de las exportaciones.

<sup>21</sup> Por encima del límite superior de la meta del BCE que se define como un valor en torno pero no superior a 2% i.a..  
<sup>22</sup> Según encuesta de Bloomberg con fecha de publicación del 10 de septiembre de 2007.



**Cuadro II.2**  
China. Principales Indicadores Macroeconómicos

Indicadores	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*	2008*
PIB real (var. % i.a.)	8,3	9,1	10,0	10,1	10,4	11,1	11,0	10,3
PIB per cápita (US\$)	1.031	1.124	1.259	1.471	1.685	2.022	2.395	2.861
Desempleo (%)	3,6	4,0	4,3	4,2	4,2	4,1	4,1	4,1
IPC (var. % i.a.)	-0,3	-0,4	3,2	2,4	1,6	2,8	3,8	3,5
Deuda Externa (% del PIB)	12,8	11,6	11,8	11,8	12,6	12,1	10,8	9,3
Resultado Fiscal (% del PIB)	-2,7	-2,6	-2,2	-1,3	-1,1	-0,9	-1,2	-1,1
Apreciación del Yuan (respecto US\$; %)	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6	3,2	5,6	5,4
Balanza Comercial (miles de millones de US\$)	23,2	30,4	25,5	33,0	102,3	177,5	255,4	300,8
Cuenta Corriente (% del PIB)	1,3	2,4	2,8	3,6	7,2	9,4	9,9	9,0
Reservas Internacionales (meses de import.)	10,5	11,6	11,7	13,0	14,9	16,2	17,7	17,5

\* Proyectado

Fuente: FocusEconomics

igual que la Fed, el BCE salió a dotar de liquidez al mercado mediante las líneas *Marginal Lending Facility* y *Fine Tuning Operations*, llegando a inyectar un máximo semanal hasta mediados de octubre de más de €600 mil millones (8,8% del M2).

Por su parte, la economía japonesa continuaría creciendo a tasas similares a las evidenciadas en los años anteriores, 2,3% para 2007 y 2,1% para 2008, y a las estimadas a fines de junio. Si bien la economía japonesa registró en el segundo trimestre una reducción del PIB de 1,2% trimestral anualizada s.e., se espera que retorne a tasas de crecimiento positivas en lo que resta del año. Este débil desempeño respondió tanto al gasto interno como a la demanda proveniente del sector externo. En particular, el gasto en Consumo Privado mostró una menor tasa de expansión (1,2% trimestral anualizada s.e.), desacelerándose por segundo trimestre consecutivo, al tiempo que la Inversión residencial continuó contrayéndose (-12,9% trimestral anualizada s.e.), evidenciando el mayor deterioro desde el tercer trimestre de 2001. Finalmente, mientras que el crecimiento de las exportaciones se desaceleró, las importaciones continuaron aumentado moderadamente. En tanto, el repunte esperado de la economía nipona en los próximos trimestres estaría explicado principalmente por el aumento del gasto interno, a partir de la fortaleza del mercado laboral, el moderado crecimiento de los ingresos de las familias y de las perspectivas favorables en el sector corporativo (ver Gráfico II.10).

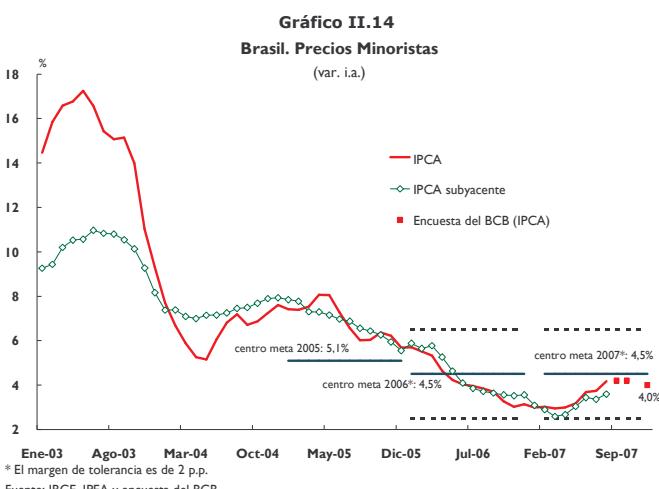
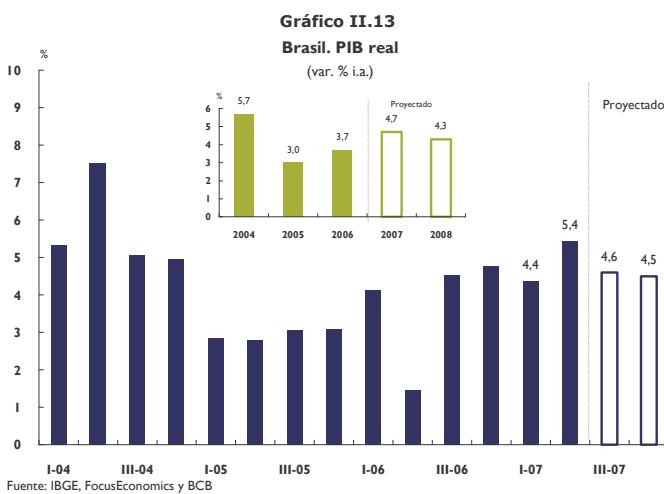
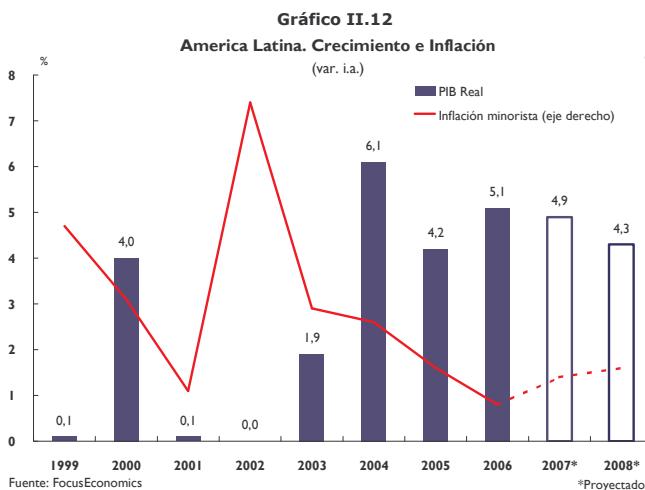
En relación al comportamiento de los precios, tanto la inflación general como la subyacente (medida que excluye alimentos frescos) continuaron sin registrar valores positivos en 2007. En efecto, la variación del nivel general de precios se situó en torno a -0,2% i.a. en los últimos meses, en tanto la inflación subyacente fue de -0,1% i.a.. Por su parte, se espera que la inflación finalice el año en 0,1% i.a., alcanzando 0,3% i.a. en 2008<sup>23</sup> (ver Gráfico II.11).

Dados los riesgos de la economía global y la inestabilidad en los mercados financieros, el Banco de Japón (BoJ) mantuvo sin modificaciones su tasa de referencia en septiembre, cuando a fines de junio se esperaba un aumento en el tercer trimestre del año. De este modo, la tasa de interés del mercado interbancario permanece en 0,50% anual desde febrero pasado, cuando el organismo la incrementó en 0,25 p.p.. La autoridad monetaria expresó que persisten los riesgos de mantener la tasa de referencia en los niveles actuales por un período considerable, dando indicios de continuidad del ciclo alcista, aunque sin mencionar cuando retomaría el mismo. En tanto, no se esperan nuevos incrementos en 2007, sino que sea recién elevada en el primer trimestre de 2008 en 0,25 p.p., finalizando el año próximo en 1,0% anual.

El resto de Asia emergente, impulsado fundamentalmente por el desempeño de India y China, seguiría expandiéndose fuertemente previéndose que crezca 8,4% este año y 8,1% el próximo, por encima de lo estimado a comienzos del tercer trimestre del año (7,8% para ambos años).

En efecto, la economía china mantendría su dinámico ritmo de expansión previéndose que crezca 11% en 2007 y 10,3% en 2008, superando las previsiones de fines de junio en 1,1 p.p. y 0,5 p.p., respectivamente. Esto daría indicios de que el menor crecimiento

<sup>23</sup> Según la encuesta de Bloomberg con fecha de publicación del 25 de septiembre de 2007.



esperado de la economía de Estados Unidos no habría perjudicado significativamente a la actividad económica del país asiático y que tampoco la habrían afectado, hasta el momento, las medidas implementadas por el Gobierno tendientes a reducir el crédito y a moderar la inversión y el crecimiento.

La expansión de China estaría impulsada principalmente por el gasto interno. El Consumo Privado se mantendría robusto, ante la aceleración en el crecimiento de las ventas minoristas, un fuerte mercado laboral y un importante ascenso del mercado bursátil. En efecto, de acuerdo al Índice bursátil *Shanghai Stock Exchange Composite Index*, la bolsa de China acumuló un incremento de 107% en lo que va del año. En tanto, la inversión creció 26,7% i.a. en agosto y se espera que permanezca firme, favorecida por los ingresos de capitales. Por su parte, el ritmo de crecimiento de los precios se aceleró en los últimos meses, alcanzándose en agosto una inflación de 6,5% i.a., máxima variación desde diciembre de 1996. Este aumento de los precios estuvo impulsado por la creciente inflación de alimentos, que se ubicó en 18,2% i.a., al tiempo que la medida que excluye alimentos se mantuvo en promedio en 0,9% i.a. en los primeros ocho meses del año (ver Cuadro II.2).

## II.4 América Latina

América latina seguiría creciendo sostenidamente más allá del debilitamiento esperado para la economía norteamericana, previéndose que este año se expanda 4,9%<sup>24</sup>, tasa 0,3 p.p. superior a la esperada a fines de junio. Cabe mencionar que a lo largo del año las perspectivas de crecimiento para la región fueron constantemente revisadas al alza. En tanto, en 2008 América latina avanzaría 4,3%, consolidando así cinco años de expansión superior a 4%. Las favorables perspectivas de crecimiento de otras economías emergentes que son demandantes de materias primas de la región, tales como China, compensarían una menor demanda de exportaciones por parte de Estados Unidos para América latina en su conjunto. No obstante, el impacto de la desaceleración de la economía norteamericana sería diferenciado entre los países de la región (ver Gráfico II.12).

La inflación de la región se mantendría contenida en torno a 5%, continuando con el ciclo de importante crecimiento económico y baja inflación. En tanto, el saldo de la cuenta corriente continuaría siendo superavitario, previéndose que resulte de 0,9% del PIB en 2007, aunque en 2008 representaría 0,1% del Producto, fundamentalmente como consecuencia de un aumento en las importaciones ante un contexto de expansión económica. Por su parte, las cuentas públicas seguirían evidenciando resultados fiscales equilibrados, al tiempo que la deuda externa, pública y privada, en términos del PIB disminuiría nuevamente (20,8% en 2007 y 18,8% en 2008). Esta reducción en la deuda externa total se explicaría, principalmente, por el importante ahorro nacional, reflejado en saldos superavitarios en la cuenta corriente, y la mejora en el manejo de pasivos del sector público.

En particular, se espera que Brasil crezca 4,7% en 2007 y 4,3% en 2008<sup>25</sup>, impulsado por el gasto en Consumo Privado y la Inversión.

<sup>24</sup> De acuerdo a FocusEconomics de octubre de 2007.

<sup>25</sup> De acuerdo a FocusEconomics de octubre de 2007. Estimaciones en línea con las correspondientes a la encuesta del Banco Central de Brasil (BCB) con fecha de publicación del 28 de septiembre de 2007 (4,7% y 4,4%, respectivamente).

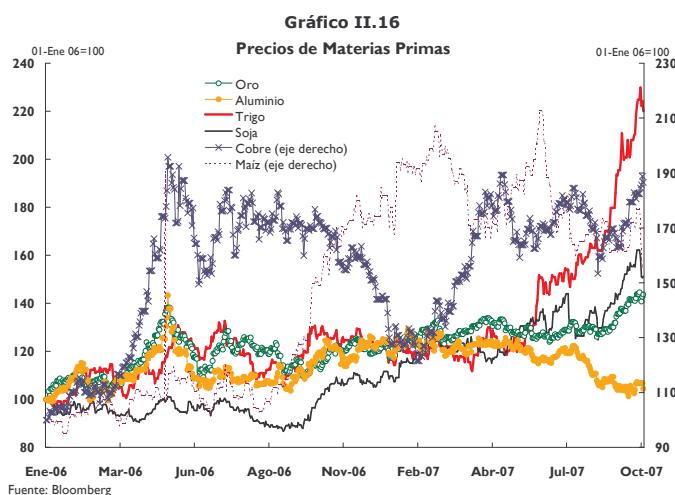


**Cuadro II.3**  
América Latina. Principales Indicadores Macroeconómicos

Indicadores	2004	2005	2006	2007*	2008*
PIB real (var. % i.a.)	6,1	4,2	5,1	4,9	4,3
PIB per cápita (US\$)	4.126	4.999	5.715	6.357	6.916
Desempleo (%)	7,7	6,7	6,9	7,4	7,3
IPC (var. % i.a.)	6,6	5,6	4,8	5,4	5,6
Resultado Fiscal (% del PIB)	-0,9	-0,9	-0,4	-0,6	-0,8
Deuda Externa (% del PIB)	37,5	26,5	22,2	20,8	18,8
Cuenta Corriente (% del PIB)	1,3	1,8	1,9	0,9	0,1
Reservas Int. (meses de import.)	6,8	6,5	6,7	7,8	7,5

\* Proyectado

Fuente: FocusEconomics



En tanto, la demanda externa también seguiría contribuyendo positivamente al crecimiento del Producto, aún en un contexto de apreciación real de la moneda brasileña. Si bien la reciente volatilidad en los mercados financieros impulsó la desvalorización del real, ésta fue temporal y retornó a su tendencia de apreciación (ver Gráfico II.13).

Este buen desempeño económico está siendo acompañado por una leve aceleración del ritmo de crecimiento de los precios. En los últimos meses la inflación minorista medida a través del Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA) mantuvo la tendencia creciente evidenciada en el segundo trimestre, resultando de 4,2% i.a. en agosto. No obstante, según la encuesta del Banco Central de Brasil (BCB)<sup>26</sup>, finalizaría el presente año en 4,0% i.a. y resultaría de 4,1% i.a. en 2008, tasas cercanas al centro de la meta de inflación del organismo previstas para esos años<sup>27</sup>. En este contexto, el BCB continuó en los últimos meses con su política de reducción de la tasa de referencia Selic, actualmente en 11,25% anual, aunque en septiembre último disminuyó su ritmo de recorte a 0,25 p.p.. Por su parte, se prevé que se ubique en 11,0% anual a fin de 2007, acumulando en el año una baja de 2,25 p.p., y en 10,25% en diciembre de 2008, desacelerándose así el proceso bajista (ver Gráfico II.14).

Si bien las recientes turbulencias en los mercados financieros afectaron la percepción del riesgo, y con ello los precios de los activos de regiones emergentes, tales como América latina, el impacto tendió a revertirse. En particular, entre el 23 de julio y el 16 de agosto el MSCI (*Morgan Stanley Capital International*) Latam cayó 23% y el EMBI+Latam se elevó 78 puntos básicos (p.b.), aunque en menor medida que el *spread* entre los “bonos basura” y los corporativos AAA de Estados Unidos. A su vez, en general las cotizaciones de las monedas de la región respecto del dólar retornaron a sus niveles previos al reciente episodio. Este limitado impacto conjuntamente con la mejora en los indicadores de deuda se reflejó en el hecho de que algunas economías de la región vieron elevadas sus calificaciones de riesgo crediticio (ver Gráfico II.15).

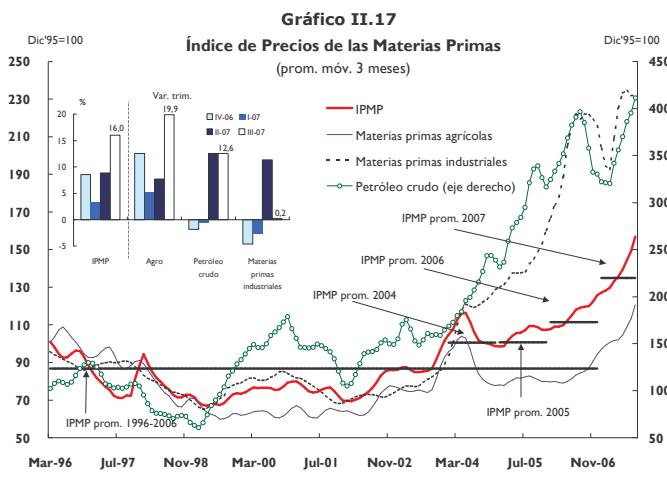
La mejora de los mercados financieros de América latina habría estado beneficiada por el buen desempeño de sus principales variables macroeconómicas. A su vez, la aplicación de políticas más prudentes por parte de los gobiernos de la región, habrían permitido que América latina se encuentre actualmente mejor preparada para enfrentar *shocks* adversos (ver Cuadro II.3).

## II.5 Precios de las Materias Primas

A pesar de la reciente volatilidad de los mercados financieros, los precios de las materias primas continuaron mostrando fuertes incrementos en el tercer trimestre. En efecto, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), que refleja la evolución promedio de los precios de los productos primarios básicos más relevantes en las exportaciones argentinas, mostró una suba de 16% en relación al trimestre previo (41,6% i.a.), alcanzando un nuevo récord. Esta situación obedeció, en mayor medida, al encarecimiento de las materias primas agrícolas, principalmente por la alza en las

<sup>26</sup> Publicada el 28 de septiembre de 2007.

<sup>27</sup> Para 2007, al igual que para 2008, la meta de inflación es de 4,5% con márgenes de 2 p.p. por arriba y por debajo de ese nivel.



**Cuadro II.4**  
Estimación de Producción Mundial de Granos (millones de toneladas)

	Campaña 2006/07	Campaña 2007/08	Variación (en %)
Trigo	Oferta total <sup>28</sup>	742,1	-1,4
	Stocks iniciales	149,0	-16,0
	Demanda total	617,2	0,3
	Stocks finales	125,1	-10,2
Maíz	Oferta total	822,2	6,4
	Stocks iniciales	122,9	-17,9
	Demanda total	725,2	6,1
	Stocks finales	101,0	4,4
Soja	Oferta total	289,0	-1,6
	Stocks iniciales	52,9	19,2
	Demanda total	223,7	4,6
	Stocks finales	63,1	-20,2
Aceite de soja	Oferta total	38,9	4,0
	Stocks iniciales	3,1	-9,6
	Demanda total	35,8	6,6
	Stocks finales	2,8	-13,5
Pellets de soja	Oferta total	158,4	4,7
	Stocks iniciales	5,6	0,7
	Demanda total	151,0	6,0
	Stocks finales	5,6	1,8

<sup>28</sup>La Oferta total incluye la producción total + stocks iniciales

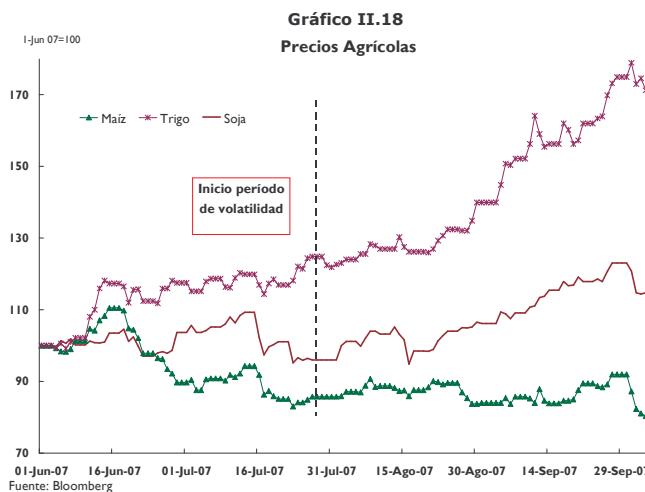
Fuente: Elaboración propia en base a datos del USDA

cotizaciones del trigo y de la soja. En tanto, los precios del petróleo crudo y los *commodities* industriales también incidieron de forma positiva en la suba del IPMP en el período (ver Gráfico II.16 y II.17).

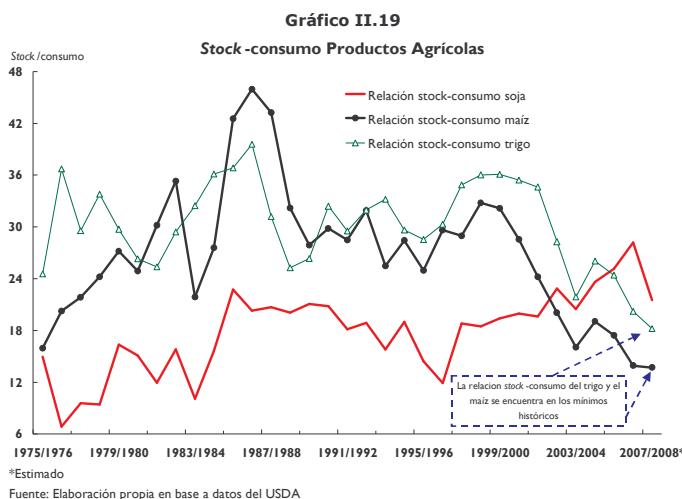
El sector sojero mostró un encarecimiento de todos los subproductos mayormente explicado por la reducción del área sembrada en EE.UU. (principal exportador mundial) con el fin de ampliar la producción maicera. En efecto, el reporte más reciente del Departamento de Agricultura de EE.UU. (USDA) determinó una situación de oferta y demanda muy ajustada para la oleaginosa, producto de una reducción de 60% en las estimaciones de los inventarios finales para EE.UU., en un contexto donde la demanda no parece mostrar signos de desaceleración. De esta manera, la evolución del mercado sojero dependerá del incremento de la producción sudamericana (principalmente Brasil y Argentina) para poder compensar la merma norteamericana. Se estima que Brasil incrementará su producción (3,4%), a pesar de que muchos operadores consideran que no la alcanzaría debido a la falta de crédito para financiar los insumos y por las malas condiciones climáticas al inicio de la siembra, mientras que Argentina mantendría la misma cifra que la campaña pasada (ver Cuadro II.4).

Los precios de los *pellets* resultaron 27,2% superiores a los del segundo trimestre, principalmente explicado por la demanda para forraje, con el objeto de reemplazar al costoso trigo forrajero. Por su parte, la cotización del los porotos (19,2%) estuvo mayormente impulsada por la fuerte demanda de China, principal consumidor de la oleaginosa, que redujo las tarifas de importación de soja de 3% a 1% durante 3 meses, incentivando un mayor volumen de importación. Esto obedecería a la intención de reducir la inflación interna, que se ve acentuada por el alza en los precios de los alimentos. Asimismo, otro factor que alentó las fuertes subas y que le seguirá dando soporte a la cotización de la soja es la firmeza del petróleo, generando un impulso alcista en los aceites (16,8%), debido a las mejores perspectivas para la industria del biodiesel. En este contexto, se espera que para lo que resta del año y para los primeros meses de 2008 los precios del complejo sojero se mantengan en valores elevados, con algunos riesgos al alza determinados por la acotada oferta mundial y la necesidad de un crecimiento del área a sembrar (ver Gráfico II.18).

En el caso del trigo, el importante incremento de 46,4% en el tercer trimestre obedeció a la estrechez imperante en las condiciones del mercado a nivel mundial. Esta situación se explica especialmente por la reducción de la cosecha de los principales países productores (Canadá, Australia, la Unión Europea y Argentina<sup>28</sup>), lo que aumentaría el déficit de la campaña. Asimismo, la demanda continúa en aumento, mayormente determinada por el incremento en el consumo del norte de África, Medio Oriente, China e India. El ajustado *stock* mundial y una mayor preocupación sobre la evolución de la cosecha en Argentina, siguen sosteniendo la escalada de precios. Los países importadores siguen comprando a pesar del fuerte encarecimiento del cereal, ya que no se ve en el corto plazo que se solucione el faltante de trigo en el mercado. En particular, India realizó importaciones mayores a lo esperado en la búsqueda de construir inventarios y controlar la inflación. De esta



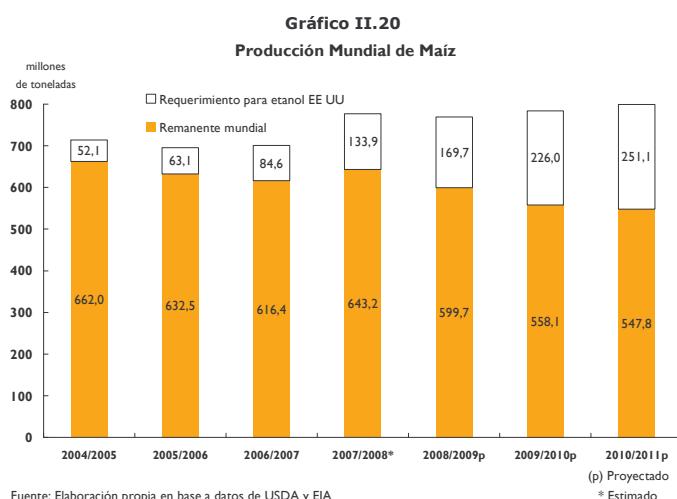
<sup>28</sup> En el caso local, la Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos (SAGPyA) también prevé una reducción en la producción de la campaña actual (ver Sección III.3).



forma, la relación *stock-consumo* se ubicaría en el nivel más bajo de los últimos 35 años (ver Gráfico II.19).

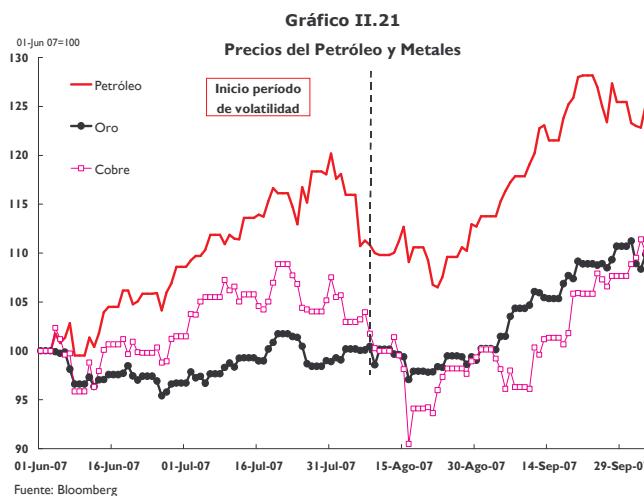
La suba de los precios de los alimentos derivados del trigo también generó preocupación a nivel mundial. En efecto, varias naciones importadoras decidieron suspender o disminuir los aranceles a la importación de trigo y sus subproductos para poder abastecer a sus mercados internos. Por su parte, muchos de los principales países exportadores debieron tomar medidas para cerrar o limitar (por medio de cupos o aranceles) la salida del cereal, de manera de evitar el alza de los valores internos y la suba de los precios. En definitiva, la situación de la oferta mundial continúa complicada, y la demanda, a pesar de las altas cotizaciones, sigue mostrando una tendencia ascendente. Sin embargo, para el próximo año los precios récord podrían generar un gran incentivo para aumentar hectáreas a sembrar, lo que generaría al menos una desaceleración en la suba de las cotizaciones.

Los precios del maíz mostraron una caída de 2,6% en el trimestre, luego de haber alcanzado valores máximos durante febrero pasado, debido principalmente a la cosecha récord estadounidense (que concentra el 40% de la producción mundial de maíz y el 70% de las exportaciones globales). En relación a la demanda, se produjo un recorte en las previsiones en el uso con destino a etanol, que de todos modos fue exactamente compensado por un aumento en el consumo forrajero. La rebaja en la estimación de consumo para etanol se basó en indicadores de declinación de utilización de la capacidad instalada, así como en un ritmo de apertura de plantas por debajo de lo esperado. A nivel mundial, el incremento previsto para la cosecha de EE.UU. resultó más que suficiente para compensar los recortes efectuados en otros países productores. De esta forma, la relación *stock-consumo* no mostró grandes cambios, aunque continúa en valores históricamente bajos. En este marco, los fundamentos del maíz no resultarían alcistas en el margen, aunque podrían serlo en el futuro debido a que se podría dar un aumento de la demanda para etanol por los altos precios del petróleo y para uso forrajero (ver Gráfico II.20).



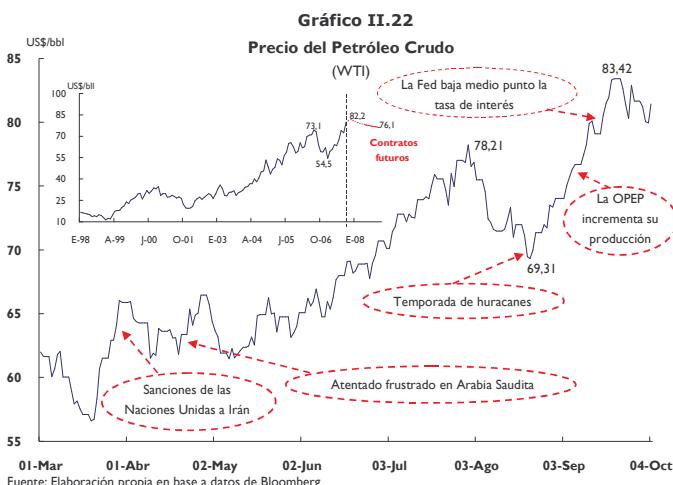
Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA y EIA

Por su parte, el petróleo crudo registró en los últimos meses un fuerte encarecimiento, alcanzando nuevos récord históricos. En efecto, la cotización del crudo *West Texas Intermediate* (WTI) pasó en promedio de US\$67,4 por barril en junio a US\$81 en octubre. Este importante incremento obedeció a una combinación de situaciones. Por una lado, la decisión de la Reserva Federal de EE.UU. de recortar medio punto los tipos de interés para impulsar la economía estadounidense, que podría incentivar el consumo de energía en la estación invernal. Por otro lado, el encarecimiento del petróleo coincidió con un dólar estadounidense cada vez más depreciado. Asimismo, los continuos cuellos de botella de las principales refinerías estadounidenses debido a la época de huracanes y las persistentes tensiones geopolíticas (particularmente en Nigeria, Turquía e Irán) contribuyeron al avance del crudo.



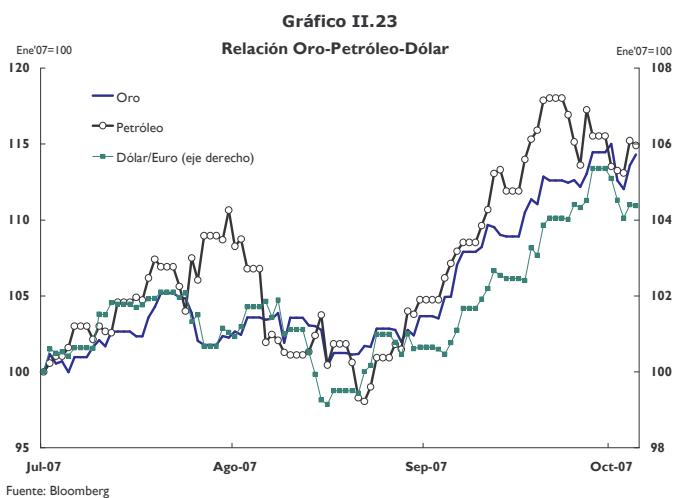
Fuente: Bloomberg

La tendencia alcista se mantuvo a pesar de que la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) aprobó en su última reunión de ministros del 11 de septiembre en Viena un aumento de la producción, luego de meses de presión por parte de la Agencia Internacional de la Energía (AEI). Así, la OPEP incrementó su producción en 500.000 barriles por día, luego de haberla recortado en tres ocasiones desde el año pasado. Para los próximos meses,

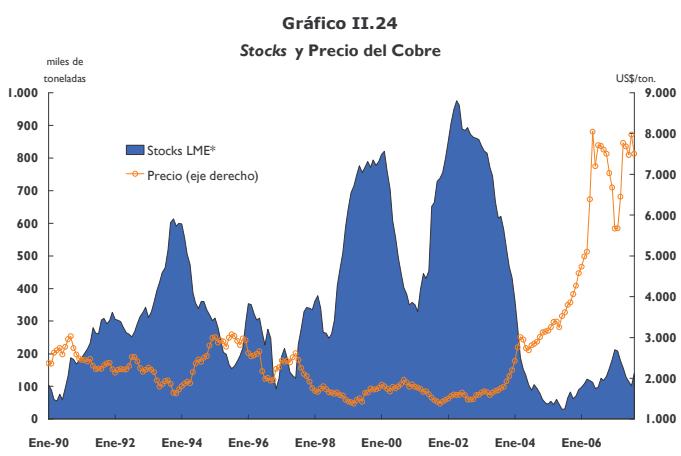


varios factores adicionales podrían dar nuevos repentes a los precios del petróleo. Las reservas de crudo están hoy en niveles más bajos que hace un año y los incentivos para que la OPEP incremente nuevamente su producción por ahora resultan dudosas, lo que generaría mayor incertidumbre en el mercado (ver Gráficos II.21 y II.22).

Las materias primas industriales se mantuvieron en valores elevados en el tercer trimestre, aunque mostraron ciertas oscilaciones diferenciadas por productos, debido a la reciente volatilidad observada en los mercados. Por su parte, la cotización del oro mostró un significativo incremento de 8,6%, alcanzando un récord histórico de US\$740 por onza en septiembre. Esta situación podría ser explicada por varios factores. Por un lado, el debilitamiento del dólar estadounidense incentivó la demanda del metal como activo de reserva. Asimismo, también actuó como impulso el alza en el precio del petróleo. En este sentido, el encarecimiento del crudo genera temores sobre posibles presiones inflacionarias, por lo que ayuda a que el oro presente estos fuertes incrementos. Se estima que la demanda del metal precioso se incremente debido a la mayores compras de joyas en India y China. Esto junto con los anteriores fundamentos ayudaría al oro a mantenerse en niveles récord en los próximos meses (ver Gráfico II.23).



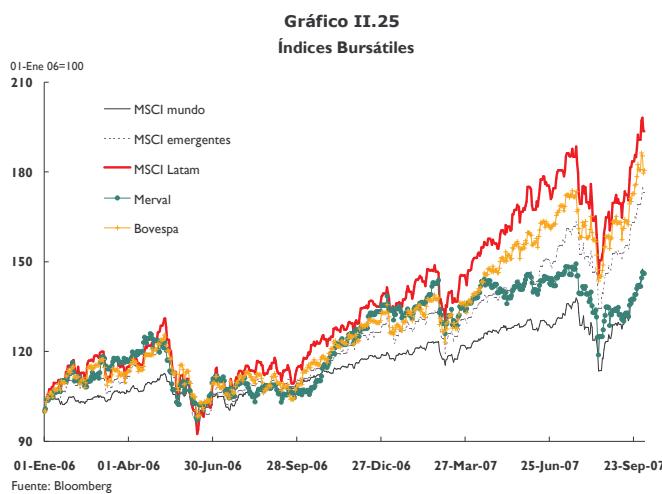
Por otro lado, las subas en las cotizaciones del cobre (2,3% en el tercer trimestre) obedecieron principalmente a sus propios *fundamentals*. Así, la cotización de este metal tuvo como soporte las continuas huelgas en los principales países productores como Chile, Perú, México y Canadá. Sin embargo, a lo largo del período, los precios del cobre mostraron una gran volatilidad. Esto podría ser explicado por la acción de los fondos de inversión debido a que su mayor demanda por liquidez desató ventas por parte de inversores, lo que se sumó a las preocupaciones acerca de una posible desaceleración del crecimiento económico mundial. Para adelante, las cotizaciones del cobre se encontrarían impulsadas por la inquietud que generan los ajustados stocks, en un contexto de creciente demanda de China e India (ver Gráfico II.24).



Con todo, la fuerte volatilidad del período afectó a los precios de una alta gama de activos (principalmente financieros), aunque las materias primas estuvieron mayormente fuera de estos movimientos. Si bien en un primer momento las materias primas mostraron cierta variabilidad, esta obedeció principalmente a los propios *fundamentals* de cada producto, volviendo luego a la senda alcista. Para los próximos meses, se prevé que los productos básicos continúen en niveles altos, impulsados por el crecimiento del consumo de alimentos en los países emergentes y por la fuerte demanda de materias primas energéticas por parte de las naciones desarrolladas, en un contexto de oferta acotada, con un leve riesgo a la baja debido a la eventual desaceleración en el crecimiento económico de EE.UU. (ver Apartado 2).

## II.6 Flujo de Capitales

En los últimos meses el contagio de los problemas relacionados con el sector hipotecario *subprime* de Estados Unidos al mercado de crédito de corto plazo generaron un marcado y generalizado aumento de volatilidad en los mercados financieros internacionales. En particular, la incertidumbre sobre la exposición de distintos



agentes al sector de baja calificación crediticia y otros activos vinculados, y sobre las pérdidas asociadas, incrementó la aversión al riesgo y limitó la liquidez. Así, las autoridades monetarias de las principales economías respondieron a estos eventos inyectando mayor liquidez, entre otras medidas. Como ya se mencionó, los precios de los activos bursátiles y los *spreads* de riesgo soberano de América latina se vieron afectados, no obstante tendió a revertirse esta tendencia y, al igual que los episodios inmediatamente anteriores, fue ajeno a la evolución de sus principales variables macroeconómicas (ver Gráfico II.25).

Si bien es previsible que los mercados financieros de la región se vean afectados nuevamente por cambios en la percepción de riesgo, con impacto en la inversión de portafolio, el buen estado de los *fundamentals* de la región beneficiarían los flujos de capital a través de la Inversión Extranjera Directa (IED), en un contexto de expansión global. En efecto, se estima que América latina recibirá ingresos netos de capital privado por US\$106.000 millones en 2007<sup>29</sup>, representando un incremento de más de 100% i.a.. En 2008 estos ingresos se reducirían levemente a US\$88 miles de millones; no obstante aumentaría la participación de los flujos netos con destino a la IED, que en promedio, se ubicaría en 51% del total de estos ingresos para ambos años. Dado que se prevé ingresos netos de capital privado hacia los mercados emergentes por un total de US\$620 miles de millones y US\$593 miles de millones para 2007 y 2008, respectivamente, América latina aumentaría su participación en el total de los flujos netos por aproximadamente 7 p.p..

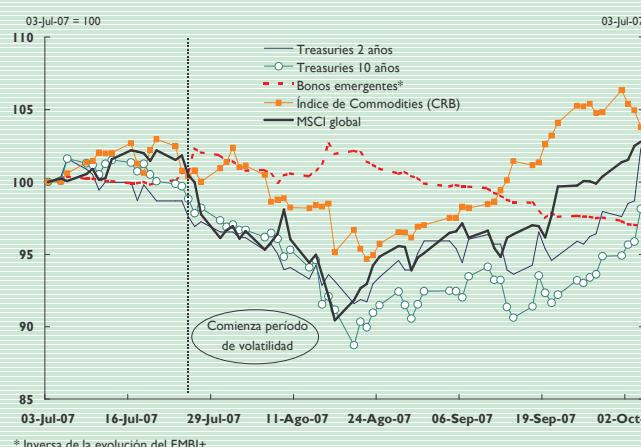
Así, la economía argentina comenzaría a enfrentar un contexto internacional más hostil, a partir de una mayor desaceleración de Estados Unidos, con potencial impacto sobre la economía global, y los riesgos asociados a la baja en los precios de las materias primas. Los episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales no necesariamente habrían llegado a su fin, sino que parecerían extenderse en el tiempo.

<sup>29</sup> De acuerdo con el informe *Capital Flows to Emerging Market Economies* de octubre de 2007 del *Institute of International Finance* (IIF).

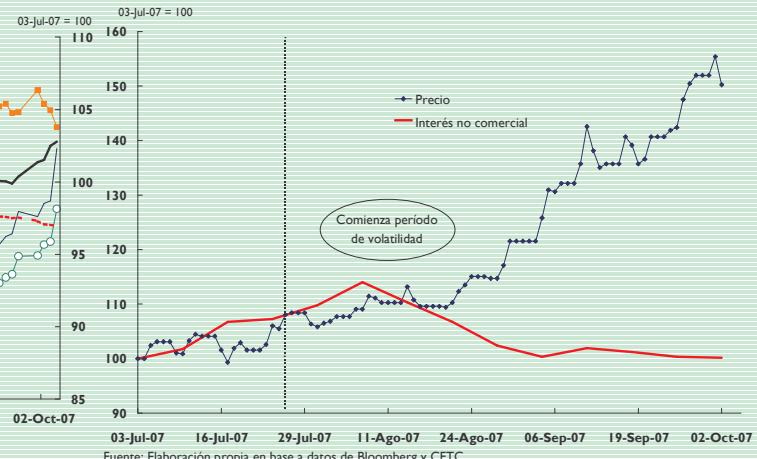
## Apartado 2. Solidez de los precios de las materias primas en el actual contexto de volatilidad

Las materias primas resultaron la clase de activos menos golpeados en términos de cotizaciones por la reciente volatilidad de los mercados financieros. Esta situación obedeció a que la mayoría de las materias primas continuaron respondiendo a la evolución de sus propios fundamentos y no tanto a la restricción de liquidez de los inversores, lo que determinó que los precios de los productos básicos, en promedio, mostraran mayor fortaleza, contrariamente a lo ocurrido con otros activos financieros (particularmente las acciones redujeron en la mayoría de los casos sus valores en todo el mundo, al tiempo que los rendimientos soberanos emergentes resultaron los más golpeados; ver Gráfico N° 1). Adicionalmente, al desagregar por tipo de producto, se observan comportamientos marcadamente diferentes, entre los *soft commodities*, principalmente los agrícolas (trigo, soja y maíz), y el observado en los *hard commodities* (en particular oro, cobre y petróleo).

**Gráfico N° 1: Evolución del Valor de los Activos Financieros**

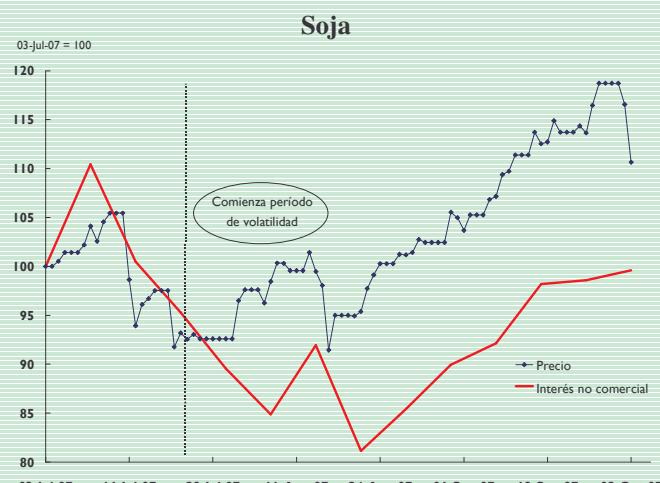
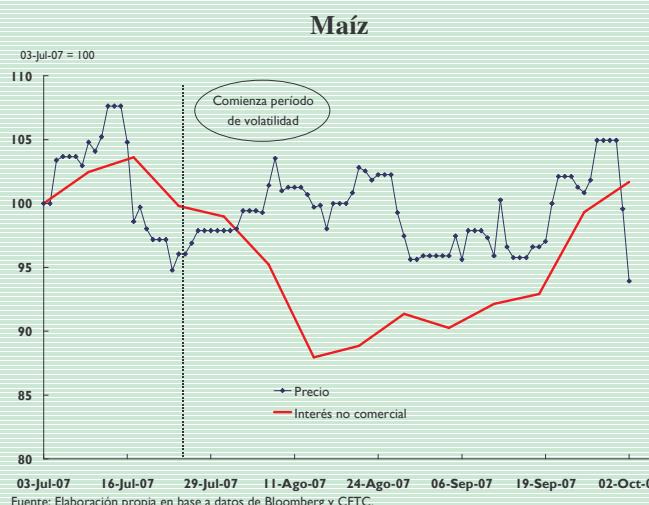


**Gráfico N° 2: Trigo. Precio e Interés No Comercial<sup>30</sup>**



Dentro de los agrícolas, si bien los precios continuaron en alza en la mayoría de los casos, surgen situaciones distintivas más allá del retiro general de estos mercados de los inversores. En el caso particular del trigo, mientras que los fondos de inversión mostraron una fuerte salida, el precio llegó a niveles récord durante septiembre, principalmente explicado por los problemas de oferta en los mayores países productores que determinaron que la relación *stock-consumo* sea la más baja en 30 años. Por su parte, la cotización de la soja presentó un importante incremento, alcanzando valores máximos en octubre, debido a la fuerte reducción del área sembrada en EE.UU., al tiempo que la posición no comercial en un primer momento cayó abruptamente para luego retomar la tendencia ascendente que se registraba previamente a la etapa de volatilidad. Asimismo, el precio del maíz tuvo un comportamiento con muchas oscilaciones y en los últimos días muestra una tenencia descendente más marcada, obedeciendo a las expectativas sobre una producción récord estadounidense en la actual campaña, si bien la posición especulativa mostró un significativo incremento (ver Gráfico N° 3).

**Gráfico N° 3: Precios e Interés No Comercial**

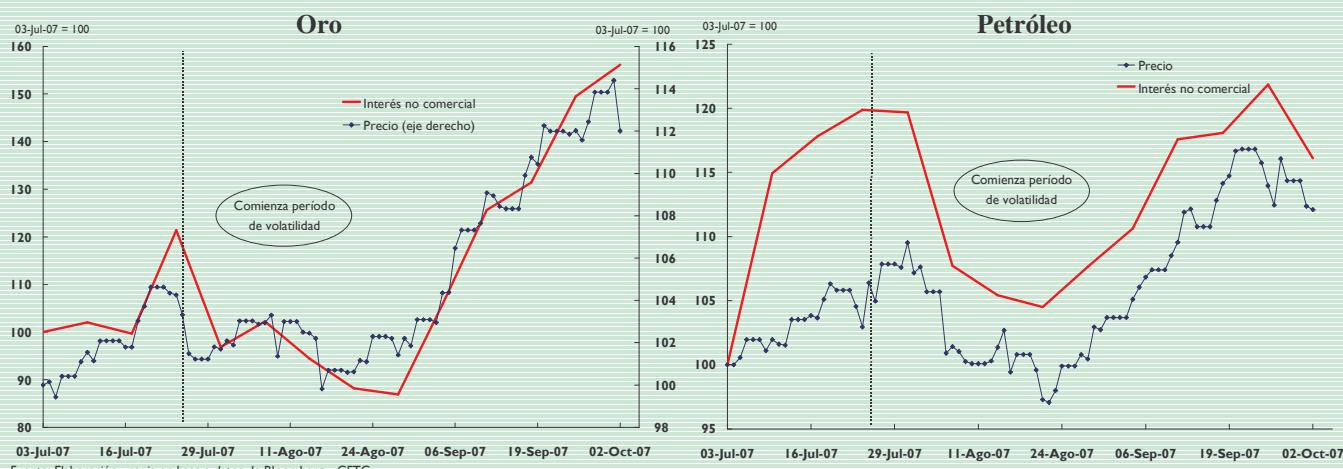


<sup>30</sup> El interés no comercial es la suma de los contratos sobre futuros cortos y largos que no respaldan operaciones comerciales que permanecen abiertos en el mercado.

Por otro lado, la cotización del oro alcanzó en octubre niveles máximos desde febrero de 1980. Asimismo, se incrementó significativamente la posición especulativa en los contratos sobre este metal, acompañando la tendencia ascendente de los precios. El fuerte encarecimiento del oro estuvo mayormente explicado por sus características distintivas como refugio de valor ante escenarios de incertidumbre y la depreciación del dólar, que a su vez impulsaron un importante ingreso de inversores al mercado (los contratos largos, que señalarían expectativas alcistas de precios, lograron en octubre un nivel récord histórico). En el caso del cobre, mientras que el precio se mantuvo en promedio en valores históricamente elevados en el período de turbulencia, el interés mostró grandes oscilaciones. En efecto, entre finales de julio y mediados de agosto el interés abierto especulativo cayó abruptamente, para luego retornar a una fuerte tendencia ascendente. Adicionalmente, la posición total no comercial se ubicó en valores récord, indicando además perspectivas de futuras subas en el precio de este metal por primera vez en más de un año<sup>31</sup>.

El petróleo acusó inicialmente una caída de los precios, sumado a un significativo cierre de posiciones no comerciales, pero luego noticias sobre recortes en stocks y el comienzo de la temporada de huracanes, dieron nuevo impulso a los precios de este bien, lo que tentó a los inversores especulativos a volver al mercado. De esta forma, la cotización del petróleo se mantuvo en valores máximos históricos al tiempo que los fondos de inversión tomaron posiciones récord como alternativa al relativamente más débil comportamiento de los mercados de acciones y bonos. Adicionalmente, los recientes conflictos geopolíticos en los principales países productores generaron un nuevo récord de aumentos en los precios del crudo (ver Gráfico N° 4).

Gráfico N° 4: Precio e Interés No Comercial



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

En este marco, la fuerte volatilidad que se registró a partir de julio en los mercados financieros internacionales, marcada por una reducción en la exposición al riesgo por parte de los inversores, no influyó significativamente en los valores de las principales materias primas, mayormente explicado por el impulso alcista que les dieron sus propios *fundamentals*. Asimismo, en el desagregado por producto, los movimientos especulativos tuvieron resultados diferentes, dependiendo de si se trataba de agrícolas, metálicos o energéticos.

De esta forma, se podría esperar que en el corto plazo las materias primas continúen en niveles altos a pesar de la coyuntura financiera internacional dado que los precios agrícolas continuarán elevados impulsados por el incremento en el consumo de alimentos y biocombustibles en un contexto donde la oferta se expande a ritmo más lento. Adicionalmente, más allá de cierta volatilidad en el margen, los precios de la energía y los metales se mantendrán en valores altos debido a la fuerte demanda y bajos inventarios. La evolución de mediano y largo plazo de las cotizaciones dependerá de la magnitud y extensión que revista el deterioro observado recientemente en el contexto internacional, sobre todo en la medida que afecte de manera significativa las perspectivas de crecimiento global. De todos modos, aún en un escenario de menor crecimiento económico mundial, se asigna una baja probabilidad de ocurrencia a que los precios retornen a los niveles verificados en el año 2001, cuando comenzó el ciclo alcista en las cotizaciones de las materias primas.

<sup>31</sup> La posición neta se ubicó larga a finales de septiembre pasado por primera vez desde marzo de 2006.

### III. ACTIVIDAD ECONÓMICA

#### III.1 Síntesis

*La actividad económica continúa expandiéndose a un ritmo elevado, proyectándose que 2007 finalice con un sólido crecimiento del Producto por quinto año consecutivo. En particular, los indicadores adelantados de producción del tercer trimestre estarían confirmando un aumento de la actividad económica similar o incluso superior al promedio del actual ciclo expansivo (2% sin estacionalidad -s.e.-), previéndose que el desempeño favorable continúe en el cuarto trimestre. Así, se espera un alza del PIB mayor a 8% en 2007, en línea con lo proyectado en el Informe de Inflación anterior, que dejaría un arrastre estadístico aproximado de 3% para el año próximo.*

*De acuerdo con lo esperado, el consumo continúa liderando la expansión de la economía y finalizaría el corriente año con un incremento levemente superior al de la actividad económica y al observado en 2006. El gasto de los hogares sigue avanzando a tasas elevadas, alentado por el aumento del ingreso disponible derivado de los convenios colectivos del sector privado y público, la reducción de la presión impositiva y las subas de las jubilaciones, en un contexto de mayor empleo, entre otros factores. Para 2008 se estima que el Consumo Privado vuelve a expandirse, avanzando a un ritmo similar al de la actividad agregada. Por su parte, el Consumo Público sigue mostrando altas tasas de crecimiento y se proyecta que 2007 finalice con un alza superior a la del último año.*

*Adicionalmente, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) ha ganado dinamismo recientemente, impulsada en mayor medida por el persistente incremento de la inversión en equipo durable de producción (principalmente importado), a lo que se agrega una contribución positiva de la construcción. La IBIF sigue exhibiendo variaciones interanuales de dos dígitos que permitirían llevar la Tasa de Inversión a cerca de 23% del PIB en 2007, el nivel más alto de las últimas décadas, alentando un importante aumento del stock de capital. La expansión de este factor de producción reviste de vital importancia para permitir un incremento de la oferta potencial de bienes y servicios y reducir así las presiones sobre los precios.*

*Al igual que en los trimestres previos, la contribución de las Exportaciones Netas (XN) al crecimiento económico continúa siendo negativa, dada la tendencia ascendente de las importaciones. Asimismo, el saldo comercial medido a precios constantes resultaría negativo en el tercer trimestre por primera vez desde 2001 debido al fuerte incremento de compras externas, aunque en todo el año el balance global seguiría siendo superavitario.*

*Por el lado de la oferta, los sectores productores de servicios continúan contribuyendo de manera significativa al crecimiento de la economía, mayormente por el impulso del comercio y el transporte. Por su parte, la producción de bienes también muestra una evolución positiva, a partir del repunte de la industria y el aumento de la construcción.*

Gráfico III.1

PIB  
(a precios de 1993)

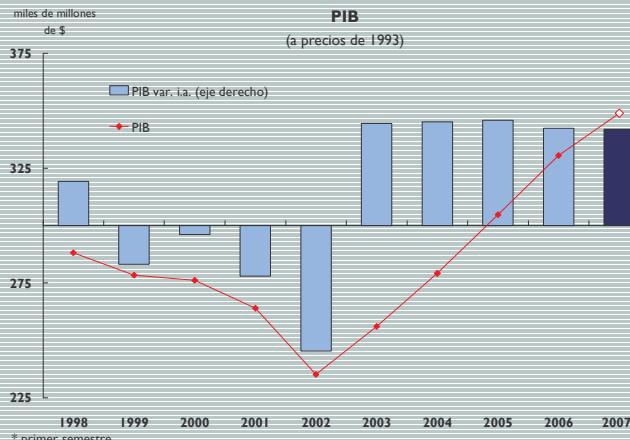
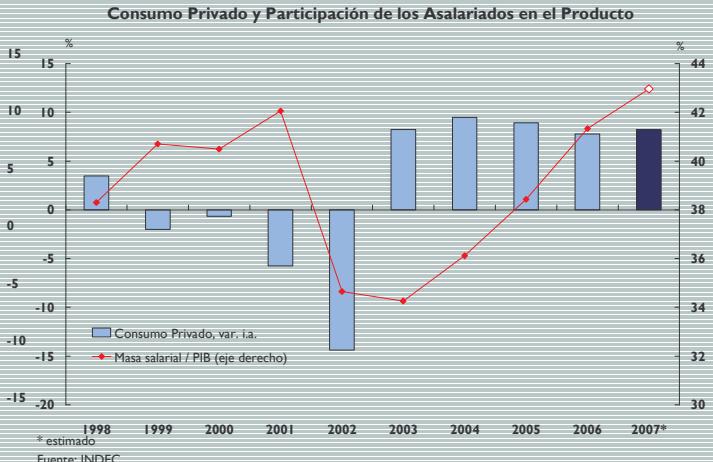


Gráfico III.2

Consumo Privado y Participación de los Asalariados en el Producto



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

	II-06	III-06	IV-06	I-07	II-07	III-07 <sup>a</sup>
PIB (a precios constantes)	2,1	2,8	1,6	1,1	2,1	
Gasto						
Ventas en Supermercados (cantidades) (**)	4,1	3,3	3,2	3,5	3,0	4,4
Ventas en Centros de Compra (cantidades) (**)	0,0	2,3	2,8	6,2	5,7	3,9
Ventas de Autos	-0,5	2,5	10,6	4,7	1,9	8,0
IVA a precios constantes deflactado por IPC GBA	2,3	3,1	12,6	-1,9	4,9	9,6
Confianza del consumidor (s.o.; p.p.)	-1,3	1,1	0,6	1,6	-7,4	-3,7
Importaciones (cantidades) (**)	4,2	10,6	0,6	4,8	4,6	12,2
Importaciones de Bienes de Consumo (cantidades) (**)	0,7	8,5	5,8	4,5	-1,0	12,1
Importaciones de Bienes de Capital (cantidades) (**)	6,0	16,7	-1,8	7,0	3,5	14,9
Exportaciones (cantidades) (**)	-0,4	2,4	7,9	-7,9	4,1	4,9
Oferta						
Actividad (EMAE) (*)	2,1	2,5	1,9	1,2	2,7	1,4
Industria (EMI) (**)	2,6	1,3	2,2	0,4	2,1	2,1
Construcción (ISAC) (**)	2,5	1,2	2,6	-0,9	6,9	0,5
Servicios Públicos (ISSP) (**)	7,1	1,2	-2,3	1,4	5,4	5,6

Estimación con último dato mensual.

<sup>a</sup>Dato a julio. \*\* Dato a agosto.

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

## III.2 Comportamiento del Gasto

La economía ha mantenido a lo largo de 2007 un elevado ritmo de crecimiento, impulsado principalmente por la demanda del mercado interno. De acuerdo a los indicadores adelantados del nivel de actividad, el Producto exhibiría en el tercer trimestre del año un incremento superior a 2% sin estacionalidad (s.e.), sosteniendo un aumento mayor al promedio del actual ciclo expansivo.

En particular, en el segundo semestre del año el alza del PIB estaría reflejando el mayor gasto de las familias en un marco de mejoras de los ingresos a partir del incremento de la masa salarial, las subas de las transferencias del Gobierno (jubilaciones y pensiones) y la reducción de la presión impositiva para los asalariados. Asimismo, también juega a favor del mayor gasto la profundización del mercado de crédito personal, aunque su impacto es menos significativo dada su baja participación en el consumo total.

Por su parte, también favorece al crecimiento económico la mayor demanda de bienes de capital de las empresas y las familias. Por un lado, luego de un extenso lapso de estabilidad macroeconómica y expansión de la actividad agregada, las empresas y el Gobierno han seguido proyectando nuevos planes de inversión para hacer frente al aumento de la demanda del mercado interno y externo. Adicionalmente, las familias siguen incrementando su inversión en construcción residencial aunque el ritmo de crecimiento es menor al de los años precedentes por la maduración observada en el mercado inmobiliario y las dificultades para el financiamiento que enfrenta la clase media para la compra de su vivienda.

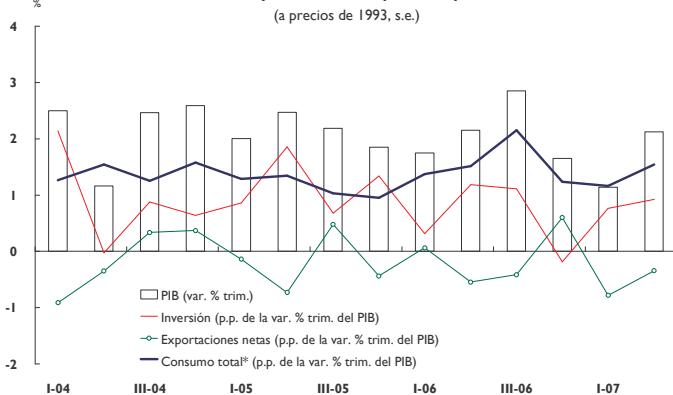
Las Exportaciones Netas (XN), en tanto, siguen realizando un aporte negativo por el fuerte ingreso de importaciones observado a lo largo de 2007. Se destacan las mayores compras externas de bienes de capital y de insumos energéticos, para abastecer la mayor demanda de estos productos a nivel nacional. No obstante, el flujo de exportaciones exhibe un ascenso, fundamentalmente por la dinámica de los envíos de productos agrícolas y automotrices, y el saldo comercial del año seguiría siendo superavitario, aunque inferior al de períodos previos (ver Cuadro III.1 y Gráfico III.3).

Teniendo en cuenta las trayectorias esperadas para los principales componentes de la demanda, y en línea con lo proyectado en las anteriores publicaciones del **Informe de Inflación**, en el año 2007 la economía presentaría una tasa de crecimiento mayor a 8% interanual (i.a.), lo que significaría el quinto año consecutivo de fuerte expansión (ver Gráfico III.1). Para 2008 se espera que se mantenga el incremento de la actividad agregada, teniendo en cuenta el arrastre estadístico positivo mayor a 3 puntos porcentuales (p.p.) que dejaría 2007.

### Inversión

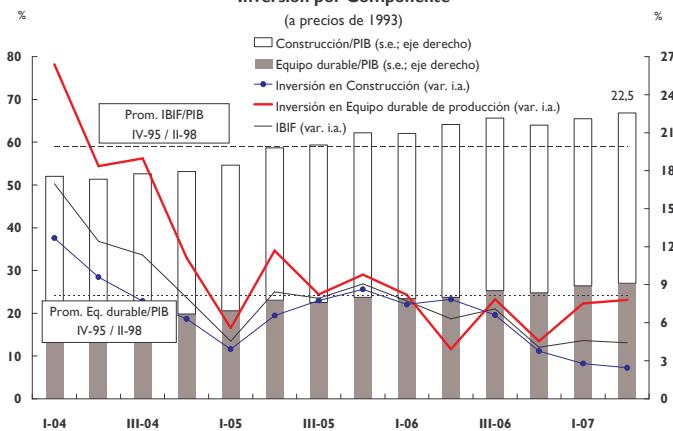
Los flujos de inversión mantienen una evolución positiva, impulsados principalmente por el gasto en bienes de capital. De esta manera, la inversión continuaría siendo el componente más dinámico de la economía, presentando el corriente año una variación próxima a 14% i.a. que permitiría acercar la Tasa de Inversión a 23% del PIB a precios constantes de 1993, el nivel más alto de las últimas décadas (ver Gráfico III.4).

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

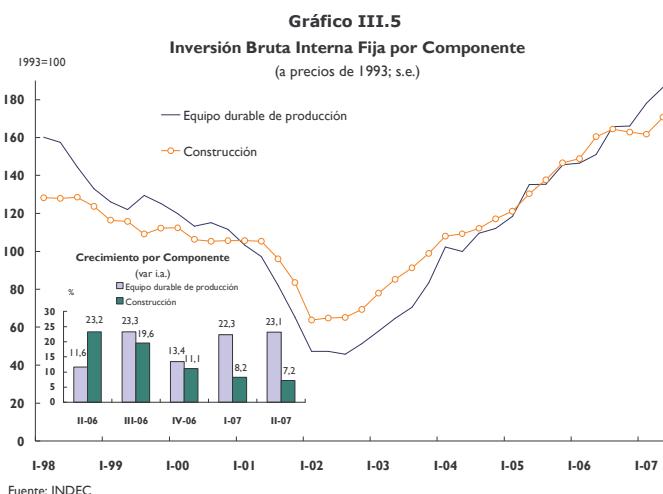


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

**Gráfico III.4**  
Inversión por Componente  
(a precios de 1993)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



El gasto en Equipo durable de producción lidera la expansión de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) respondiendo principalmente a las necesidades de la industria, el agro, el transporte y las comunicaciones de aumentar la oferta para satisfacer la creciente demanda. El componente importado es el que mayor impulso genera, observándose en la actualidad una importante alza de las compras externas de maquinaria y equipo, y material de transporte. Asimismo, la recuperación que exhibe la producción metalmecánica local, que excluye la fabricación de automotores, también indica que crece la inversión en Equipo durable de producción de origen nacional. La suba esperada del gasto en equipo durable nacional e importado, mayor a 20% anual, permitiría que la participación sea levemente superior a 9% del PIB, valor similar al de 1998.

Por su parte, la inversión en Construcción mostraría en el segundo semestre de 2007 tasas de crecimiento más moderadas en relación al segundo trimestre (4,4% s.e.), cuando recuperó gran parte del terreno perdido entre mediados del año pasado y marzo de este año, en un contexto de menores lluvias que favoreció el desarrollo de la actividad. En los próximos meses el mayor empuje estaría dado por las obras de infraestructura (mayormente públicas) acompañadas por un nuevo impulso de las edificaciones residenciales, aunque más contenido (ver Gráfico III.5).

Para lo que resta de 2007, se espera que el aumento de la inversión supere nuevamente las amortizaciones del acervo de capital, en línea con lo ocurrido en la primera mitad del año, cuando el stock de capital se incrementó de manera sostenida. De esta forma, tanto la mayor disponibilidad del factor capital como la suba de la productividad harían posible una nueva expansión de la capacidad productiva, permitiendo alcanzar una mayor producción potencial de bienes y servicios (ver Gráfico III.6).

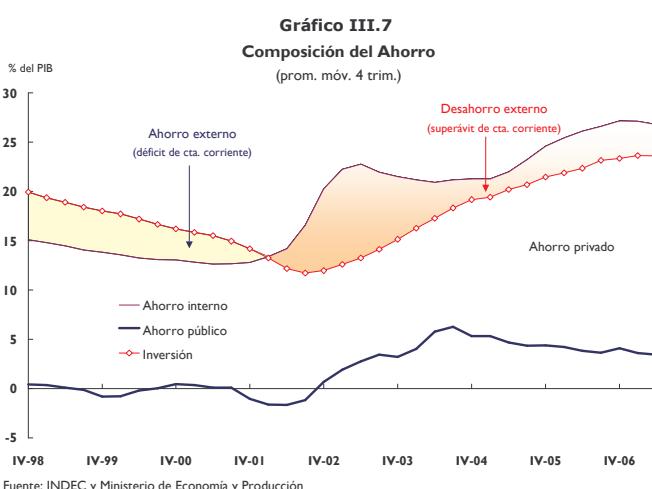
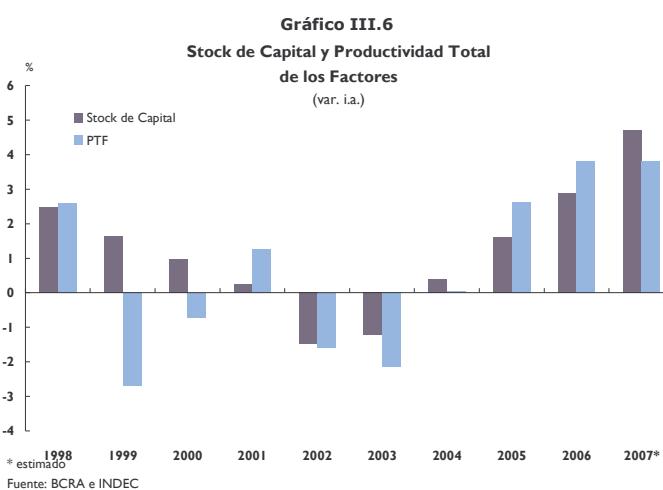
En 2007 la inversión volvería a financiarse mayormente mediante el ahorro interno. Esta variable viene creciendo sostenidamente en los últimos años, como consecuencia de un mayor ahorro privado y público. De este modo, se fue consiguiendo una reducción de la exposición a la volatilidad de los flujos externos. Para el próximo año, se espera una leve reducción del ahorro interno (tanto privado como público), en parte compensada por una disminución del superávit de cuenta corriente (ver Gráfico III.7).

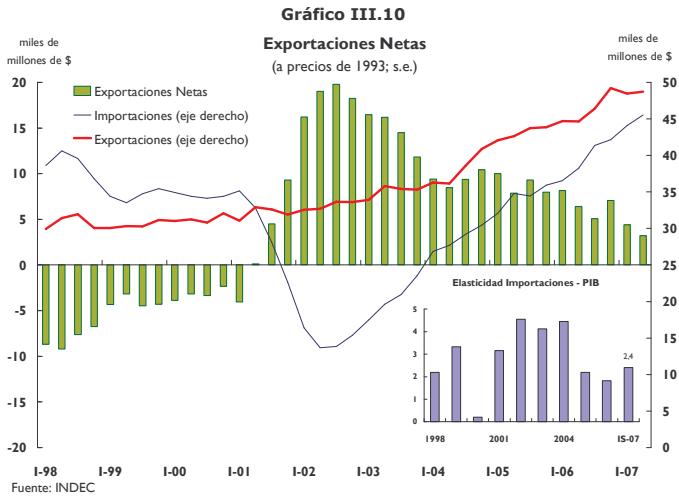
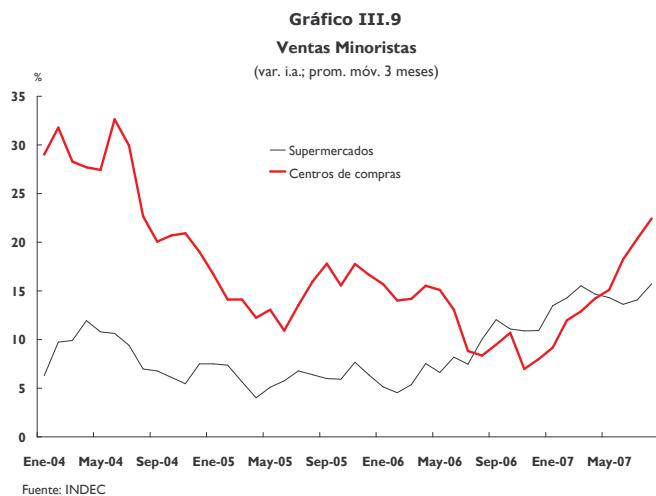
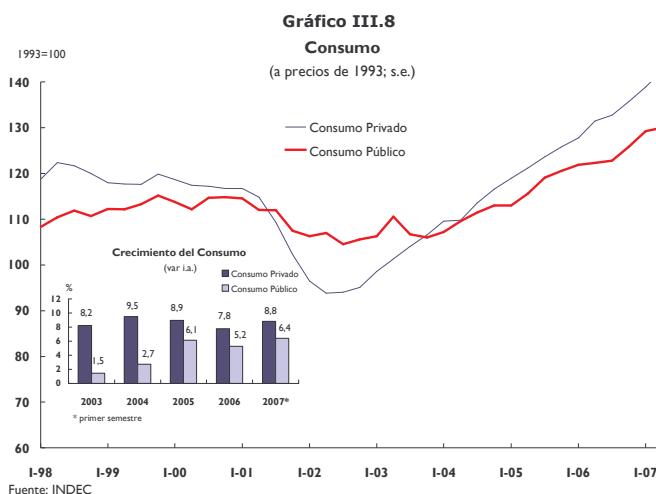
Se espera que en 2008 la inversión mantenga tasas de variación cercanas a 10% i.a., por lo que la Tasa de Inversión registraría un nuevo ascenso que llevaría a la economía a una expansión de la capacidad de oferta.

### Consumo

El Consumo continúa siendo el principal impulsor de la economía gracias a fuertes incrementos tanto en su componente privado como público. Su crecimiento es mayor al de la actividad agregada, por lo que está ganando participación en el Producto, a la vez que confirma su posición predominante dentro de la Absorción Interna (ver Gráfico III.3).

La suba del Consumo Privado sigue ligada a varios aspectos. En primer lugar, se destaca la mayor masa salarial, que ha evidenciado un alza de casi 30% i.a. en el primer semestre en el segmento





formal, como resultado del crecimiento en el empleo y los salarios. Adicionalmente, la expansión del endeudamiento crece a tasas elevadas (40% i.a. aproximadamente), aunque su impacto es bajo porque aún representa una parte reducida del gasto de los hogares. Asimismo, las mayores transferencias del sector público al privado vinculadas al aumento de las jubilaciones y de la cantidad de beneficiarios de la Moratoria Previsional, además de la reducción del mínimo no imponible del impuesto a las ganancias con retroactividad a principios de año, elevan los niveles de Consumo Privado. Por otro lado, si bien se observa un deterioro en algunos indicadores de confianza de los consumidores, no hay evidencia aún de que esté impactando negativamente en los niveles de demanda (ver Gráfico III.8).

Así es que los indicadores adelantados de consumo en Supermercados y Centros de Compras muestran incrementos elevados del orden de 16% i.a. medidos a precios constantes (ver Gráfico III.9). Adicionalmente, para 2007 se espera que el Consumo Privado aumente por encima de 8% i.a., contribuyendo con dos terceras partes del crecimiento del Producto.

Por otro lado, el Consumo Público<sup>32</sup> muestra una tendencia ascendente y en 2007 exhibiría la mayor suba de los últimos años. Ello evidencia el aumento de la provisión de bienes y servicios públicos y del empleo gubernamental, en un contexto en que el Gobierno tendría mayores ingresos provenientes de la recaudación tributaria (ver Sección VI).

Para 2008 continuaría el aumento en la masa salarial, así como la política de redistribución hacia sectores con una elevada propensión marginal a consumir, como jubilados y asalariados. A su vez, se posibilitaría una mayor demanda de créditos de parte de las familias a partir de una mejora en su capacidad de endeudamiento, ante la suba de la riqueza por el aumento de los ingresos. Estos factores redundarían en un nuevo incremento del Consumo Privado, aunque sería inferior al exhibido en el corriente año, por lo que su variación podría retornar a valores en línea con el promedio de la economía. Por su parte, el Consumo Público también presentaría una morigeración en su ritmo de crecimiento.

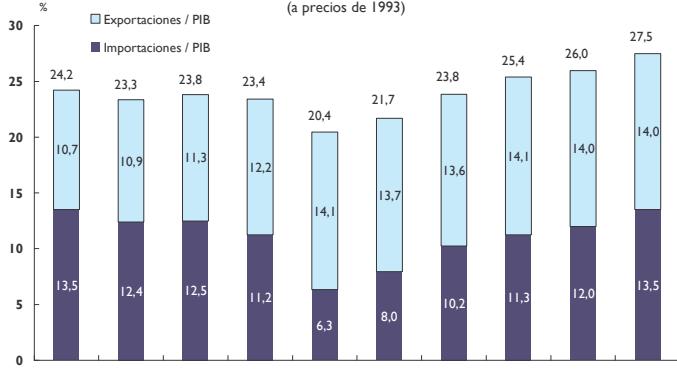
## Exportaciones Netas

Luego de un primer semestre de 2007 en el que el balance comercial a precios constantes fue superavitario, la última mitad del año sería deficitaria, constituyéndose como el primer semestre con signo negativo desde el inicio de la recuperación económica. De todas formas, en el total anual las exportaciones se ubicarían por encima de las importaciones, aunque el superávit presentaría una contracción y el sector externo realizaría nuevamente un aporte negativo al crecimiento de la actividad agregada (ver Gráfico III.10).

En los meses que restan para finalizar 2007 las importaciones mantendrían un incremento significativo, cerrando el año con una variación en torno a 22% i.a.. El incremento de las compras externas está vinculado principalmente al crecimiento de las importaciones de bienes de consumo y de capital, en el primer caso por el aumento del poder adquisitivo y en el segundo por las

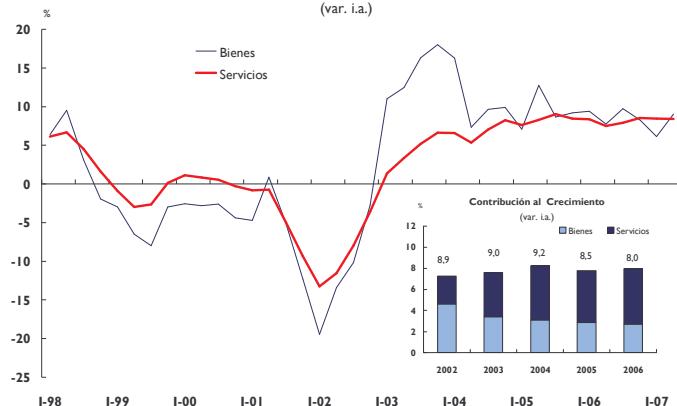
<sup>32</sup> Según la metodología de las Cuentas Nacionales el Consumo Público comprende erogaciones en Administración pública, defensa y seguridad social obligatoria, más Transferencias sociales en especie, a lo que se le descuenta la Venta de bienes y servicios.

**Gráfico III.11**  
Coeficiente de Apertura  
(a precios de 1993)



\* estimado  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

**Gráfico III.12**  
PIB. Bienes y Servicios  
(var. i.a.)



Fuente: INDEC

**Cuadro III.2**  
PIB por Sectores Económicos  
(%)

Sectores productores de bienes	var. trim. s.e.					Contrib. II-07 (p.p.)	var. i.a. II-07
	II-06	III-06	IV-06	I-07	II-07		
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	1,8	2,6	1,7	-0,1	3,5	1,2	9,0
Pesca	-2,4	2,2	1,7	2,5	7,6	0,4	16,6
Eplotación de minas y canteras	0,1	24,6	-29,8	13,9	11,8	0,0	11,2
Industria manufacturera	1,0	0,5	1,0	-4,3	-0,4	0,0	-3,2
Suministro de electricidad, gas y agua	2,3	2,3	1,8	-0,2	2,4	0,4	6,5
Construcción	1,4	1,4	1,8	0,1	2,8	0,1	6,2
Sectores productores de servicios	4,9	4,4	2,3	-1,4	4,1	0,3	9,7
Comercio mayoral y minorista y reparaciones	2,1	2,1	1,6	2,1	3,3	8,4	
Hoteles y restaurantes	2,3	3,6	3,2	1,2	3,6	0,5	11,6
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	1,4	2,3	2,5	1,2	0,4	0,0	6,8
Intermediación financiera	3,4	4,1	2,9	2,2	3,5	0,4	13,1
Actividades inmobiliarias, empresariales y de administración pública y defensa	3,8	1,2	7,3	4,7	4,9	0,2	19,2
Enseñanza, servicios sociales y de salud	1,2	1,6	1,0	0,5	0,8	0,1	3,9
Otras actividades de servicios y servicio doméstico	0,2	4,1	-3,2	1,9	0,4	0,0	3,1

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

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

mayores inversiones de las empresas. A su vez, la importación de insumos energéticos verificó un aumento dado que la rigurosidad del invierno elevó la cantidad demandada y obligó a las empresas a proveerse en el exterior. No obstante, esta situación se retraería en el último trimestre del año. En este marco, la evolución de las compras externas en 2007 daría lugar a una elasticidad importaciones-PIB en torno a 3, superior a la observada en 2005 y 2006 aunque aún por debajo del promedio verificado entre 2001 y 2004 (ver Gráfico III.10).

Por el lado de las ventas externas, su expansión es impulsada principalmente por los productos primarios, traccionados por la cosecha récord de la campaña 2006/2007, así como por las ventas de autos. Asimismo, en los meses venideros se espera un incremento en las exportaciones de bienes cuya producción se vio afectada por el reordenamiento de la demanda de energía registrada durante los meses de invierno. De este modo, se prevé que aumenten las ventas de productos químicos, derivados del agro (aceites), y metales y sus manufacturas. Para 2007 el alza aproximada de las exportaciones de bienes y servicios alcanzaría a 8% i.a. a precios constantes.

Para 2008 se espera que las compras externas presenten un alza más moderada, a partir de un incremento en las importaciones de bienes de capital en línea con el comportamiento previsto en la inversión, mientras que los bienes de consumo mantendrían el crecimiento exhibido este año. Las exportaciones, por su parte, mostrarían una variación similar a la de 2007, aunque creciendo por debajo de las importaciones. Así, el saldo comercial sería equilibrado y la contribución al crecimiento volvería a ser negativa. Por último, el aumento tanto en las cantidades exportadas como en las importadas genera el mayor coeficiente de apertura<sup>33</sup> para la economía argentina en más de 90 años (ver Gráfico III.11 y Sección V).

### III.3 Comportamiento de la Oferta

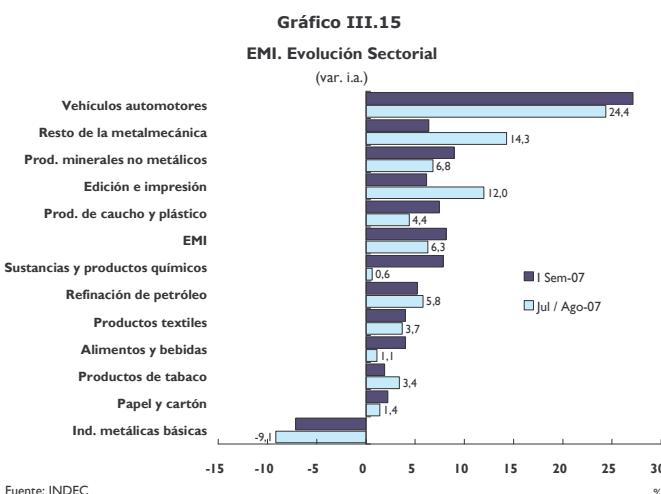
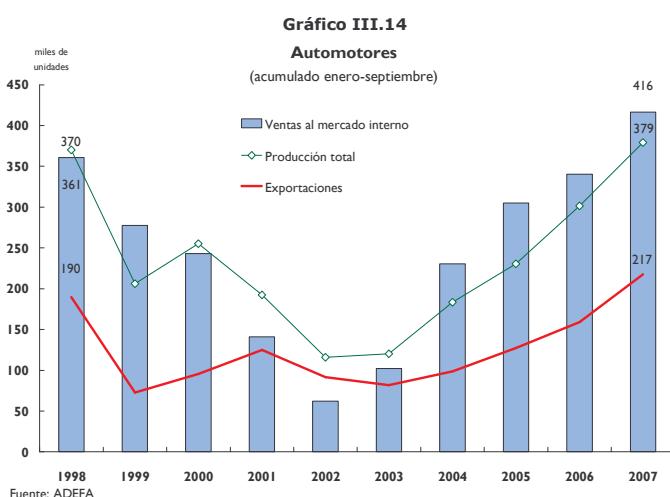
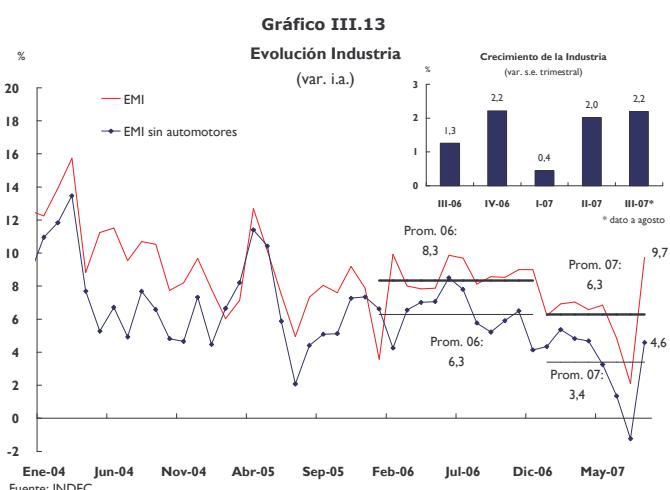
El crecimiento económico sigue siendo elevado y difundido en todos los sectores de la economía. En el segundo semestre de 2007 los sectores productores de servicios continúan alentando el aumento de la actividad agregada, acompañados por una evolución positiva de los bloques productores de bienes, situación que persistiría en 2008 (ver Gráfico III.12).

En particular, la firmeza del comercio, como consecuencia del fuerte crecimiento del consumo, junto con alzas en transporte y comunicaciones e intermediación financiera impulsan la producción de servicios. Del lado de los bienes, la actividad continúa elevándose liderada por la mayor dinámica de la industria y por el crecimiento en la construcción. Por su parte, el sector agrícola mantiene una expectativa favorable para la cosecha 2007/2008 (ver Cuadro III.2).

#### Industria

Luego de la desaceleración exhibida por la industria entre junio y julio, la actividad retomó tasas de crecimiento elevadas que le permitirían alcanzar una expansión anual en línea con lo esperado en el **Informe de Inflación** anterior (7%).

<sup>33</sup> Medido como el cociente entre la suma de las exportaciones y las importaciones, y el Producto a precios constantes.



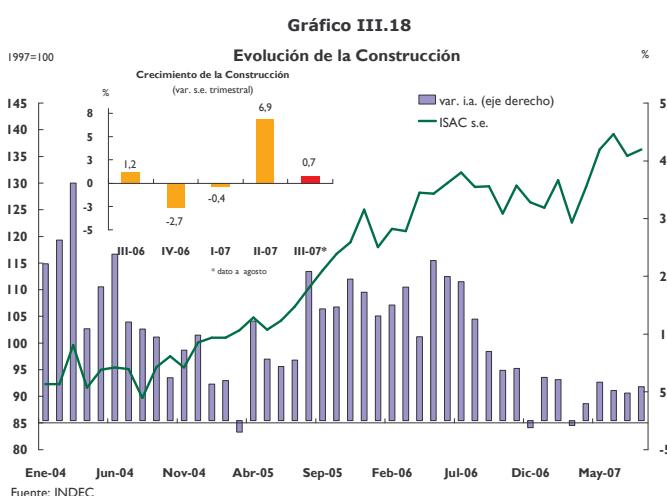
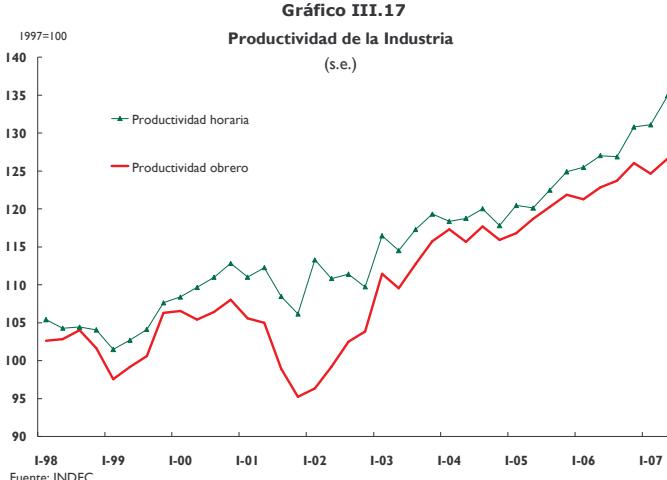
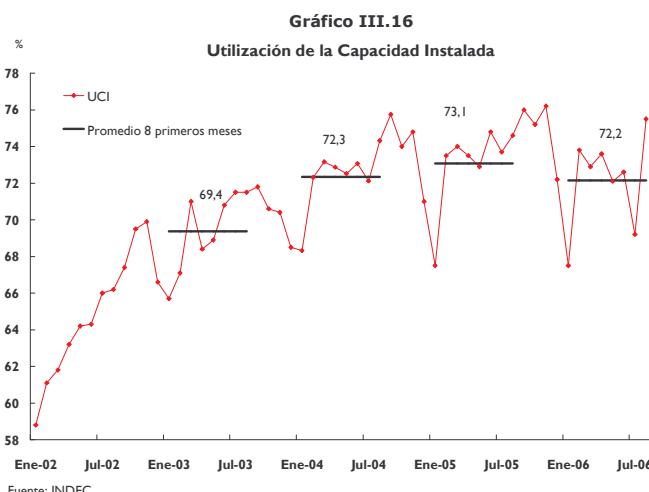
De acuerdo al Estimador Mensual Industrial (EMI), la producción manufacturera sufrió una caída en julio pero se recuperó fuertemente en agosto, dejando un arrastre estadístico de 2,2% s.e. de crecimiento para el tercer trimestre. En términos interanuales el alza para el mismo período rondaría 7% i.a., siendo la mayor variación del año. Para el cuarto trimestre se espera que la actividad continúe creciendo, en un marco donde se prevé que algunas industrias adelanten producción y acumulen inventarios previo a las paradas de plantas del verano.

En términos sectoriales, la industria automotriz sigue liderando el crecimiento manufacturero, con un alza de 24% i.a. en el tercer trimestre, en función de la creciente demanda interna y externa. La producción automotriz alcanzó un nuevo récord de 380 mil unidades entre enero y septiembre, 2,4% por encima del mismo período de 1998 (ver Gráfico III.14). Por otro lado, se destaca el comportamiento de la metalmeccánica, que se elevó 14% i.a. en el tercer trimestre, impulsada por la gran demanda de autopartes y de diversos tipos de maquinaria como la agrícola. Asimismo, el segmento de los Minerales no metálicos mostró una buena evolución, tal como lo viene haciendo desde abril, en línea con la recuperación de la construcción.

Sin embargo, algunas industrias estuvieron determinadas por factores puntuales y por la falta de insumos básicos para la producción, reduciendo el ritmo de crecimiento general del tercer trimestre. Del lado de las Industrias metálicas básicas, cuya producción se vio afectada en los primeros siete meses del año por inversiones para ampliar la capacidad instalada y por la falta de materias primas básicas en julio, la actividad se reanudó levemente en agosto y se espera que se expanda de manera significativa en lo que queda de 2007. Por su parte, las industrias alimenticia y química, que tienen una alta participación en el total, exhibieron menores tasas de crecimiento. Particularmente, los productos químicos, que se habían expandido cerca de 10% i.a. en los primeros cinco meses del año, se mantuvieron estables entre julio y agosto. De todos modos, la actividad del sector se aceleraría en lo que resta del año con la mayor provisión de gas y por la mayor producción de agroquímicos (ver Gráfico III.15).

En lo que va de 2007, la realización de inversiones para ampliar las instalaciones y las ganancias de productividad fueron similares al crecimiento de la producción industrial, hecho que permitió alcanzar un nivel de la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) equivalente al observado en 2005 y 2006. En particular, la UCI se ubicó en torno a 72% en el acumulado anual. La rama de metales básicos fue la que más redujo la UCI como consecuencia de una menor producción y de las inversiones realizadas, seguida de los productos químicos. En caso contrario, algunas ramas con mayor capacidad ociosa, como la metalmeccánica y la de minerales no metálicos, incrementaron el uso en el período. Por su parte, el aumento de la producción automotriz elevó la UCI del sector a 61%, superando los niveles del año anterior. De todos modos, la capacidad ociosa disponible en conjunto con las inversiones realizadas permitirían que el sector continúe impulsando el crecimiento industrial en 2008 (ver Gráfico III.16).

Cabe destacar que tanto la productividad horaria como la productividad por obrero ocupado siguieron creciendo en lo que va del año (5,4% i.a. y 3,1% i.a., respectivamente), a la vez que la



intensidad laboral, medida como la cantidad de horas de trabajo por obrero, se redujo ligeramente en el período (ver Gráfico III.17). En términos acumulados, la productividad horaria exhibe un crecimiento de 15% con relación al cuarto trimestre de 2004, cuando comenzaron a madurar las nuevas inversiones para ampliar la frontera productiva.

Para los próximos meses se espera que la actividad industrial continúe creciendo, situación que persistiría en 2008. En particular, la producción manufacturera estaría liderada nuevamente por el sector automotriz, en función de la mayor demanda interna y externa del sector y de las inversiones que ya están en marcha, y el bloque siderúrgico, cuyas ampliaciones de capacidad madurarían plenamente.

### Construcción

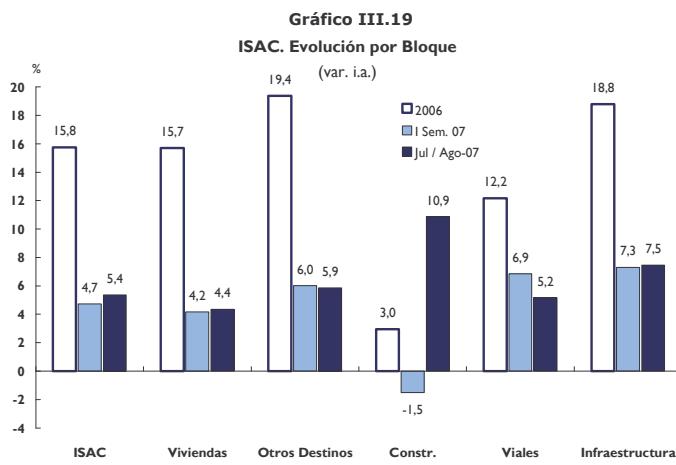
La actividad de la construcción sigue elevándose en 2007, aunque a tasas inferiores que las registradas en años previos, en un marco de mayor madurez que presenta el sector en algunos segmentos. En particular, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) mostró un incremento cercano a 5% i.a. en el tercer trimestre, ubicándose por debajo del crecimiento registrado en el mismo período del año anterior (ver Gráfico III.18).

En el tercer trimestre, el crecimiento estuvo difundido a todos los segmentos que componen el ISAC. Por su parte, las construcciones petroleras y las obras de infraestructura fueron las que más se elevaron en el período, a la vez que la edificación de viviendas se expandió ligeramente por encima de lo registrado en los trimestres anteriores.

La construcción de viviendas se incrementó 4,4% i.a. en julio-agosto, tasa que supera ligeramente el promedio de suba de los primeros meses del año, pero que aún se ubica por debajo de la observada en 2006. El fuerte crecimiento del sector de los últimos años resultó en una mayor madurez del mercado, registrándose en la actualidad una amplia oferta de viviendas destinadas a los segmentos de la población de mayores recursos. Adicionalmente, la falta de profundidad del crédito hipotecario constituye un límite para el desarrollo en gran escala de proyectos de viviendas para los estratos medios. Por su parte, las edificaciones destinadas al comercio, la industria y el turismo mantuvieron el ritmo de expansión del primer semestre, acumulando un crecimiento de 6% i.a. entre julio y agosto. Adicionalmente, también se observa una recuperación de las construcciones petroleras, que revirtieron la tendencia negativa que habían evidenciado en el primer semestre (ver Gráfico III.19).

Del lado de las obras principalmente de origen público, las de infraestructura mantuvieron un ritmo de crecimiento cercano a 7% i.a. en el tercer trimestre, similar al de los trimestres anteriores, mientras que las viales evidencian una ligera desaceleración.

En este sentido, la construcción mantendría un ritmo moderado de crecimiento en lo que resta del año, inferior al aumento de la economía y del observado en los dos años anteriores (ver Gráfico III.20). Asimismo, para 2008, teniendo en cuenta la evolución reciente de los permisos de nuevas obras y las perspectivas de los empresarios del sector, se anticipa una estabilidad en los niveles de



actividad luego de tres años de fuerte crecimiento. En el mediano plazo, la profundización del mercado hipotecario, entre otros factores, podría generar una nueva tendencia ascendente de los niveles de actividad del sector.

### Sector Agropecuario

En un contexto de precios internacionales históricamente elevados, la coyuntura del sector agrícola sigue siendo favorable. Asimismo, las expectativas para la campaña 2007/2008 son positivas, previéndose que pueda resultar en un nuevo récord si las condiciones climáticas son adecuadas. Del lado de la producción del sector pecuario, la caída del primer semestre se revirtió recientemente y se espera que la actividad continúe creciendo en los próximos meses, impulsada mayormente por la demanda interna. Distinta es la situación de la producción de lácteos, cuya tendencia declinante ya acumula nueve meses consecutivos como consecuencia de los problemas de oferta que afectaron al sector.

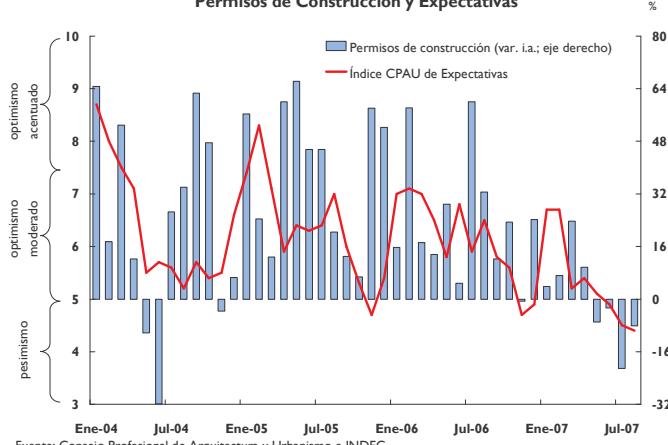
La campaña 2006/07 finalizó tal como se esperaba, alcanzando un nuevo máximo histórico en términos del volumen recolectado de acuerdo a los datos estimados por la Secretaría de Agricultura, Ganadería, Caza, Pesca y Alimentación (SAGPyA). La cosecha habría rondado 94,5 millones de toneladas, situándose 23% por encima del ciclo previo. La expansión se habría obtenido a partir de la ampliación de la superficie sembrada y favorables condiciones climáticas que permitieron conseguir rindes elevados. Asimismo, estos resultados también dan cuenta del salto tecnológico que exhibe el sector a partir de la mayor inversión de la cadena en su conjunto.

La campaña 2007/2008 comenzó con perspectivas favorables, y en la medida en que las condiciones climáticas y las expectativas de precios continúen propiciando la actividad, los resultados serían levemente superiores a los del corriente año, en línea con una mayor superficie sembrada. En un contexto de alzas de precios internacionales, se ampliarían las superficies sembradas para el maíz, el girasol y la soja, utilizando nuevas áreas y desplazando algunas zonas destinadas a la producción de trigo y de maní, que serían los únicos dos cultivos cuya producción sería inferior a la de la campaña 2006/2007 (ver Cuadro III.3 y Gráfico III.21).

La superficie destinada a la siembra de girasol se ampliaría en la campaña 2007/2008 a 2,6 millones de hectáreas, de las cuales a la primera semana de octubre ya se encuentran sembradas 16% del total. Del lado del maíz, la superficie sembrada al momento alcanza el 25% del total de 3,9 millones de hectáreas que totalizaría la campaña 2007/2008 (superando por 13% i.a. a la superficie sembrada en la campaña anterior). Ya finalizada la siembra de trigo, de 5,4 millones de hectáreas, se verifica una menor porción de superficie destinada a este cultivo que en la temporada previa. Finalmente, se espera que la producción de soja sea similar a la de la campaña anterior que había alcanzado un récord.

En un marco de sostenida demanda local y limitada oferta para el exterior, la faena de animales continuó creciendo en el tercer trimestre. Si bien la cantidad de cabezas faenadas se incrementó 12% i.a. entre julio y agosto, la recuperación no se traduce totalmente en un incremento similar en la oferta de carne (5% i.a.), debido al menor peso promedio de los animales. Para la totalidad

**Gráfico III.20**  
Permisos de Construcción y Expectativas



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

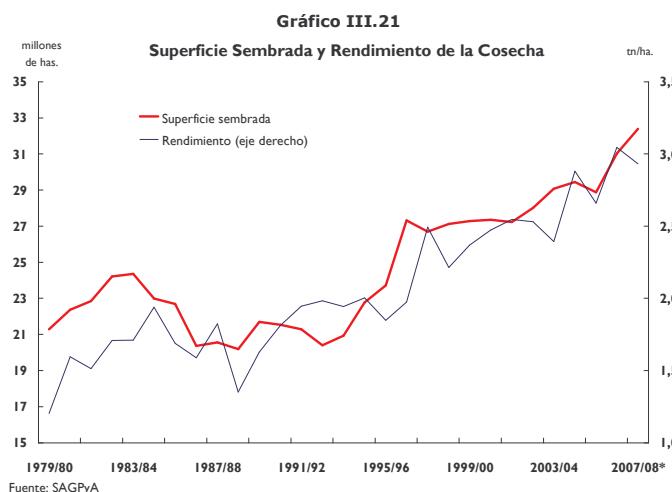
	Récord histórico*	2006-07		2007-08		Var % de producción	Dif. tns
	miles tns	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %	2007-08 / 2006-07	2007-08 / 2006-07
<b>Cereales</b>		<b>42.012</b>	<b>44,5</b>	<b>42.768</b>	<b>45,0</b>	<b>1,8</b>	<b>756</b>
Maíz	21.800	21.800	23,1	22.500	23,7	3,2	700
Trigo	15.970	14.600	15,5	14.000	14,7	-4,1	-600
Sorgo granífero	8.100	3.000	3,2	3.330	3,5	11,0	330
Arroz	1.658	1.060	1,1	1.150	1,2	8,5	90
Cebada cervecera	1.265	1.265	1,3	1.432	1,5	13,2	167
Otros	287			357	0	24,2	69
<b>Oleaginosas</b>	<b>51.889</b>	<b>54,9</b>		<b>51.754</b>	<b>54,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-135</b>
Soja	47.600	47.600	50,4	47.000	49,5	-1,3	-600
Girasol	7.100	3.605	3,8	4.100	4,3	13,7	495
Maní	627	580	0,6	550	0,6	-5,2	-30
Otros		104	0,1	104	0,1	0,1	0
<b>Algodón</b>	<b>1.347</b>	<b>550</b>	<b>0,6</b>	<b>435</b>	<b>0,5</b>	<b>-20,9</b>	<b>-115</b>
<b>Total</b>	<b>94.451</b>	<b>100,0</b>		<b>94.957</b>	<b>100,0</b>	<b>0,5</b>	<b>506</b>

\* Indica el récord de producción obtenido para cada cultivo entre las campañas 1979/80 y 2006/07.

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

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

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



del año se espera que la producción de carne vacuna alcance 3,15 millones de toneladas, 4% superior a la de 2006. A medida que avanza 2007, el proceso de liquidación de vientos se profundiza, llegando en agosto la faena de hembras a 49% del total, nivel máximo de la serie mensual con inicio en 2001. En el año, la faena de hembras alcanzaría 47% del total, participación superada sólo por la del año 1996, comprometiendo la capacidad de incrementar los stocks ganaderos en el futuro (ver Gráficos III.22 y III.23).

El consumo de carne vacuna se elevó a lo largo de 2007 y alcanzaría los 65 kg. por habitante por año, favorecido por la mejora del precio relativo respecto de otros productos alimenticios y la mayor oferta interna. Las exportaciones de carne vacuna totalizarían en el año 600 mil toneladas, 8% por encima del año previo, cuando se habían impuesto restricciones a las exportaciones, pero por debajo del nivel récord de 2005, debido a la cuotificación de los envíos.

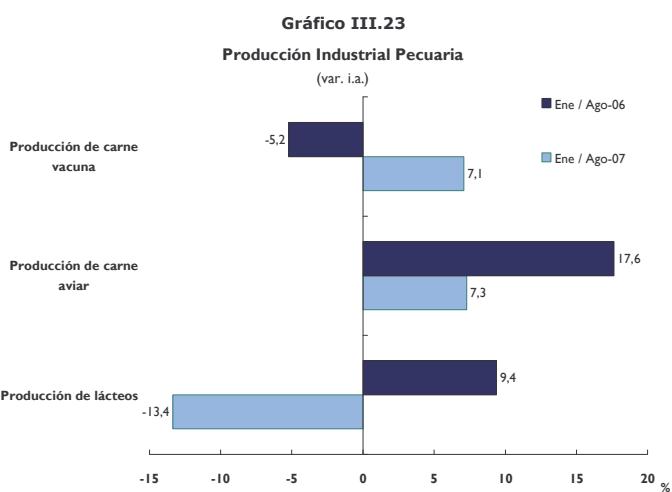
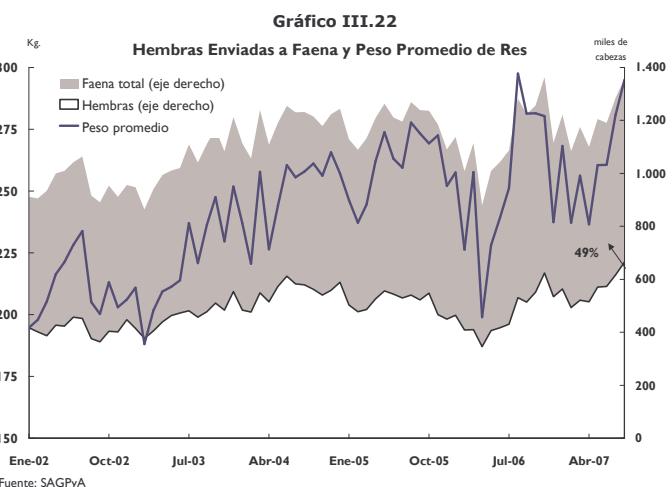
Finalmente, la producción de leche para su procesamiento en fábricas continuó cayendo en el tercer trimestre del año, como consecuencia de las bajas temperaturas que redujeron las bases forrajeras en la mayoría de las cuencas productoras de leche, impidiendo la adecuada recuperación del pastoreo. De todas maneras, se espera que la situación mejore en el cuarto trimestre, acompañando la mayor cantidad de pasturas (ver Gráfico III.24). En el acumulado de los primeros ocho meses del año la recepción se redujo 13% i.a. con relación al mismo período de 2006.

### Servicios Públicos

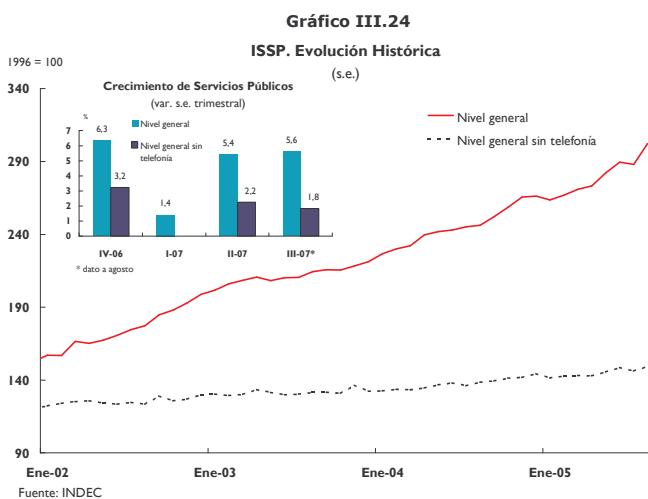
Sostenido por la fuerte demanda de servicios de comunicaciones y transporte, los servicios públicos continúan expandiéndose a buen ritmo. En el período julio-agosto el Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) acumuló un incremento de 20% i.a., exhibiendo un comportamiento más dinámico en relación al primer semestre. Así, en los primeros ocho meses el ISSP alcanzó un aumento de 17% i.a., manteniendo un ritmo similar al de 2006.

Como en años anteriores, el mayor impulso estuvo centrado en los servicios telefónicos, que acumulan un alza de 27,6% i.a. en el bimestre julio-agosto y contribuyen con 16 p.p. al crecimiento total, principalmente por la trayectoria del consumo de telefonía celular. Los servicios de transporte de pasajeros continúan mostrando subas significativas, a la vez que se recuperaron los servicios de transporte de cargas, que habían sido afectados, entre otros factores, por las inundaciones en la franja central del país durante la primera parte del año. Por su parte, la entrega de insumos energéticos y agua evidenció un incremento destacado, mostrando una fuerte aceleración en el margen. Esto se debió principalmente al aumento de la demanda tanto de electricidad como de gas<sup>34</sup>, que se elevó significativamente por el mayor consumo de los hogares (ver Gráfico III.25).

La creciente demanda de servicios de electricidad y gas natural alcanzó un nivel máximo con la llegada de las bajas temperaturas que se registraron desde mayo hasta agosto, inferiores al promedio histórico de cada mes y de las observadas en 2006. El consumo

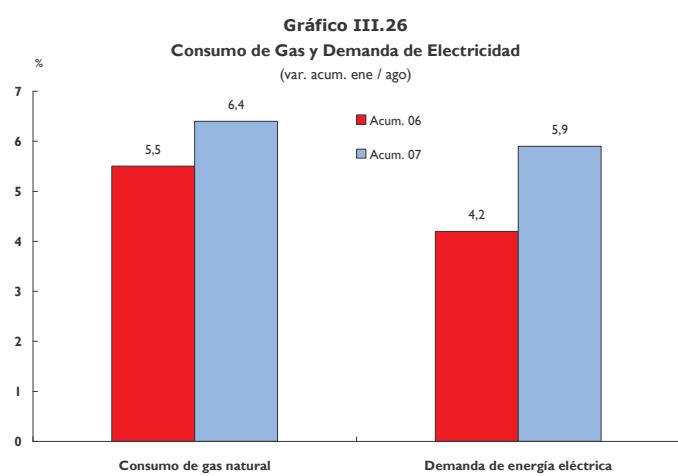
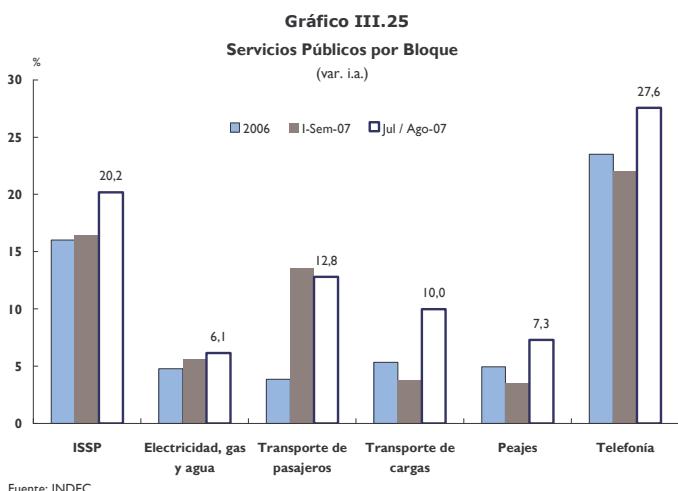


<sup>34</sup> Recientemente se modificaron los métodos de relevamiento del consumo de electricidad y de gas. En forma previa, el dato publicado indicaba la producción de electricidad y gas a nivel nacional en tanto que en la actualidad representa el consumo informado por la Subsecretaría de Coordinación y Control de Gestión del Ministerio de Planificación Federal, Inversión y Servicios Públicos. No obstante, esta variación de metodología no generó cambios significativos en la serie.



diario y la potencia de energía eléctrica se mantuvo en niveles récord, por lo que la provisión energética debió ser ordenada con el fin de no afectar a los usuarios residenciales (ver Gráfico III.26). Del lado del gas natural, la creciente demanda de las familias en los meses de frío fue acompañada por cortes programados a los grandes usuarios con contratos interrumpibles.

Si bien ya se evidencia cierta normalización de la situación energética, que se sostendría en los meses primaverales, se planean diversas inversiones en el sector para el verano, cuando el consumo de electricidad por aires acondicionados vuelve a incrementarse. Del lado de las iniciativas públicas, se está implementando un programa que prevé la instalación de usinas generadoras móviles de baja potencia en las regiones donde el abastecimiento está más comprometido, a la vez que el próximo año se incorporarían cinco centrales nuevas que permitirían ampliar la oferta de electricidad. Del lado del sector privado, algunas empresas están contemplando inversiones para ampliar o construir usinas propias con el fin de asegurarse la energía necesaria hasta que maduren las obras grandes, como la ampliación de la cota de Yacyretá, la finalización de Atucha II y la construcción de dos nuevas centrales de ciclo combinado.



## IV. EMPLEO Y SALARIOS

### IV.1 Síntesis

*La demanda laboral sigue en ascenso por quinto año consecutivo sostenida por el crecimiento de la actividad económica. Así, la creación de nuevos puestos de trabajo alienta una persistente caída del desempleo, que finalizaría el año por debajo de 8% de la Población Económicamente Activa (PEA), situándose en los menores valores en 15 años.*

*El ritmo de expansión del empleo continúa resultando elevado en términos históricos, en un marco en el que la Tasa de Empleo se ubica en niveles récord para la serie continua de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH). La generación de nuevos puestos laborales se ha concentrado mayormente dentro del segmento registrado, permitiendo mejoras en lo que hace a los indicadores de formalidad del empleo.*

*Por otro lado, ya se observan en el mercado laboral algunos segmentos donde la oferta de mano de obra resulta acotada. Esta situación se registra en la población con un nivel educativo superior o con mayor experiencia laboral, donde la proporción de desocupados se ubica en niveles particularmente reducidos.*

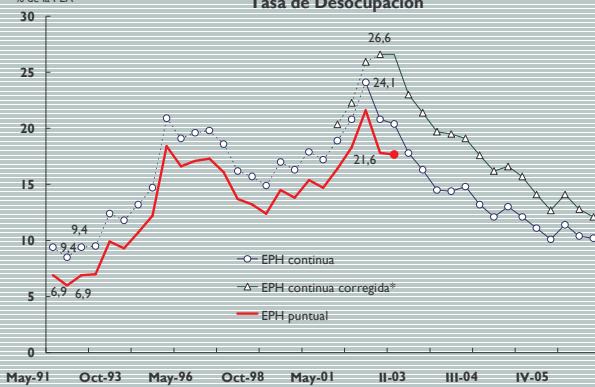
*Como contrapartida de la fuerte demanda de trabajo, los ingresos reales de los ocupados siguen en aumento, impulsados por un sostenido incremento nominal. En el caso del sector privado registrado, los convenios colectivos acordados otorgan continuidad al alza exhibida por las remuneraciones de este segmento del mercado laboral. Asimismo, los salarios informales y públicos presentan un incremento superior al del sector privado formal, aunque se mantienen en niveles más rezagados desde fines de 2001.*

*Con la mejora del empleo y de los salarios, los niveles de pobreza e indigencia continúan descendiendo, lográndose una importante mejora con respecto a la situación observada cinco años atrás. En particular, en el primer semestre de 2007 el porcentaje de personas pobres alcanzó a menos de la mitad que el vigente en 2002, mientras que la indigencia descendió a cerca de un tercio en el mismo lapso.*

*Para 2008 se espera que continúe la caída en la Tasa de Desocupación, previéndose que a fin de año se ubique en torno a 7% de la PEA. Este resultado se logaría principalmente gracias a la generación de puestos de trabajo que acompañaría el crecimiento previsto de la economía.*

Gráfico IV.1

Tasa de Desocupación



Nota: Se extendió hacia atrás la serie de la EPH continua en base a la EPH puntual

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

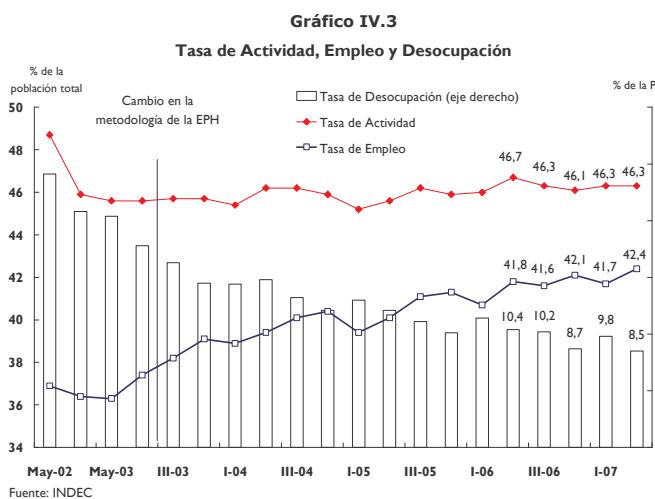
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico IV.2

Evolución del Empleo y del Porcentaje de Personas por debajo de la Línea de Pobreza e Indigencia



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la EPH



## IV.2 Empleo

Los niveles de ocupación de la economía mantienen una tendencia ascendente favorecidos por la expansión del Producto. De este modo, el desempleo continúa reduciéndose y se ubica en valores cercanos a 8% de la Población Económicamente Activa (PEA<sup>35</sup>), pudiendo incluso situarse en niveles inferiores en los próximos trimestres. Asimismo, se mantienen los progresos cualitativos del mercado laboral, teniendo en cuenta el positivo desempeño de los indicadores de formalización y empleo corregido por planes de trabajo.

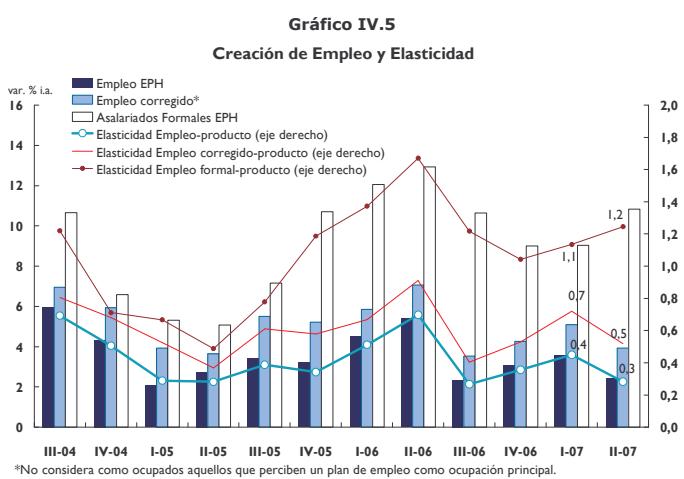
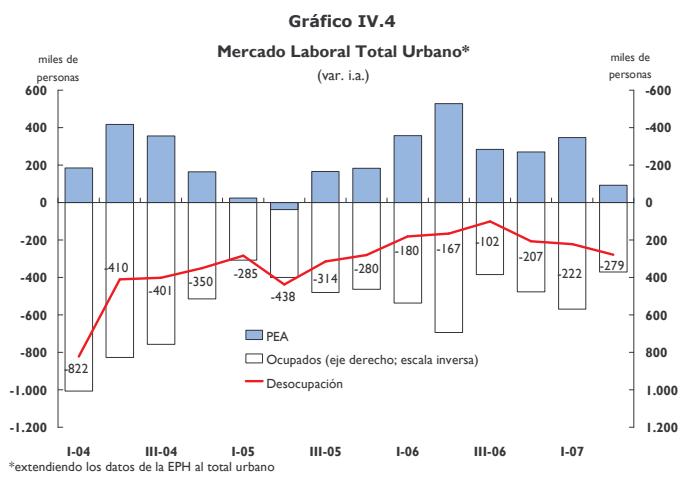
La desocupación exhibe una trayectoria descendente, principalmente por la mayor creación de empleo en un marco donde la fuerza laboral se mantiene relativamente estable. Así, en el segundo trimestre de 2007 la Tasa de Desocupación verificó un descenso interanual (i.a.) de 1,9 puntos porcentuales (p.p.) y se ubicó en el menor nivel en 15 años (8,5% de la PEA; ver Gráfico IV.3). Extrapolando los resultados de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH)<sup>36</sup> al total de los aglomerados urbanos, la cantidad de desempleados se redujo en 279 mil personas en forma interanual, como consecuencia de la creación de 371 mil puestos de trabajo (ver Gráfico IV.4).

Adicionalmente, el empleo exhibió un ritmo de crecimiento de 2,6% i.a., que si bien resultó levemente inferior al observado en el primer trimestre del año (3,6% i.a.), fue suficiente para llevar la Tasa de Empleo a 42,4% de la población relevada por la EPH, alcanzando el máximo histórico de la serie continua (ver Gráfico IV.5).

La generación está centrada en los puestos de trabajo bajo relación de dependencia, que en la primera mitad de 2007 registraron una suba de 4% i.a., en tanto que el resto de las categorías ocupacionales (patrón, cuenta propia y trabajador familiar) en conjunto no presentaron variación en relación al año anterior. En particular, dentro de los asalariados, la expansión se mantiene focalizada en el sector formal, que muestra un crecimiento superior al promedio. De hecho, el sector no registrado muestra una reducción de la cantidad de ocupados, en parte debido a la formalización, aunque aún persiste un nivel significativo de informalidad de 40% del total de asalariados según los datos de la EPH.

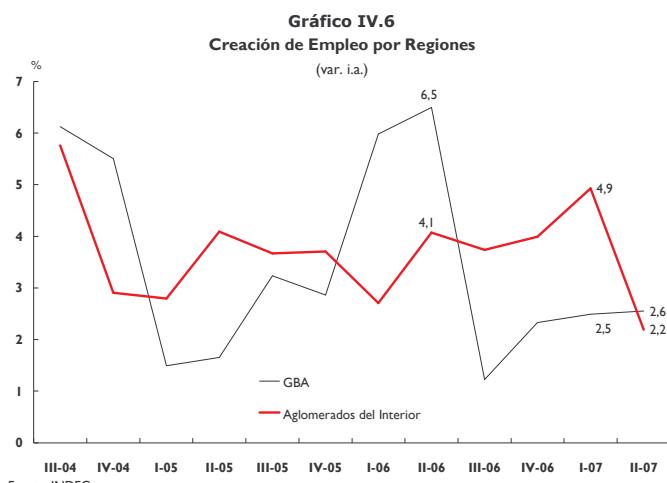
Desde un punto de vista regional, recientemente el incremento de la demanda laboral de la región metropolitana del Gran Buenos Aires (GBA) fue superior al de los Aglomerados del Interior del País (AIP). En efecto, en el segundo trimestre del año la variación del nivel de ocupación en el GBA se situó en 2,6% i.a., mientras que en los AIP fue de 2,2% i.a., casi la mitad de la observada en los cuatro trimestres previos (ver Gráfico IV.6).

En cuanto al crecimiento del empleo por rama de actividad, los sectores productores de bienes continúan siendo los que mayor tasa de variación presentan (5,8% i.a. en el primer trimestre de 2007), fundamentalmente gracias a la incorporación de trabajadores en la



<sup>35</sup> Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.

<sup>36</sup> A partir del tercer trimestre de 2006 se incorporaron al cálculo de los niveles de la EPH tres aglomerados más (Rawson-Trelew, Carmen de Patagones-Viedma y Villa Constitución-San Nicolás) a los veintiocho que ya se estaban relevando. De todas maneras, teniendo en cuenta la baja densidad poblacional de los aglomerados recientemente incorporados, los resultados entre ambas encuestas no difieren demasiado entre sí.



Industria manufacturera y la Construcción. De esta forma, las ramas productoras de bienes siguen ganando participación en el empleo total, en detrimento de los sectores productores de servicios, representando en la actualidad a 24% de la ocupación frente al 21% de inicios de 2003. No obstante, los principales generadores de puestos de trabajo siguen siendo los sectores productores de servicios, con un incremento de más de 370 mil nuevas posiciones (3,6% i.a.) en idéntico período.

Estos comportamientos son diferentes si se analizan los datos de empleo formal provisto por el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP) del primer semestre de 2007. En este caso, el crecimiento de la ocupación muestra variaciones muy similares entre las ramas productoras de bienes y servicios. En particular, los sectores relacionados con los servicios mostraron un incremento del empleo de 7,4% i.a., mientras que el otro rubro creció 7,5% i.a. La diferente evolución de los datos de la EPH y la SIJyP podría implicar una mayor formalización dentro del segmento terciario.

Cabe destacar que la evolución de la desocupación y del empleo se da en un contexto donde la oferta laboral crece a un ritmo similar al de la población, dando lugar a que la Tasa de Actividad se mantenga relativamente estable desde mediados del año pasado. En el segundo trimestre de 2007, dicha tasa se ubicó en el mismo nivel que el trimestre anterior (46,3% de la población), presentando una disminución de 0,4 p.p. en relación al mismo período de 2006, cuando se registró el máximo histórico. Este comportamiento podría estar explicado por la falta de incentivos de las familias a insertar nuevos miembros al mercado laboral como consecuencia de la mejora en sus ingresos.

El menor ingreso de personas al mercado laboral se ha centrado principalmente en el GBA, en tanto que en el resto del país ya se encontraba estable desde hace más tiempo. No obstante, dada la mayor creación de puestos de trabajo acaecida en el GBA, la Tasa de Desocupación presentó una reducción más pronunciada, disminuyendo las diferencias regionales. En particular, mientras que la principal región metropolitana del país exhibió una Tasa de Desempleo de 8,9% de la PEA (2,4 p.p. menos en relación a un año atrás), en los AIP dicha Tasa fue 7,9% de la PEA, resultando en una baja de 1,4 p.p. i.a. (ver Cuadro IV.1).

**Cuadro IV.1**  
Encuesta Permanente de Hogares  
(en %)

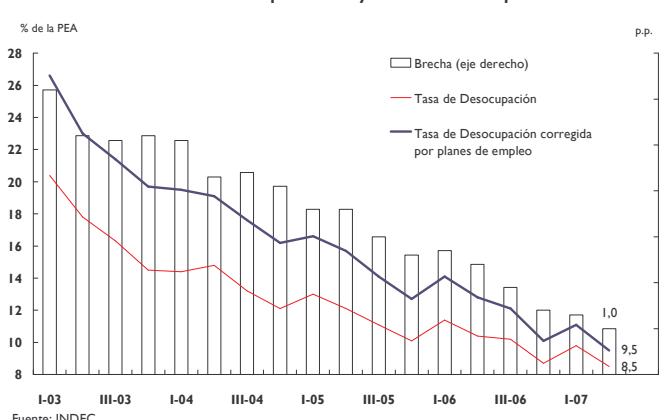
Tasa	II-06	III-06	IV-06	I-07	II-07
<b>Actividad<sup>1</sup></b>					
Total	46,7	46,3	46,1	46,3	46,3
GBA	49,3	48,6	48,3	48,8	48,9
Interior	43,7	43,8	43,5	43,4	43,5
<b>Empleo<sup>1</sup></b>					
Total	41,8	41,6	42,1	41,7	42,4
GBA	43,7	43,1	43,6	43,4	44,5
Interior	39,7	39,9	40,4	39,8	40,0
<b>Desocupación<sup>2</sup></b>					
Total	10,4	10,2	8,7	9,8	8,5
GBA	11,3	11,3	9,8	11,0	8,9
Interior	9,3	8,9	7,3	8,3	7,9
<b>Subocupación<sup>2</sup></b>					
Total	12,0	11,1	10,8	9,3	10,0
GBA	13,0	12,1	12,2	10,2	11,3
Interior	10,7	9,7	9,2	8,2	8,3

<sup>1</sup>Como % de la Población Total.

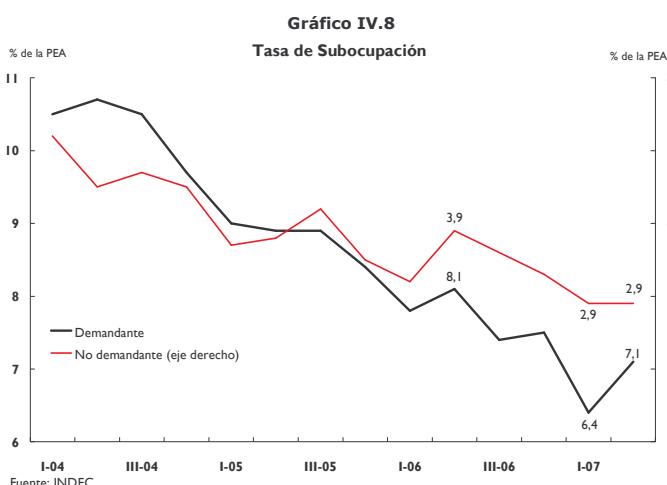
<sup>2</sup>Como % de la Población Económicamente Activa.

Fuente: INDEC

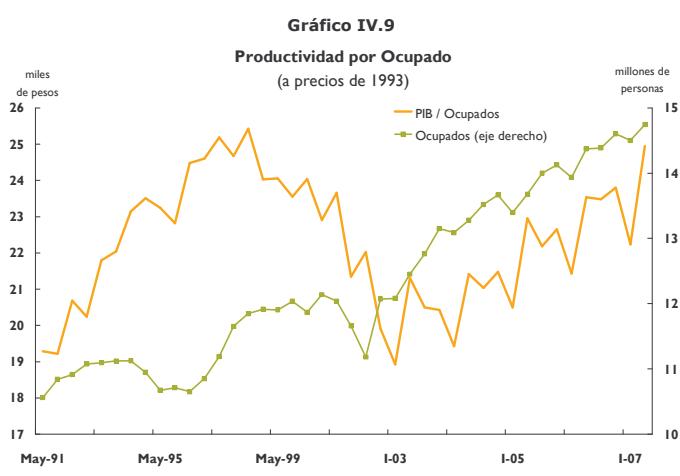
**Gráfico IV.7**  
Tasa de Desocupación con y sin Planes de Empleo



Asimismo, los datos del mercado laboral muestran una variación mayor si se utilizan las series corregidas por planes de empleo, es decir considerando como desocupados a aquellos individuos que declaran un plan de empleo como ocupación principal. El ritmo al que viene disminuyendo la Tasa de Desocupación corregida es superior al que exhibe la serie original, reduciéndose la diferencia entre ambas series al mínimo histórico en el segundo trimestre del corriente año (1 p.p.). Por el lado del empleo, la creación de puestos de trabajo neta de los planes gubernamentales es levemente mayor a 3,9% i.a.. De esta forma, se manifiesta una elasticidad empleo-Producto en torno a 0,45, superior a la resultante de los datos originales de empleo (0,28). Así, la Tasa de Desocupación corregida por planes de empleo descendió 3,3 p.p. i.a. hasta 9,5% de la PEA, siendo por primera vez menor a 10%. En este marco, se derogó el régimen de la doble indemnización para el despido sin causa justificada de aquellos contratados en forma previa al 31 de diciembre de 2002 (ver Gráfico IV.7).



Por su parte, la Tasa de Subocupación<sup>37</sup> mantiene una tendencia declinante, más allá de alguna fluctuación en el margen. En el segundo trimestre de 2007 esta tasa se ubicó en 10% de la PEA, 2 p.p. menos en relación a un año atrás, como consecuencia de una disminución de 1 p.p. tanto en la subocupación demandante como en la no demandante (ver Gráfico IV.8).



Cabe destacar que los indicadores laborales podrían haber presentado mejoras aún más importantes si no fuera por la escasez de personal calificado en algunos segmentos del mercado. En ese sentido, la Demanda Laboral Insatisfecha alcanzó en el segundo trimestre de 2007 a 11,7% de las empresas que realizaron búsquedas de personal, una reducción de 2,1 p.p. en relación a un año atrás, pero 1,4 p.p. más en comparación al período anterior. En particular, los sectores productores de alimentos, y de papel y productos de papel son los que más dificultades encontraron para cubrir posiciones, al quedar vacantes algo más de 25% de sus búsquedas de personal. En el futuro esta situación persistiría teniendo en cuenta que la cantidad de personas desocupadas con experiencia laboral previa, sobre todo en algunos tramos de edades o determinado nivel educativo, ya se ubica en niveles históricamente bajos. En efecto, en la actualidad la Tasa de Desocupación de los varones de 30 a 64 años se ubica en valores del orden del 3,5% de la PEA.

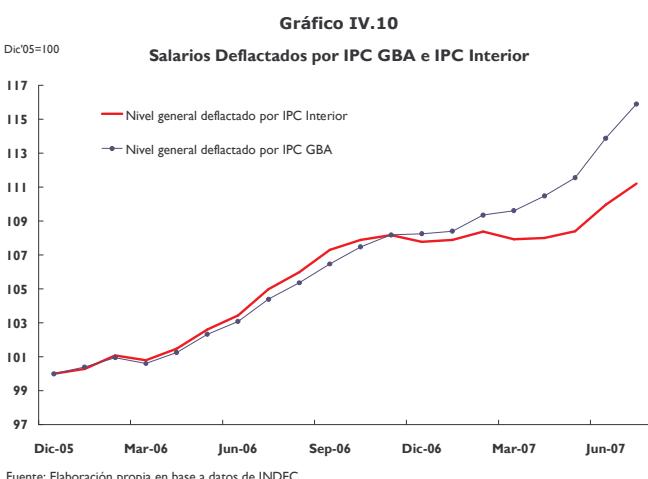
En relación a la productividad por ocupado, continúan observándose importantes mejoras en términos físicos y se lograría superar los máximos históricos de 1998. No obstante, los incrementos anteriores de productividad ocurrían generalmente en un contexto de reducción o estabilidad de la cantidad de ocupados. En cambio, el actual ciclo ascendente sucede junto a un fuerte incremento de la fuerza laboral empleada (ver Gráfico IV.9).

En definitiva, el buen desempeño del mercado laboral en el primer semestre del año permite inferir que la Tasa de Desocupación hacia fines de 2007 se ubicaría en torno a 7,5% de la PEA. Del mismo modo, hacia fines de 2008 se espera que el desempleo continúe disminuyendo hasta 7% de la PEA, acercándose a valores de pleno empleo en algunos segmentos del mercado laboral.

### IV.3 Salarios e Ingresos

Los ingresos de las familias han mantenido un sesgo ascendente, en consonancia con el crecimiento del empleo y los salarios. Así, los hogares continúan incrementando su poder de compra, hecho que se ve plasmado tanto en la reducción de los niveles de pobreza e indigencia como en la evolución del consumo.

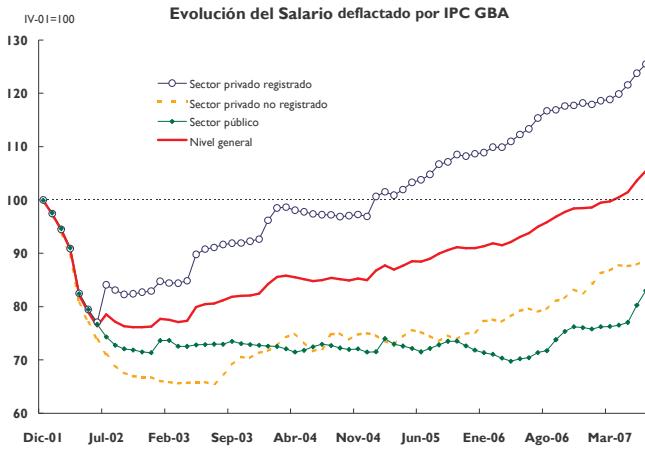
Dentro de la categoría de los asalariados, de la cual se dispone información más actualizada a través del Índice de Salarios, entre enero y julio se habría mantenido un incremento interanual de las remuneraciones tanto por encima de la variación del Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) como a nivel del Interior del país (ver Sección VIII). El aumento fue generalizado, pero estuvo liderado por los incrementos que registró el sector público y en menor medida por el sector privado, tanto registrado como no registrado (ver Gráfico IV.10).



<sup>37</sup> Proporción de ocupados que trabajan menos de 35 horas semanales por causas involuntarias y están dispuestas a trabajar más horas, sobre la PEA.

Gráfico IV.11

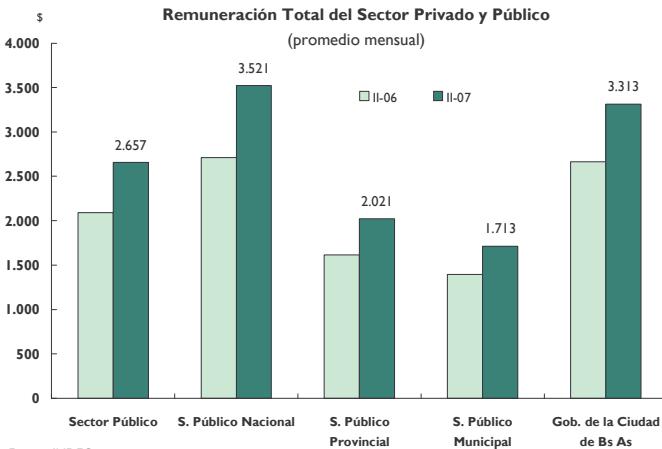
Evolución del Salario deflactado por IPC GBA



Fuente: INDEC

Gráfico IV.12

Remuneración Total del Sector Privado y Público (promedio mensual)



Fuente: INDEC

El alza de las remuneraciones nominales tanto del sector privado registrado como del público se dio principalmente por los convenios colectivos que se celebraron entre enero y agosto, beneficiando a más del 65% de los trabajadores bajo relación de dependencia. Las negociaciones han sido extendidas a la mayor parte de los sectores, con una cobertura levemente superior a la alcanzada en todo el año pasado, difiriendo los incrementos finales de cada rama económica por la incorporación de cláusulas específicas que contemplaron distintos tipos de comisiones y beneficios adicionales (ver Gráfico IV.11).

En el caso particular del Sector público, el Índice de Salarios registró en el tercer trimestre una fuerte suba principalmente como consecuencia de la entrada en vigencia de las cuotas escalonadas del convenio de los empleados de las fuerzas de seguridad y del sector administrativo del Gobierno Nacional. Desagregando la evolución de los salarios del sector público, el incremento acumulado en el primer semestre en base a datos del SIJyP fue impulsado por las remuneraciones del Sector público nacional que se elevaron 28% i.a. en el período, mientras que las del Sector público provincial y municipal verificaron subas de 23% i.a. y 20% i.a., respectivamente (ver Gráfico IV.12).

Por su parte, el sector privado registrado exhibió en lo que va del año un incremento de las remuneraciones similar a la del año anterior. Del lado de los salarios del segmento informal<sup>38</sup> de la economía el incremento nominal fue aún mayor (21,8% i.a. en julio), superando las variaciones de precios, tendencia observada desde mediados de 2006. Esta situación responde a varios factores como la mayor cantidad demandada de trabajadores para la construcción y una reducción de la oferta en este segmento laboral por la mayor formalización.

Para 2008 se espera que los salarios continúen creciendo y el mercado proyecta un aumento similar al observado en el corriente año (ver Sección IX).

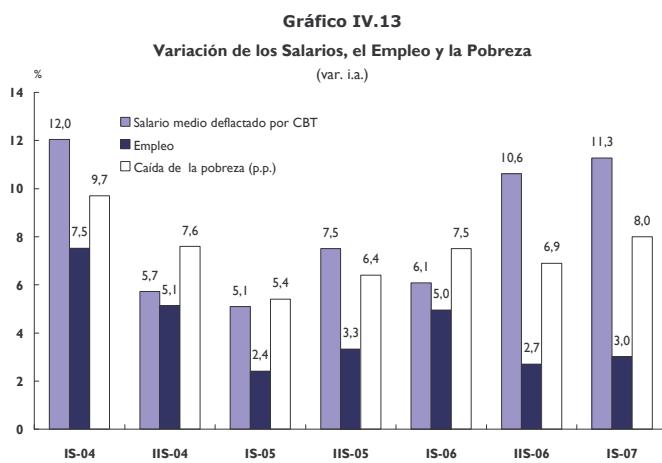
#### IV.4 Pobreza<sup>39</sup> e Indigencia<sup>40</sup>

Las condiciones sociales continúan exhibiendo mejoras a partir del aumento en el empleo y los salarios, así como por el efecto de la moratoria previsional y los aumentos a jubilados y pensionados. En particular, en la primera mitad del año la pobreza alcanzó a 23,4% de la población de los centros urbanos relevados por la EPH, reduciéndose 8 p.p. frente al primer semestre del año anterior. De ellos, la cantidad de personas que perciben ingresos por debajo de la línea de indigencia se situó en 8,2% de la población, observándose una baja interanual de 3 p.p. (ver Gráfico IV.2). Para encontrar valores similares para estos indicadores hay que remontarse a mayo de 1995 para la pobreza y a octubre de 2000 para la indigencia, de acuerdo a la serie en el Gran Buenos Aires (la más extensa publicada por el INDEC).

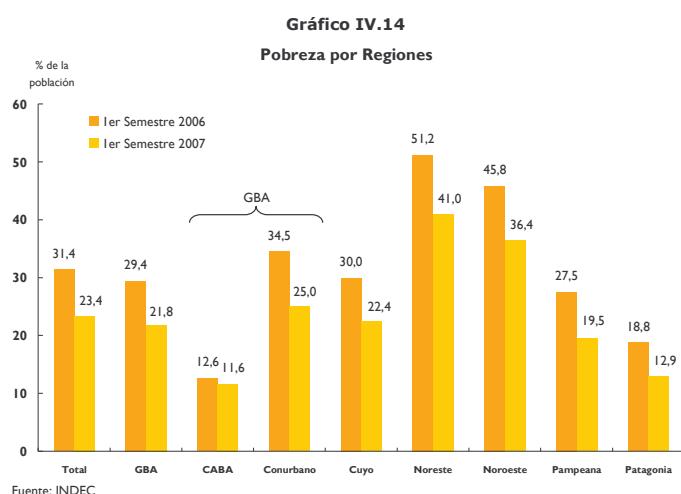
<sup>38</sup> Los datos de junio y julio fueron estimados como consecuencia de los conflictos que afectaron el relevamiento de la Encuesta Permanente de Hogares, que es la fuente de información para la obtención de los salarios no registrados.

<sup>39</sup> La medición de la pobreza con el método de la “línea de pobreza” consiste en establecer, a partir de los ingresos de los hogares, si éstos tienen capacidad de satisfacer (por medio de la compra de bienes y servicios) un conjunto de necesidades alimentarias y no alimentarias consideradas esenciales comprendido en la Canasta Básica Total (CBT). De esta manera, los hogares que no superan ese umbral, o línea, son considerados pobres, junto con las personas que los componen.

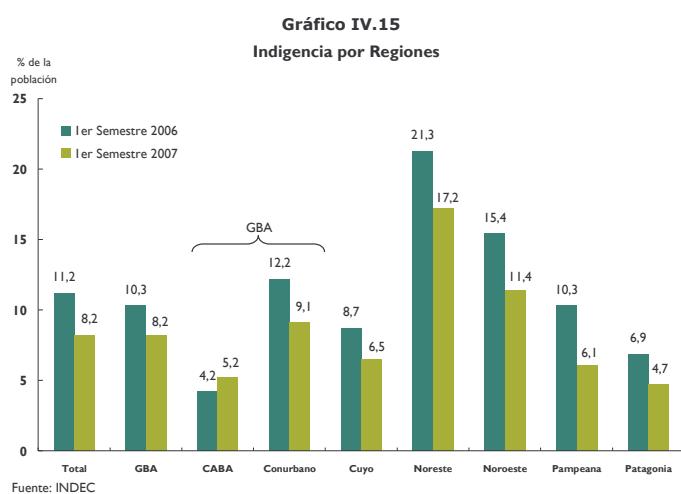
<sup>40</sup> El concepto de “línea de indigencia” procura establecer si los hogares cuentan con ingresos suficientes como para cubrir una canasta de alimentos (Canasta Básica Alimentaria -CBA-) capaz de satisfacer un umbral mínimo de necesidades energéticas y proteicas. De esta manera, los hogares que no superan ese umbral, o línea, son considerados indigentes, junto con las personas que los componen.



La reducción de la pobreza e indigencia tuvo lugar en un contexto donde los ingresos se vieron favorecidos por efecto del aumento del empleo (3% i.a.) y las remuneraciones (19% i.a.). De este modo, como las variaciones promedio de la Canasta Básica Alimentaria (CBA) y de la Canasta Básica Total (CBT) en el primer semestre presentaron magnitudes menores a los ingresos (8,7% i.a. y 7,7% i.a., respectivamente según las estimaciones oficiales), tanto el número de pobres como de indigentes registraron reducciones del orden de 25% i.a.. Si bien esta disminución es muy significativa, ya que 1,8 millones de personas salieron de la pobreza y 660 mil de la indigencia (teniendo en cuenta la población urbana de casi 24 millones de personas cubierta por la EPH), aún se encuentran en estas situaciones de precariedad 5,6 millones y 2 millones de personas respectivamente (ver Gráfico IV.12).



Por otro lado, todas las regiones presentan caídas interanuales en la pobreza e indigencia, aunque no necesariamente en una magnitud similar. El patrón característico fue que la disminución ocurrió en mayor dimensión en aquellas regiones que peor situación presentaban, posibilitando de esta manera una leve merma en las diferencias sociales interregionales. Las regiones del Noreste y Noroeste son las que mayores caídas interanuales muestran, con bajas de 4,1 p.p. y 4,0 p.p. en indigencia, y 10,2 p.p. y 9,4 p.p. en pobreza, respectivamente. En el otro extremo se encuentra la Patagonia, región que redujo su pobreza a 12,9% (5,9 p.p. i.a.) y su indigencia a 4,7% (2,2 p.p. i.a.). Cabe destacar que el Gran Buenos Aires logró mejorar sus indicadores sociales en una magnitud considerable (7,6 p.p. i.a. en el caso de la pobreza y 2,1 p.p. i.a. en el de indigencia), impulsada en su mayor parte por los Partidos del Conurbano. De hecho, en relación a igual período del año anterior, este aglomerado ha conseguido bajar tanto su tasa de pobreza (9,5 p.p.) como de indigencia (3,1 p.p.), contrarrestando la relativa estabilidad observada en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA), aunque en este último caso partiendo desde uno de los niveles más bajos del país (ver Gráficos IV.13 y IV.14).



En los próximos meses se espera que tanto la pobreza como la indigencia continúen disminuyendo a partir de la mejora del empleo y de los salarios, fundamentalmente de los empleados informales. No obstante, la dinámica reciente de los precios de los productos básicos podría contrarrestar parcialmente las mejoras en los ingresos anteriormente mencionadas.

## V. SECTOR EXTERNO

### V.I Síntesis

Manteniéndose aún en niveles elevados, la balanza comercial arrojaría en 2007 un superávit cercano a US\$10.000 millones, menor al registrado en 2006 debido al fuerte alza de las importaciones. Las ventas externas, por su parte, presentarían un incremento en torno a 15% interanual (i.a.), impulsadas principalmente por los mayores despachos de Productos primarios (básicamente maíz y porotos de soja) y por el destacado dinamismo de las exportaciones automotrices y de otras manufacturas.

Las importaciones mostraron una fuerte aceleración en el tercer trimestre, liderada por las mayores compras de combustibles y energía eléctrica durante el invierno. De este modo, finalizarían 2007 con un crecimiento de alrededor de 27% i.a., superando US\$43.500 millones, con lo cual la elasticidad importaciones-PIB medida a precios constantes se ubicaría alrededor de 3, por encima de lo estimado en el anterior Informe de Inflación. La caída del saldo comercial de Combustibles explica buena parte de la reducción observada en el superávit total. Debido al menor excedente comercial esperado, se proyecta que el saldo de Cuenta Corriente se ubique en torno a US\$6.500 millones en 2007 (aproximadamente 2,5% del PIB), mostrando una disminución con respecto a 2006, aunque manteniéndose en terreno positivo por sexto año consecutivo por primera vez en sesenta años.

Para 2008 se espera que las exportaciones se mantengan en ascenso, creciendo alrededor de 11% i.a.. Las primeras estimaciones para la campaña agrícola 2007/2008 prevén un incremento de la superficie sembrada con soja y maíz, dos de los principales productos de exportación del país, lo que podría derivar en una nueva cosecha récord. Del mismo modo, se prevé que las exportaciones del complejo automotriz continúen en alza, liderando el crecimiento de las ventas de productos industriales. Asimismo, se proyecta una elasticidad importaciones-Producto levemente superior a 2, mostrando una disminución con respecto a 2007. De esta manera, las compras externas se expandirían en torno a 15% i.a., alcanzando US\$50.000 millones, con lo cual el saldo comercial de 2008 sería del orden del de este año.

La Cuenta Capital y Financiera continuaría mostrando un ingreso neto en 2007, sostenido principalmente por el incremento del crédito comercial al sector privado no financiero y en menor medida por la colocación de deuda pública nacional y provincial entre no residentes. La Inversión Extranjera Directa (IED), por su parte, se mantiene en niveles reducidos.

Por último, en el tercer trimestre de 2007 se detuvo la acumulación de Reservas Internacionales, luego de haber alcanzado niveles récord en la primera mitad del año. Este fenómeno se asocia al accionar del BCRA para moderar el impacto en la economía local de las turbulencias financieras en los mercados internacionales iniciadas a fines de julio, que provocaron una salida de capitales de los mercados emergentes, y al efecto temporal de la incertidumbre previa a los procesos electorales. Sin embargo, se espera que el proceso de acumulación de Reservas Internacionales se retome a partir de fines del corriente año.

Gráfico V.1

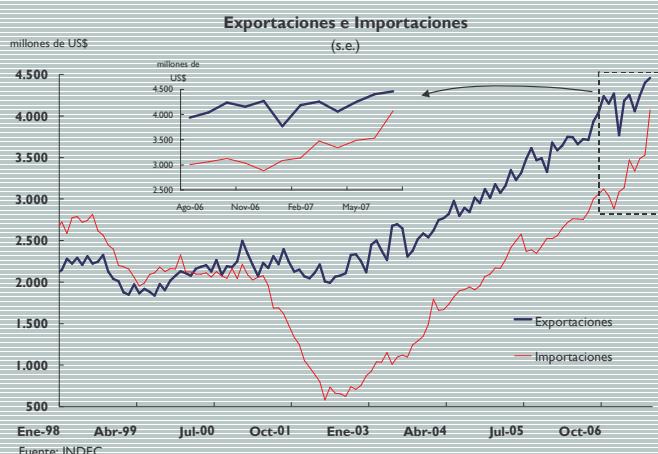
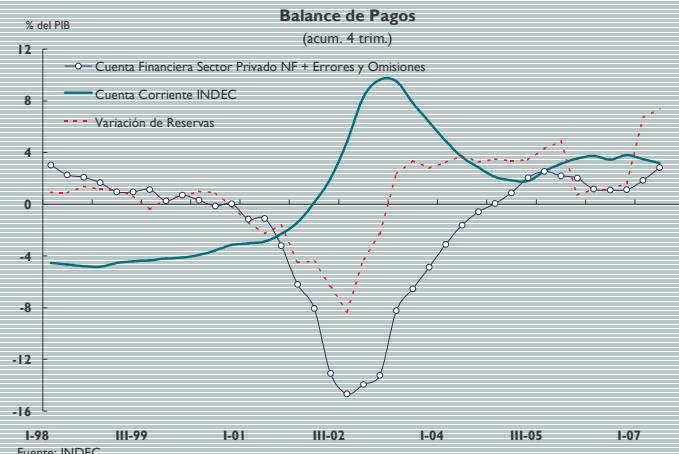
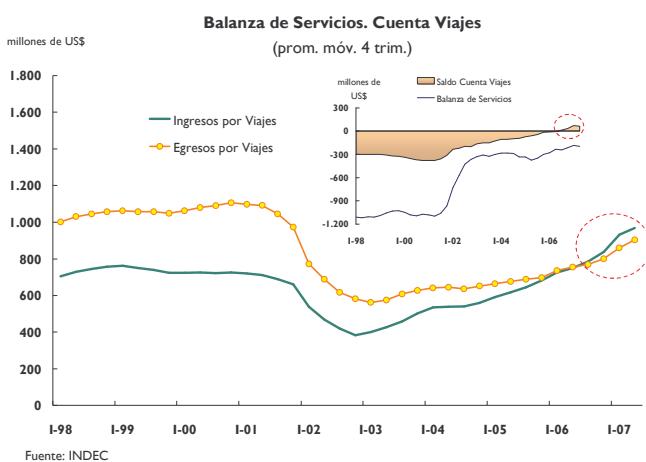
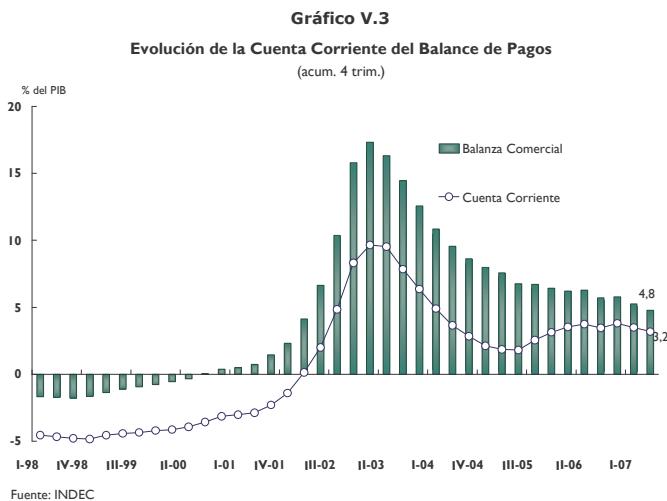


Gráfico V.2





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

	2004	2005	II-06	III-06	IV-06	2006	I-07	II-07	Var. II-07 / II-06
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>3.219</b>	<b>5.690</b>	<b>2.512</b>	<b>1.750</b>	<b>2.637</b>	<b>8.097</b>	<b>836</b>	<b>2.214</b>	<b>-298</b>
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	2,1	3,1	4,5	3,2	4,6	3,8	1,5	3,3	-1,3
<b>Mercancías</b>	<b>13.265</b>	<b>13.087</b>	<b>4.088</b>	<b>3.216</b>	<b>3.700</b>	<b>13.872</b>	<b>2.262</b>	<b>3.748</b>	<b>-340</b>
Exportaciones fob	34.576	40.387	11.943	12.088	12.519	46.456	11.011	13.535	1.592
Importaciones fob	21.311	27.300	7.855	8.873	8.819	32.585	8.749	9.787	1.932
<b>Servicios reales</b>	<b>-1.327</b>	<b>-1.199</b>	<b>-272</b>	<b>-341</b>	<b>20</b>	<b>-859</b>	<b>-143</b>	<b>-323</b>	<b>-51</b>
Exportaciones de servicios	5.288	6.426	1.665	1.827	2.307	7.694	2.484	2.027	362
Importaciones de servicios	6.615	7.625	1.937	2.168	2.287	8.553	2.627	2.350	412
<b>Rentas</b>	<b>-9.282</b>	<b>-6.730</b>	<b>-1.415</b>	<b>-1.267</b>	<b>-1.217</b>	<b>-5.417</b>	<b>-1.389</b>	<b>-1.316</b>	<b>99</b>
Renta de la inversión	-9.243	-6.679	-1.397	-1.252	-1.209	-5.356	-1.372	-1.301	96
Intereses	-6.956	-3.352	-301	-235	-185	-1.097	-194	-148	154
Ganados	2.818	3.239	953	1.065	1.129	4.016	1.162	1.250	297
Pagados	9.774	6.591	1.255	1.299	1.314	5.112	1.356	1.398	143
<b>Utilidades y Dividendos</b>	<b>-2.286</b>	<b>-3.327</b>	<b>-1.095</b>	<b>-1.017</b>	<b>-1.020</b>	<b>-4.261</b>	<b>-1.178</b>	<b>-1.153</b>	<b>-58</b>
Pagados	3.148	4.317	1.436	1.361	1.340	5.580	1.443	1.435	0
<b>Otras Rentas</b>	<b>-39</b>	<b>-51</b>	<b>-18</b>	<b>-15</b>	<b>-13</b>	<b>-59</b>	<b>-17</b>	<b>-15</b>	<b>3</b>
Transferencias corrientes	563	532	112	143	134	501	107	105	-6

Fuente: INDEC

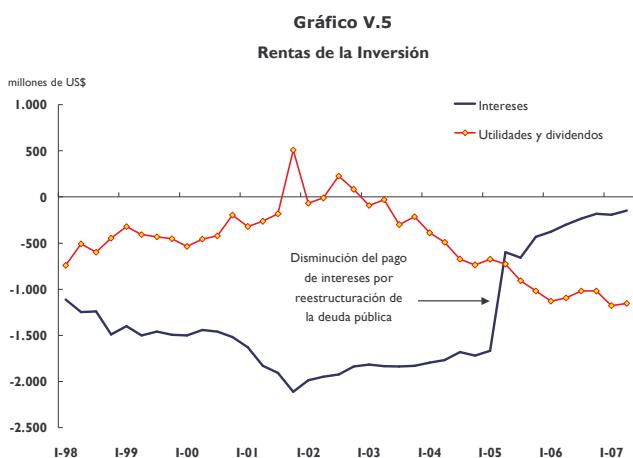
## V.2 Cuenta Corriente

El resultado en Cuenta Corriente se mantiene en terreno positivo, aunque exhibiendo cierta declinación, principalmente a raíz del menor excedente en el intercambio de bienes. En efecto, durante el tercer trimestre se observó una aceleración de la tasa de crecimiento de las importaciones, que si bien es en gran medida un fenómeno transitorio, provoca una reducción del superávit en Cuenta Corriente proyectado para 2007, que se ubicaría en torno a US\$6.500 millones (aproximadamente 2,5% del PIB). Si bien resultaría inferior al excedente alcanzado en 2006 (US\$8.000 millones, 3,8% del PIB), el saldo en Cuenta Corriente seguiría siendo positivo por sexto año consecutivo, el lapso más extendido desde la segunda guerra mundial, cuando entre los años 1941 y 1946 Argentina mantuvo un saldo positivo en Cuenta Corriente (ver Gráfico V.3 y Cuadro V.1).

Más allá del desempeño de la balanza comercial de bienes, que por su magnitud continúa siendo el factor principal del superávit en Cuenta Corriente, se destaca la evolución favorable del resto de las cuentas. Tanto la balanza de servicios reales como la de rentas de la inversión continúan exhibiendo mejoras en el margen. El déficit por intercambio de servicios reales se redujo en el primer semestre de 2007 a raíz del importante crecimiento de las exportaciones de servicios, que más que compensó el aumento de las importaciones. Esta tendencia es impulsada principalmente por el desarrollo del turismo receptivo en el país, aunque también se destaca el aumento de las ventas externas de servicios de informática y de servicios empresariales, profesionales y técnicos, los que alcanzaron sendos máximos históricos en 2007. El fuerte incremento en el comercio de servicios, conjuntamente con el aumento en el intercambio de bienes a lo largo de los últimos años dio lugar a que el coeficiente de apertura de la economía (suma de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios en relación al PIB a precios constantes) alcance cerca de 28% en 2007, un máximo histórico para los últimos 95 años y se proyecta que aumente nuevamente en 2008 (ver Gráfico V.4).

En el mismo sentido, la cuenta de rentas de la inversión exhibe también una disminución del déficit explicada por completo por la reducción del saldo negativo por intereses. Si bien se observa un aumento de los intereses devengados durante el primer semestre de 2007, el mismo resulta inferior al registrado por los intereses percibidos. Una gran proporción del mencionado incremento se debe a la renta de las Reservas Internacionales del BCRA, que en los primeros nueve meses del año ascendió a US\$1.980 millones, más que duplicando el rendimiento obtenido en igual período de 2006 debido al aumento de las Reservas Internacionales y la mayor tasa implícita (paso de 5% anual en 2006 a 6,8% en el corriente año). Por su parte, el balance por utilidades y dividendos mostró un leve deterioro, impulsado por la reducción de los dividendos percibidos por residentes, ya que los dividendos devengados han detenido el crecimiento que registraban desde la salida de la crisis (ver Gráfico V.5).

Finalmente, para 2008 se estima un excedente en Cuenta Corriente de alrededor de US\$6.000 millones, que en relación al Producto se ubicaría en torno a 2%.



Fuente: INDEC

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

Rubro	Agosto			Enero-Agosto			Contribución
	2006	2007	Var. i.a.	2006	2007	Variación	
						Total	
Productos primarios	811	1.194	47,2%	5.947	7.939	33,5%	46,7%
MOA	1.388	1.770	27,5%	9.604	11.443	19,1%	43,1%
MOI	1.401	1.610	15,0%	9.226	10.606	15,0%	32,3%
MOI sin Material de transporte	1.039	1.022	-1,6%	6.818	7.414	8,7%	14,0%
Material de transporte	362	588	62,4%	2.408	3.192	32,6%	18,4%
Combustibles y energía	641	449	-29,9%	5.125	4.183	-18,4%	-22,1%
<b>TOTAL</b>	<b>4.240</b>	<b>5.023</b>	<b>18,5%</b>	<b>29.902</b>	<b>34.171</b>	<b>14,3%</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: INDEC

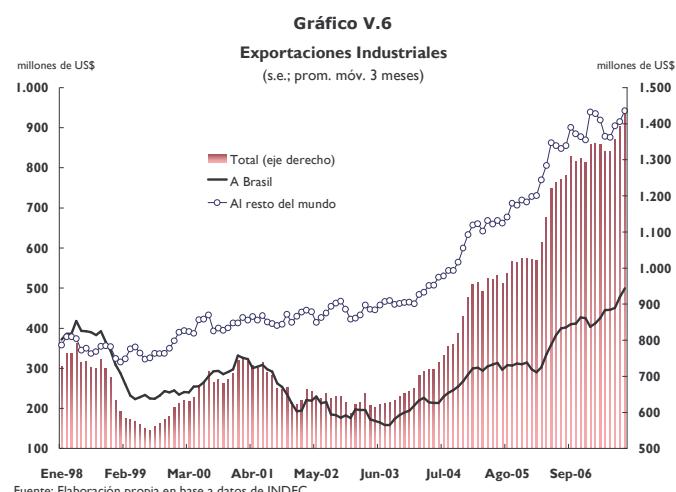
### Balanza Comercial<sup>41</sup>

Durante el tercer trimestre de 2007 se observa una importante reducción del superávit comercial en relación a un año atrás y respecto a lo esperado en el anterior **Informe de Inflación**. En términos agregados dicha merma responde enteramente al comportamiento de las importaciones, ya que las exportaciones evolucionan en línea con lo esperado y en el año se ubicarán en torno a US\$53.500 millones. Las importaciones, por su parte, luego de crecer 24% interanual (i.a.) en la primera mitad de 2007, se aceleraron fuertemente en el bimestre julio-agosto con una expansión promedio de 42,3% i.a., superando todas las expectativas. Así, se eleva la proyección para el corriente año hasta aproximadamente US\$43.500 millones, con un crecimiento i.a. de 27%.

En lo que respecta a las exportaciones, su evolución continúa siendo favorable. En los primeros ocho meses de 2007 las exportaciones de bienes excluyendo Combustibles y energía (CyE) muestran un aumento de 21,5% i.a., explicado en mayor medida por los precios de exportación, con un crecimiento en torno a 12% i.a., aunque con un aporte no menor de las cantidades embarcadas, que se expandieron aproximadamente 8% i.a.. Cabe destacar que en el caso de las ventas de Combustibles y energía tanto los precios de exportación como las cantidades exhibieron sendas caídas (ver Cuadro V.2).

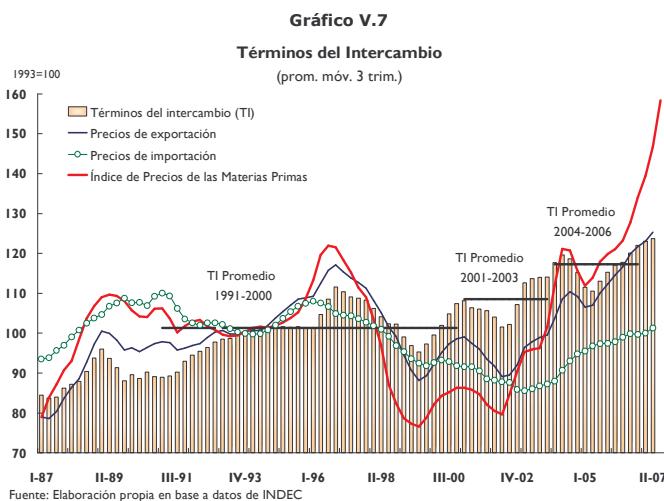
En lo que va de 2007 las ventas de Productos primarios (PP) lideraron el crecimiento de las exportaciones, impulsadas por la cosecha récord correspondiente a la campaña 2006/2007 y por la firmeza de los precios internacionales de las principales materias primas agrícolas exportadas por el país, que se encuentran en los niveles más elevados de los últimos 20 años y continúan creciendo. En el período enero-agosto, las exportaciones de PP aumentaron 33% i.a., producto del incremento conjunto de 19% i.a. en precios y 12% i.a. en cantidades. Las ventas de cereales y semillas oleaginosas aumentaron 79% y 32% i.a., respectivamente, en los primeros ocho meses de 2007, explicando 97% del incremento en las exportaciones de PP. También se destacan los envíos de frutas frescas, que exhiben un crecimiento superior a 30% i.a. y finalizarían 2007 con ventas por casi US\$1.000 millones.

Por su parte, las ventas de Manufacturas de origen agropecuario (MOA) mantienen un ritmo de crecimiento de 19% i.a. en los primeros ocho meses de 2007, aunque en este caso la mejora es casi por completo producto de mayores precios de exportación, ya que en dicho período las cantidades exportadas crecieron sólo 1% i.a.. El incremento de las exportaciones de MOA es impulsado por los subproductos agrícolas, principalmente aceites, grasas y desperdicios (*pellets*) de la industria alimenticia, a lo que se adiciona el importante aporte de los productos de molinería, cuyas exportaciones se cuadruplicaron con respecto a los embarques de un año atrás, si bien partiendo de niveles exigüos. También se observa una recuperación de los envíos de carne bovina, aunque en parte se debe a la baja base de comparación que presta 2006, cuando la exportación se vio afectada por la suspensión de exportaciones de ciertos cortes, que luego se fue flexibilizando



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

<sup>41</sup> En el caso de la Balanza Comercial se consideran las importaciones *Cost of Insurance and Freight* (CIF; incluyendo el costo del seguro y fletes) mientras que en el Balance de Pagos son contabilizadas en términos *Free on Board* (FOB; puesto a bordo).



paulatinamente. Así, en los primeros ocho meses de 2007 las ventas de carne bovina aumentaron aproximadamente 20% i.a..

Las exportaciones de Manufacturas de origen industrial (MOI) continúan creciendo, principalmente impulsadas por las ventas de material de transporte terrestre, que explica más de la mitad del aumento de los embarques industriales en el período enero-agosto. Adicionalmente, las ventas de productos químicos, máquinas, aparatos y material eléctrico y productos metálicos básicos también evolucionaron favorablemente.

Por el contrario, y en línea con lo que viene sucediendo desde 2003, las exportaciones de CyE continúan disminuyendo medidas en términos de cantidades, a lo que se le suma la declinación de los precios de exportación del rubro, que venían sosteniendo los valores corrientes de las ventas externas. En los primeros ocho meses de 2007 las ventas de CyE acumulan una reducción de 18% i.a., producto de la caída conjunta de precios y cantidades (5% y 14% i.a., respectivamente). Los mayores descensos se dieron en las exportaciones de petróleo crudo, que se redujeron a prácticamente la mitad respecto de un año atrás y en las ventas de energía eléctrica.

Para 2008 se proyecta que las exportaciones se mantengan en ascenso, creciendo alrededor de 11% i.a., para alcanzar cerca de US\$60.000 millones, nuevo máximo histórico. Las primeras estimaciones para la campaña agrícola 2007/2008 prevén un incremento de la superficie sembrada con soja y maíz, dos de los principales productos de exportación del país, lo que podría derivar en una nueva cosecha récord o al menos de similar magnitud a la registrada en la campaña 2006/2007. Asimismo, se espera que los precios internacionales de los productos agrícolas se mantengan durante 2008 en niveles elevados. Del mismo modo, se prevé que las exportaciones del complejo automotriz continúen en alza, liderando el crecimiento de las ventas de productos industriales, que también estarían impulsadas por el incremento de las ventas de aluminio a partir de la maduración de un importante proyecto de inversión que permitiría expandir la capacidad de producción 60%, con destino primordial de exportación.

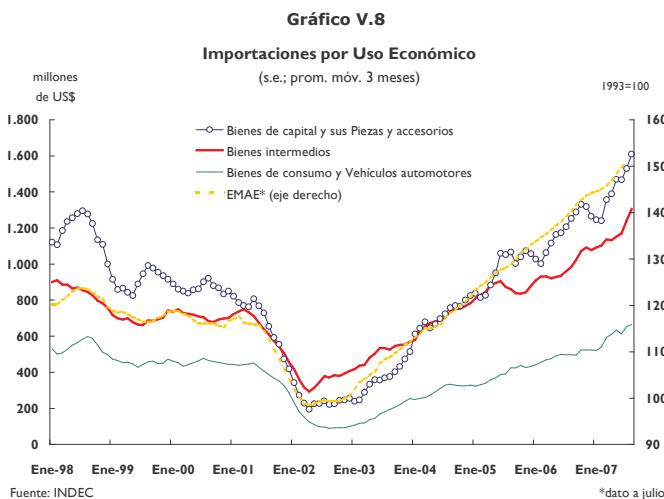
Las importaciones, luego de crecer 24% i.a. durante la primera mitad de 2007, aceleraron sustancialmente su crecimiento durante el bimestre julio-agosto, cuando registraron un aumento de 42,3% i.a.. Así, en los primeros ocho meses de 2007 las compras externas acumulan un aumento de 30% i.a., producto de los incrementos de 23% en las cantidades importadas y 5% en los precios. El avance de los precios de importación, que en el mes de agosto crecieron 13% i.a., está en gran medida relacionado con el cambio en la canasta de bienes importados, donde se observa una mayor participación de las compras de Combustibles y lubricantes (CyL). De todos modos, aún teniendo en cuenta el crecimiento de los precios de importación, los términos del intercambio se mantienen en los niveles más elevados de los últimos veinte años (ver Gráfico V.7).

En este sentido, las importaciones de Combustibles mostraron en julio y agosto un fuerte incremento de 151% i.a.. Los principales impulsores de la suba fueron las compras de fuel-oil, gas-oil y energía eléctrica, que sirvieron para hacer frente a la mayor demanda energética. De esta forma, el incremento de las

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

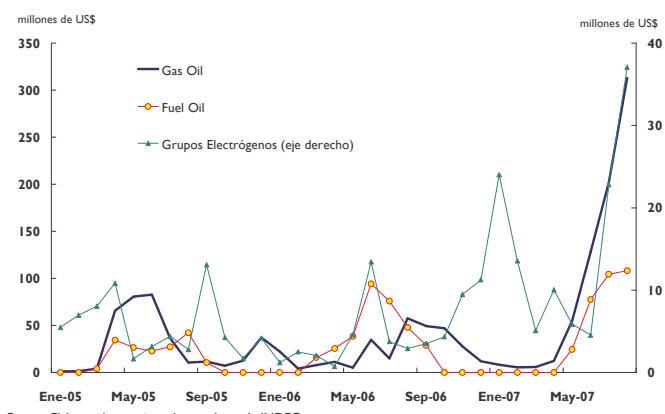
Uso Económico	Agosto			Enero-Agosto					
	2006	2007	Var. i.a.	2006	2007	Variación	Contribución		
						Total	Precio	Cantidad	
Bienes de capital	799	1.101	37,8%	5.184	6.589	27,1%	-1%	28%	21,9%
Equipo de transporte industrial	172	255	48,3%	1.054	1.258	19,4%			3,2%
Otros bienes de capital	626	847	35,3%	4.130	5.331	29,1%			18,7%
Bienes intermedios	1.124	1.506	34,0%	7.633	9.717	27,3%	9%	17%	32,5%
Combustibles y lubricantes	223	545	144,4%	1.208	1.967	62,8%	14%	43%	11,8%
Piezas y accesorios para bienes de capital	581	725	24,8%	3.861	4.917	27,4%	2%	25%	16,5%
Bienes de consumo	368	486	32,1%	2.427	3.135	29,2%			11,0%
Vehículos automotores de pasajeros	178	233	30,9%	1.342	1.747	30,2%	6%	22%	6,3%
Resto	9	11	22,2%	78	78	0,0%	-	-	0,0%
<b>TOTAL</b>	<b>3.282</b>	<b>4.607</b>	<b>40,4%</b>	<b>21.733</b>	<b>28.150</b>	<b>29,5%</b>	<b>5%</b>	<b>23%</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: INDEC



\*dato a julio

**Gráfico V.9**  
Importaciones de Gas Oil, Fuel Oil y Grupos Electrógenos



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

**Cuadro V.4**  
Saldo Comercial por Rubro

	Agosto		Acumulado 8 meses	
	millones de US\$	var. % ia	millones de US\$	var. % ia
<b>Combustibles y energía</b>				
Exportaciones	449	-30,0	4.183	-18,4
Importaciones	545	144,4	1.967	62,8
Saldo	-96	-123,0	2.216	-43,4
<b>Resto</b>				
Exportaciones	4.574	27,1	29.989	21,0
Importaciones	4.062	32,8	26.183	27,6
Saldo	512	-5,2	3.806	-10,5
<b>COMERCIO TOTAL</b>				
Exportaciones	5.023	18,5	34.172	14,3
Importaciones	4.607	40,4	28.150	29,5
Saldo	416	-56,6	6.022	-26,3

Fuente: INDEC

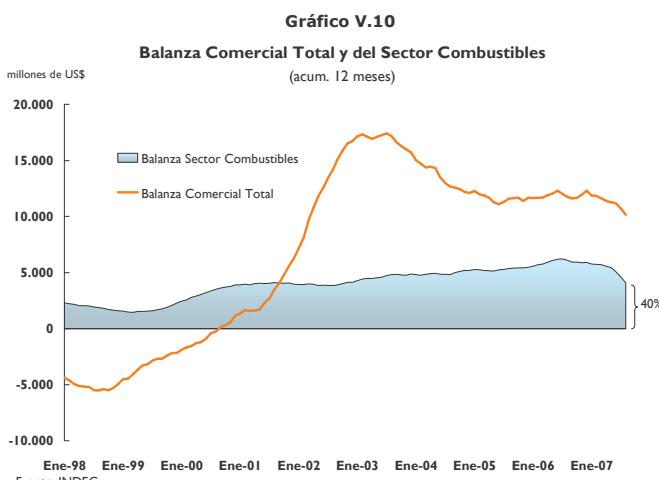
importaciones conjuntamente con la caída que exhiben las exportaciones de Combustibles y energía dieron lugar a dos meses consecutivos de déficit en el intercambio de Combustibles. Una parte de este fenómeno puede considerarse transitoria, ya que las importaciones de combustibles líquidos tuvieron un alza pronunciada en los meses de invierno, que se espera se revierta parcialmente hacia fin de año. No obstante, la evolución declinante de las exportaciones de hidrocarburos (principalmente petróleo crudo) obedece a factores estructurales, vinculados con una producción local en disminución y una demanda interna en fuerte ascenso.

La aceleración de las importaciones no es sólo impulsada por las compras de Combustibles, ya que el resto también exhibe un mayor crecimiento en el margen. En efecto, el crecimiento de las importaciones excluyendo CyE ascendió a 25% i.a. en el primer semestre, para acelerarse hasta 35% i.a. en el bimestre julio-agosto. En particular, las importaciones de Bienes de capital muestran una evolución similar a la del agregado aumentando 23% i.a. en el primer semestre de 2007 y 36,5% i.a. en el período julio-agosto, impulsando así la Inversión en equipo durable de producción (ver Sección III). Dentro de este rubro se destacan las compras de vehículos para el transporte de mercancías, celulares y grupos electrógenos. En el caso de los grupos electrógenos si bien se trata de valores todavía reducidos, se observa un crecimiento de casi 300% i.a. en los primeros ocho meses de 2007 (ver Gráfico V.9).

La importación de Bienes intermedios también exhibe una aceleración en el margen, impulsada en parte por la recuperación de la producción industrial en los primeros meses del segundo semestre y por la caída en la producción de industrias de insumos básicos, como por ejemplo la urea, usada como fertilizante en la siembra de granos. Por su parte, la importación de Bienes de consumo y vehículos automotores también mostró una evolución similar a la de las compras totales con una marcada aceleración en el bimestre julio-agosto, probablemente debida al fuerte aumento que muestra el Consumo Privado a partir del crecimiento de la masa salarial y de la expansión del endeudamiento del sector privado, entre otros factores. No obstante la suba de las exportaciones automotrices, el incremento de las compras externas de automotores y autopartes provocan que el sector siga manteniendo un resultado comercial negativo.

En 2008, se espera que las importaciones aumenten aproximadamente 15% i.a., para alcanzar US\$50.000 millones, consistente con una elasticidad importaciones-Producto a precios constantes levemente superior a 2 (aunque inferior a la esperada para 2007, que estaría en torno a 3).

Por su parte, a partir de las mayores importaciones esperadas para 2007, el superávit comercial ascendería a poco menos de US\$10.000 millones, inferior al registrado durante 2006 pero elevado en términos históricos. Esta disminución es explicada en un 80% por el intercambio de Combustibles y energía, ya que el saldo comercial excluyendo los productos mencionados mostró una reducción de una cuantía mucho menor (ver Cuadro V.4). La trayectoria de la balanza comercial del sector condiciona la evolución proyectada del resultado comercial total para los próximos períodos, teniendo en cuenta que en 2006 el intercambio



Fuente: INDEC

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

	2004	2005	II-06	III-06	IV-06	2006	I-07	II-07	Var. II-07 / II-06
<b>Cuenta capital y financiera</b>	<b>1.470</b>	<b>3.110</b>	<b>793</b>	<b>899</b>	<b>323</b>	<b>-6.592</b>	<b>3.072</b>	<b>3.592</b>	<b>2.799</b>
Cta. capital y fin. (errores y omisiones)*	2.100	3.167	1.330	780	1.154	4.963	3.824	4.125	2.795
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	1,0	1,7	1,4	1,7	0,6	-3,1	5,6	5,3	3,9
<b>Cuenta capital</b>	<b>196</b>	<b>89</b>	<b>40</b>	<b>45</b>	<b>1</b>	<b>97</b>	<b>12</b>	<b>2</b>	<b>-38</b>
<b>Cuenta financiera</b>	<b>1.274</b>	<b>3.021</b>	<b>753</b>	<b>854</b>	<b>322</b>	<b>-6.689</b>	<b>3.060</b>	<b>3.589</b>	<b>2.836</b>
<b>Sector Bancario</b>	<b>-3.097</b>	<b>-4.432</b>	<b>-583</b>	<b>389</b>	<b>-526</b>	<b>-10.424</b>	<b>348</b>	<b>-139</b>	<b>445</b>
<b>Sector Público no Financiero</b>	<b>4.910</b>	<b>3.414</b>	<b>1.158</b>	<b>-174</b>	<b>1.441</b>	<b>3.353</b>	<b>840</b>	<b>993</b>	<b>-165</b>
<b>Sector Privado No Financiero</b>	<b>-539</b>	<b>3.939</b>	<b>178</b>	<b>638</b>	<b>-593</b>	<b>382</b>	<b>1.872</b>	<b>2.735</b>	<b>2.557</b>
<b>Errores y Omisiones Netos</b>	<b>630</b>	<b>57</b>	<b>538</b>	<b>-120</b>	<b>830</b>	<b>2.025</b>	<b>752</b>	<b>534</b>	<b>-4</b>
<b>Variación de Reservas Internacionales</b>	<b>5.319</b>	<b>8.857</b>	<b>3.843</b>	<b>2.530</b>	<b>3.791</b>	<b>3.530</b>	<b>4.660</b>	<b>6.340</b>	<b>2.497</b>

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

Fuente: INDEC

de Combustibles llegó a explicar la mitad del excedente comercial de mercancías (ver Gráfico V.10).

Por último, en términos regionales la naturaleza del superávit comercial argentino no se ha modificado en lo sustancial ya que el país continúa manteniendo un Importante superávit en el comercio con Chile y un fuerte déficit con el MERCOSUR. Entre los destinos con desempeño desfavorable se pueden destacar el NAFTA y el caso de China, país con el que hace dos años manteníamos un superávit comercial superior a US\$1.000 millones, y actualmente el comercio con el país oriental se encuentra equilibrado. Este comportamiento es parcialmente compensado por destinos tales como el resto de ALADI y Medio Oriente, en los cuales se registró un mayor superávit comercial en el transcurso de 2007 comparado a un año atrás.

### V.3 Cuenta Capital y Financiera

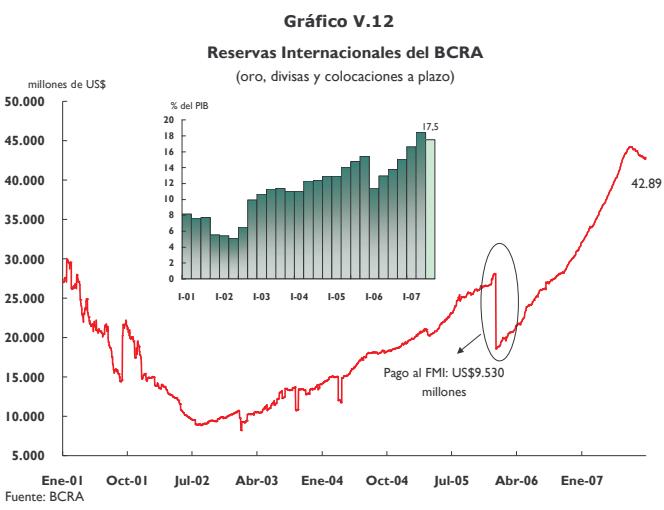
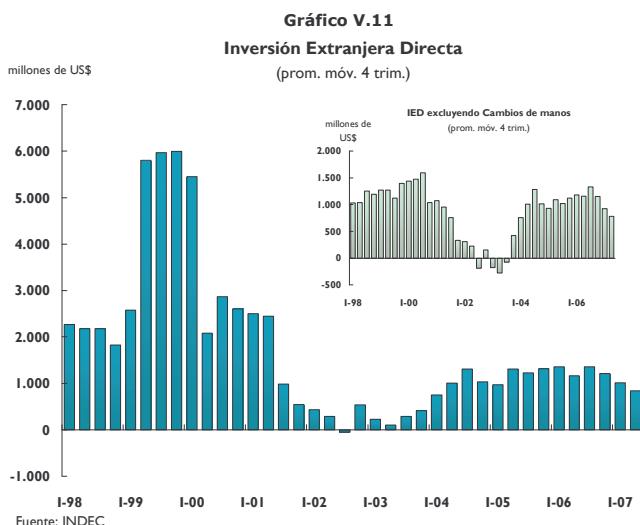
A diferencia de lo que sucedió en la primera mitad del año, cuando se registraron fuertes ingresos netos en la Cuenta Capital y Financiera, durante el tercer trimestre de 2007 se habría registrado un déficit, producto del cambio en las condiciones financieras internacionales con una marcada reducción del apetito por riesgo, fenómeno que se estima de carácter transitorio (ver Sección II y Cuadro V.5).

Lo sucedido en el tercer trimestre contrasta con los datos del primer semestre, cuando se registró una entrada neta de US\$7.950 millones (incluyendo errores y omisiones), principalmente como producto del importante superávit en la Cuenta Financiera del sector privado no financiero que ascendió a US\$4.600 millones en el mismo lapso. El sector público también registró un saldo positivo de magnitud en el primer semestre a raíz de las colocaciones netas a no residentes mientras que el sector financiero exhibió una entrada neta de menor magnitud.

Por último, en el segundo trimestre del año la Inversión Extranjera Directa (IED) alcanzó casi la mitad del ingreso registrado en igual período de 2006. Así, en la primera mitad del año los flujos por IED ascendieron a US\$1.453 millones y respondieron en gran medida a los aportes del sector privado no financiero, ya que se observó una disminución de la reinversión de utilidades y del incremento en la deuda con matrices y filiales (ver Gráfico V.11).

### V.4 Reservas Internacionales

Durante el tercer trimestre del año las Reservas Internacionales del BCRA se mantuvieron prácticamente constantes, mostrando una reducción de US\$266 millones. La evolución de las Reservas Internacionales, que sin embargo se mantienen en niveles históricamente elevados, estuvo relacionada con el episodio de volatilidad asociado al deterioro del mercado inmobiliario de EE.UU. y su efecto sobre los mercados financieros internacionales, sumada al efecto temporal de la incertidumbre previa a las elecciones presidenciales. Sin embargo, se espera que el proceso de acumulación de Reservas se retome a partir de fines del corriente año. En este sentido, la acumulación prudencial de Reservas constituye un ejemplo de la estrategia preventiva del BCRA para garantizar una mayor estabilidad interna ante episodios de estrés financiero (ver Gráfico V.12).



## VI. FINANZAS PÚBLICAS

### VI.1 Síntesis

Entre enero y agosto, el Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) registró un superávit primario de \$19.618 millones (3,7% del PIB en términos anualizados), aumentando \$2.734 millones (16% interanual-i.a.-), incluyendo ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional por \$4.942 millones. En tanto, dado el aumento de los pagos de intereses, el resultado financiero se incrementó en sólo \$464 millones (5% i.a.), hasta \$10.226 millones (1,9% del PIB en términos anualizados).

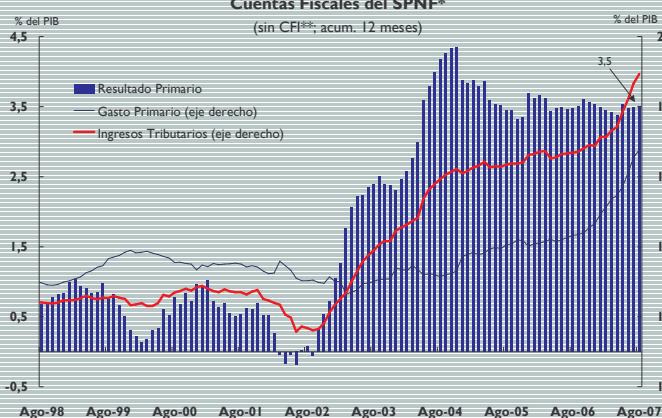
La Recaudación Tributaria Nacional mostró un aumento en el tercer trimestre del año elevándose 35% i.a., luego de crecer 31% i.a. en el primer semestre, impulsada por el desempeño de los impuestos tradicionales, que aportaron tres cuartas partes del incremento de la recaudación total. Por su parte, el gasto primario crecería, entre julio y septiembre, en torno a 55% i.a., influido por el gasto previsional, las transferencias al sector privado y el gasto de capital.

En lo que resta del año, los ingresos tributarios mantendrían la tendencia creciente y para todo 2007 la Recaudación Tributaria Nacional se ubicaría en torno a 25% del PIB, 2 puntos porcentuales (p.p.) del Producto por encima del nivel registrado en 2006. Así, en 2007 el SPNF alcanzaría las pautas de superávit primario de 2,96% del Producto (\$23.143 millones), incluidas en el proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2008 (PPN-08). Los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional cumplen un papel significativo en este aspecto, considerando que aportarían en el acumulado del año aproximadamente 1% del PIB.

Durante el tercer trimestre el Sector Público continuó siendo factor de contracción de la Base Monetaria (BM). Por su parte, en un contexto de volatilidad en los mercados financieros internacionales, el Gobierno Nacional realizó una única colocación directa de BODEN 2015 a Venezuela por valor efectivo US\$500 millones, mientras que el BCRA no otorgó financiamiento neto al Tesoro Nacional (TN) en concepto de Adelantos Transitorios (AT). Así, dadas las previsiones de las cuentas fiscales y las disponibilidades, para lo que resta del año se prevé que el TN no encuentre mayores dificultades para cubrir sus necesidades financieras.

Finalmente, el PPN-08 prevé que el superávit primario del SPNF en 2008 aumente 0,2 p.p. del Producto hasta 3,15% del PIB (\$28.242 millones), dado que el incremento de los recursos (0,5 p.p. del PIB) sería mayor al del gasto primario (0,3 p.p. del PIB), implicando un fuerte esfuerzo de política fiscal. Si bien la cobertura de las necesidades de financiamiento para 2008 luce accesible, se prevé un aumento de las emisiones en los mercados de capital.

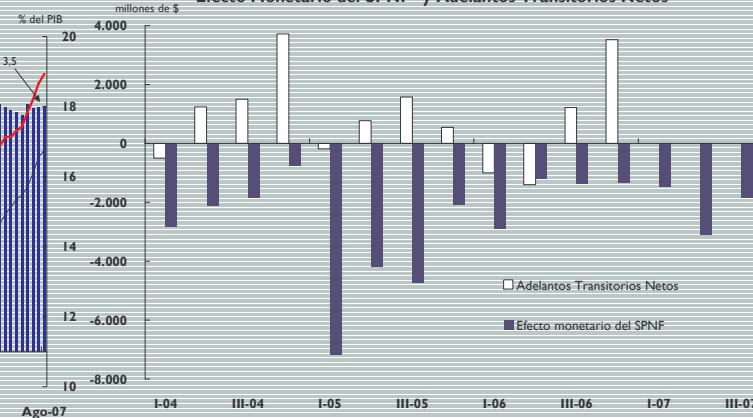
Gráfico VI.1  
Cuentas Fiscales del SPNF\*



\* Sector Público Nacional no Financiero, base caja. \*\* Coparticipación Federal de Impuestos y Leyes Especiales

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

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



\* Sector Público Nacional no Financiero

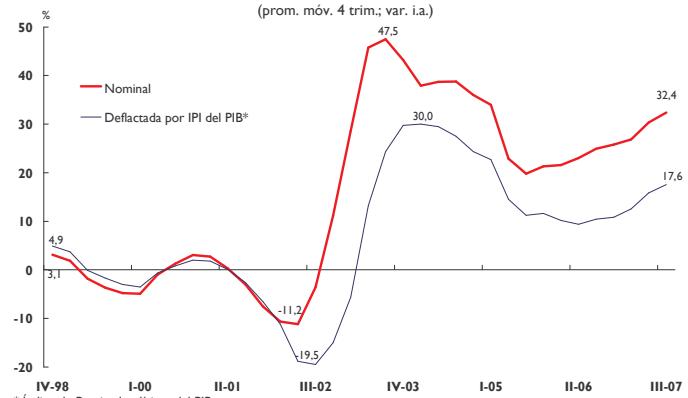
Fuente: BCRA

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

Impuesto	Acum. a Septiembre		Diferencia		Contrib. Acum. %
	2006 (A)	2007 (B)	Absoluta (B)-(A)	% (B)/(A)-1	
Ganancias	24,824	31,895	7,071	28.5	20.0
IVA Total (1)=(2)+(3)	36,063	47,498	11,435	31.7	
IVA DGI (2)	21,328	28,231	6,904	32.4	
IVA DGA (3)	14,736	19,266	4,531	30.7	
Devoluciones de IVA (4)	2,268	2,890	622	27.4	
IVA (5)=(1)-(4)	33,796	44,608	10,813	32.0	30.6
Ganancia Mínima Presunta	793	946	153	19.3	0.4
Bienes Personales	1,726	2,063	337	19.5	1.0
Derechos de Importación	3,694	4,912	1,218	33.0	3.4
Derechos de Exportación	10,552	13,505	2,953	28.0	8.3
Combustibles	4,629	5,276	648	14.0	1.8
Internos	3,002	3,396	394	13.1	1.1
Seguridad Social	17,186	26,143	8,957	52.1	25.3
Créditos y Débitos en Ctas. Bancarias	8,401	10,835	2,434	29.0	6.9
Otros	143	538	395	276.4	1.1
<b>TOTAL (sin capitalización)</b>	<b>108,745</b>	<b>144,117</b>	<b>35,372</b>	<b>32.5</b>	

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

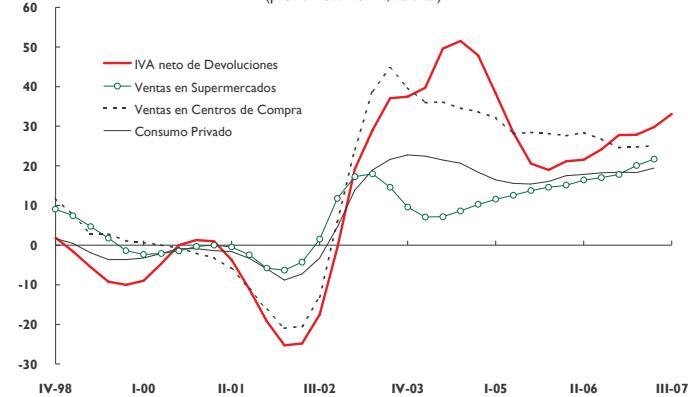
**Gráfico VI.3**  
**Recaudación Tributaria Nacional**  
 (prom. móv. 4 trim.; var. i.a.)



\* Índice de Precios Implícitos del PIB.

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

**Gráfico VI.4**  
**Recaudación de IVA y Consumo a Precios Corrientes**  
 (prom. móv. 4 trim.; var. i.a.)



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

## VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

### Ingresos

La Recaudación Tributaria Nacional, que no incluye los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional, siguió mostrando un significativo incremento, en un contexto de importante expansión del PIB nominal. En efecto, en los primeros nueve meses del año los recursos tributarios aumentaron 32,5% interanual (i.a.) en términos nominales, impulsados principalmente por los impuestos tradicionales como el Impuesto al Valor Agregado (IVA), las contribuciones a la Seguridad Social y el Impuesto a las Ganancias (ver Cuadro VI.1). Entre el resto de los tributos, se destacó el desempeño del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) y de los Derechos de Importación, en tanto que los Derechos de Exportación mostraron un alza inferior al de la recaudación total. En particular, en el tercer trimestre del año los ingresos tributarios se aceleraron notoriamente al incrementarse 35% i.a., luego de crecer 31% i.a. en el primer semestre del año (ver Gráfico VI.3). Así, en el resto del año, los ingresos tributarios mantendrían esta tendencia y la Recaudación Tributaria Nacional se ubicaría en torno a 25% del PIB en 2007.

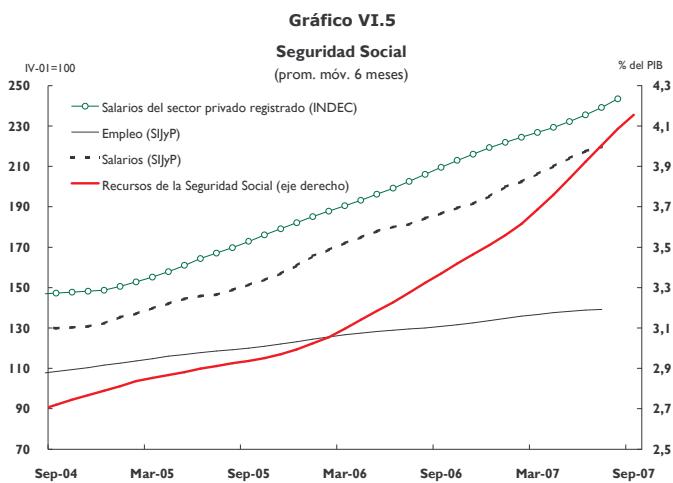
Los ingresos del IVA continuaron creciendo fuertemente en el tercer trimestre (38% i.a.) y generaron la mayor contribución al alza de la recaudación total, explicando 34% de la suba interanual. De esta forma, la recaudación del IVA representó en los últimos doce meses 7,7% del PIB, aumentando 0,7 puntos porcentuales (p.p.) interanuales. Esta significativa mejora en la recaudación del tributo obedecería al aumento en el nivel de consumo privado, a la variación de precios, y a la reducción en el incumplimiento tributario<sup>42</sup> (ver Gráfico VI.4).

Los ingresos de la Seguridad Social, que excluyen los recursos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional, continuaron destacándose al mostrar, en el tercer trimestre, un aumento de 49% i.a., y contribuir con 23% de la suba de la recaudación total del período. Este comportamiento de los recursos de la Seguridad Social se explica fundamentalmente por el incremento del empleo formal y de la remuneración imponible (ver Gráfico VI.5). Además, se destacó la evolución de las acreditaciones de regímenes de facilidades de pago, que contemplan, entre otros ingresos, los recursos por la Moratoria Previsional y la Prestación Anticipada por Desempleo (PAD)<sup>43</sup>. De este modo, los recursos de la Seguridad Social continuaron aumentando su participación en el Producto y representaron 4,3% del mismo en los últimos doce meses, con un incremento interanual de 0,8 p.p.. Sin embargo, hacia fines de 2007 se prevé cierta desaceleración del ritmo de crecimiento de los recursos de la Seguridad Social, considerando que la mayor parte de los adherentes a la Moratoria Previsional se incorporó a partir del último trimestre de 2006.

Para 2008 se prevé un aumento en la cantidad de aportantes al sistema de reparto, originado en la libre opción de régimen

<sup>42</sup> Según la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), el incumplimiento en el IVA alcanzó 21,2% en 2006, disminuyendo 2 p.p. respecto de 2005, por lo que se podría suponer que en 2007 continúe esta tendencia.

<sup>43</sup> La Moratoria Previsional, que previó un mecanismo de regularización para convertir en beneficiarios del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP) a aquellas personas que, teniendo la edad para jubilarse, no han realizado los aportes necesarios, se implementó mediante las Leyes N°24.476/1995, N°25.865/2003, y N°25.994/2004, beneficiando a más de 1.200.000 adultos mayores. La PAD, establecida por la Ley N°25.994/2004, benefició a más de 50.000 personas que, habiendo realizado los aportes necesarios, no tenían la edad requerida para jubilarse y se encontraban en situación de desempleo.



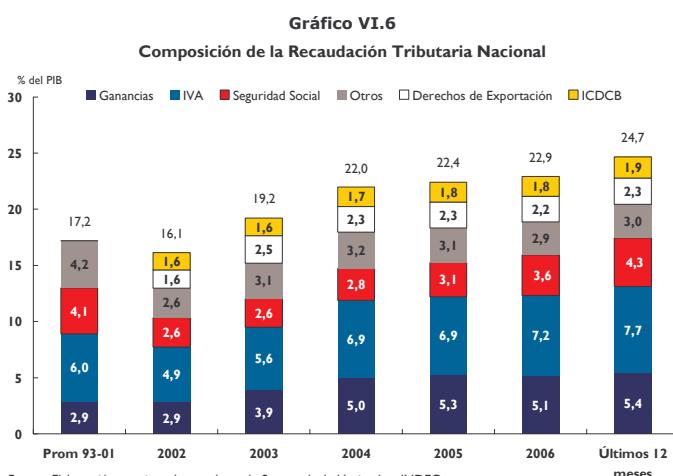
jubilatorio dispuesto en la Reforma Previsional, que, junto al incremento esperado del empleo formal y de la remuneración imponible, permitiría sostener el crecimiento de los ingresos del año próximo.

Los recursos del Impuesto a las Ganancias se aceleraron en el tercer trimestre del año, aumentando 34% i.a., luego de haber subido 26% i.a. en el primer semestre, contribuyendo con un quinto del aumento de la recaudación total. Así, el desempeño del tributo en los últimos doce meses se ubica en niveles elevados, alcanzando 5,4% del PIB, respondiendo, en parte, a la expansión del nivel de actividad económica, de la masa salarial y de las importaciones (ver Gráfico VI.6). Por su parte, en el tercer trimestre se sancionó la Ley N°26.287 de reforma del Impuesto a las Ganancias para personas físicas y sucesiones indivisas. La norma elevó la deducción especial para los trabajadores en relación de dependencia, incrementó las deducciones por cargas de familia y modificó la escala para la disminución creciente de las deducciones anuales en concepto de ganancia no imponible, cargas de familia y deducción especial, computables para la determinación del impuesto (ver Cuadros VI.2 y VI.3). La modificación de la Ley implicaría un costo fiscal en 2007 estimado por el Gobierno de \$1.500 millones, que impactaría mayormente en el mes de octubre, por lo que se espera una desaceleración en el ritmo de crecimiento de este tributo en el último trimestre del año.

A su vez, los ingresos del ICDCB crecieron 35% i.a. entre julio y septiembre, por encima del 26% i.a. exhibido en el primer semestre del año, explicando casi 8% del crecimiento de la recaudación total del trimestre. Este comportamiento se verificó en el marco de un sistema financiero que gana profundidad y registra un mayor volumen de transacciones gravadas.

Por otro lado, los impuestos relacionados con el comercio exterior continuaron acompañando el aumento del flujo comercial del país (ver Gráfico VI.7). En este sentido, los Derechos de Exportación crecieron ligados a la evolución de las ventas externas, aumentando 17% i.a. en el tercer trimestre del año, aunque desacelerándose respecto del crecimiento interanual observado durante el primer semestre (35% i.a.). Este incremento obedecería al dinámico desempeño de las ventas externas de maíz, productos derivados de la soja y trigo, en un contexto de aumentos de precios y de cosecha récord, así como a la elevación de 4 p.p. en las alícuotas ligadas al complejo sojero<sup>44</sup>. Sin embargo, este dinámico desempeño estaría parcialmente compensado por el hecho de que en septiembre de 2006 se registraron, en forma extraordinaria, certificados de crédito fiscal correspondientes a cancelaciones de períodos anteriores. Por su parte, los ingresos por Derechos de Importación se incrementaron 38% i.a. en el tercer trimestre del año, reflejando las mayores compras al exterior, especialmente del complejo energético y de las industrias automotriz y química, en un contexto de sostenido crecimiento económico.

Adicionalmente, el Gobierno Nacional envió un proyecto de ley de reforma del Impuesto a los Bienes Personales, que elevaría desde \$102.300 a \$300.000 el nivel a partir del cual se comenzaría a tributar, subiendo progresivamente las alícuotas desde el 0,5% actual hasta 1,25% para las personas que tengan bienes por encima



**Cuadro VI.2**  
**Deducciones del Impuesto a las Ganancias**  
(en \$; valores anuales)

	Esquema anterior		Esquema actual		Diferencia %	
	Relación de dependencia	Autónomo	Relación de dependencia	Autónomo	Relación de dependencia	Autónomo
Ganancia no imponible (I)	7,500	7,500	7,500	7,500	0,0	0,0
Deducción especial (II)	28,500	7,500	36,000	7,500	26,3	0,0
Cargas de familia					0,0	0,0
cónyuge (III)	6,000	6,000	8,000	8,000	33,3	33,3
hijos (IV)	3,000	3,000	4,000	4,000	33,3	33,3
otras cargas (V)	3,000	3,000	3,000	3,000	0,0	0,0
<b>Mínimo no imponible mensual<sup>1</sup></b>	<b>2,769</b>	<b>1,154</b>	<b>3,346</b>	<b>1,154</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
solteros (VI=I+II+III)	2,769	1,154	3,346	1,154	20,8	0,0
casados <sup>2</sup> (VII=I+II+III+IV*2)	3,692	2,077	4,577	2,385	24,0	14,8

1. Ganancia neta mensual, considerando aguinaldo

2. Con una familia tipo de cónyuge y dos hijos

Fuente: Elaboración propia en base a Ley N°26.287 de reforma al Impuesto a las Ganancias

<sup>44</sup> Mediante Resolución del Ministerio de Economía y Producción N°10/2007 se elevó, a partir del 15 de enero de 2007, la alícuota para los porotos de soja de 23,5% a 27,5% y para el aceite y los pellets de 20% a 24%, respectivamente.

Cuadro VI.3

Escala de Disminución de Reducciones a las Deducciones<sup>1</sup>

Esquema anterior		Esquema actual	
Ganancia neta anual (miles de pesos)	Reducción (en %)	Ganancia neta anual (miles de pesos)	Reducción (en %)
0 a 48	0	0 a 91	0
48 a 65	10	65 a 91	30
65 a 91	30	91 a 130	50
91 a 130	50	130 a 195	70
130 a 195	70	195 a 221	90
195 a 221	90	221 en adelante	100

I. Computables para la determinación del Impuesto a las Ganancias de personas físicas y sucesiones indivisa

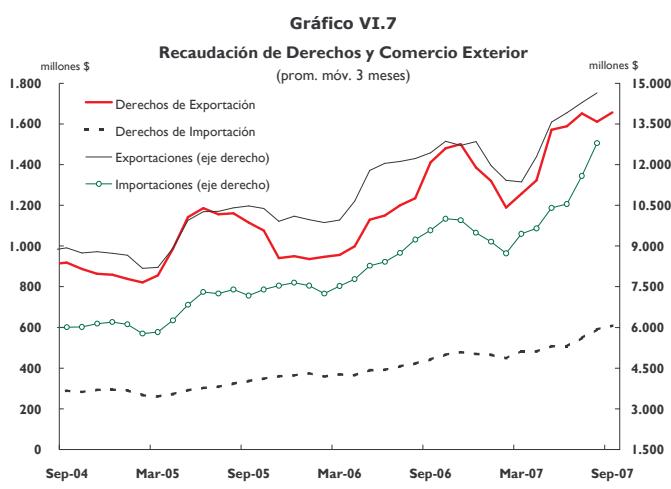
Fuente: Elaboración propia en base a Ley N°26.287 de reforma al Impuesto a las Ganancias

de \$750.000. El costo fiscal estimado por el Gobierno sería neutro, dado que la reducción de la recaudación originada por esa modificación sería totalmente compensada con los recursos generados por las personas que deberán tributar mayores montos por la elevación de las alícuotas y su aplicación directa sobre la base del impuesto<sup>45</sup>.

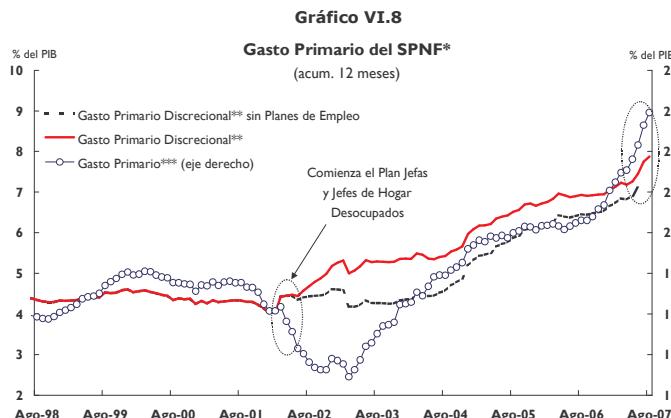
Por su parte, entre los otros recursos tributarios del SPNF<sup>46</sup>, se verificó el ingreso extraordinario, en el marco de la Reforma Previsional, de \$1.544 millones en julio y de \$570 millones en agosto, vinculados al traspaso al sistema de reparto de los saldos de las cuentas de capitalización individual inferiores a \$20.000, de mujeres y hombres de al menos 50 y 55 años de edad, respectivamente. Adicionalmente, se prevé el registro del ingreso de \$2.300 millones adicionales en el mes de septiembre<sup>47</sup>. Así, en línea con lo estimado en el **Informe de Inflación** pasado, la Reforma Previsional sumaría ingresos por un monto aproximado equivalente a 1% del Producto en todo 2007. Para 2008, el ingreso de estos recursos extraordinarios sería considerablemente menor, e involucraría únicamente las transferencias al sistema de reparto de los saldos capitalizados inferiores a \$20.000 de aquellas personas que en 2008 alcancen la edad exigida.

### Gasto y Resultados

En el tercer trimestre del año, el gasto primario habría aumentado 55% i.a., en tanto que los ingresos tributarios del SPNF, sin considerar los recursos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional, habrían crecido 38% i.a.. Este comportamiento del gasto estaría impulsado principalmente por las prestaciones previsionales, las transferencias al sector privado y el gasto de capital. Así, en los primeros nueve meses del año los gastos primarios crecerían en torno a 49% i.a. (ver Gráfico VI.8).



Fuente: Secretaría de Hacienda e INDEC



\* Sector Público Nacional no Financiero; \*\*Excluye Transferencias Automáticas a Provincias, Prestaciones Previsionales, Transferencias Corrientes a Universidades y Remuneraciones; \*\*\*Incluye Transferencias Automáticas a Provincias

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

En particular, el gasto en prestaciones previsionales se elevó 50% i.a. en el bimestre julio-agosto, debido al aumento de 13%, a partir de enero de 2007, otorgado a los jubilados y pensionados del Régimen Previsional Público<sup>48</sup> y de 11% a retirados y pensionados de las Fuerzas Armadas y de Seguridad<sup>49</sup>. Adicionalmente, el sistema previsional incorporó más de 1.400.000 beneficiarios en los últimos 12 meses, mayormente por las adhesiones vinculadas a la Moratoria Previsional. De esta forma, las erogaciones en jubilaciones y pensiones recuperaron participación en términos del Producto en los últimos 12 meses, representando 5,8% del PIB (ver Gráfico VI.9). Adicionalmente, en el último trimestre del año impactarían las medidas asociadas a la actualización de los montos de los haberes previsionales. En particular, se dispuso un nuevo aumento, a partir de septiembre, de 12,5% de los montos de las jubilaciones y pensiones a cargo del Régimen Previsional Público<sup>50</sup>, con un costo fiscal, para la Administración Nacional de la

<sup>45</sup> La propuesta incluida en el proyecto de ley mantendría la alícuota de 0,5% para las personas que tengan bienes entre \$300 mil y \$750 mil, incrementándola a 0,75% para los que declaran bienes por entre \$750 mil y \$2 millones. Adicionalmente, se establecerían nuevas alícuotas de 1% para los que posean entre \$2 millones y \$5 millones y de 1,25% para quienes tengan patrimonios por encima de \$5 millones. Estas alícuotas se aplicarían sobre la base del Impuesto a los Bienes Personales directamente, esto es sin deducciones de mínimos no imponibles.

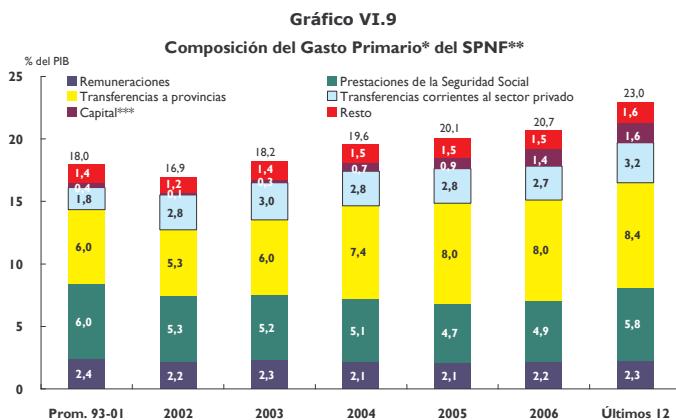
<sup>46</sup> Los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional no se contabilizan en la Recaudación Tributaria Nacional informada por la AFIP y la Secretaría de Hacienda, aunque se computan entre las contribuciones a la Seguridad Social del SPNF, según lo dispuesto en el artículo 3º del Decreto N°313/2007.

<sup>47</sup> Dado que en el mes de mayo ingresaron \$1.286 millones y en junio \$1.542 millones, en el año totalizarían aproximadamente \$7.300 millones.

<sup>48</sup> El artículo 45 de la Ley N°26.198 de Presupuesto Nacional 2007, estableció la movilidad de 13% a los haberes de las prestaciones a cargo del Régimen Previsional Público del SIJyP.

<sup>49</sup> El Decreto N°1.994/2006 dispuso una compensación no remunerativa y no bonificable a los retirados y pensionados de las Fuerzas Armadas, Fuerzas de Seguridad, Policía Federal Argentina y Servicio Penitenciario Federal, a partir del 1º de enero de 2007.

<sup>50</sup> Por medio del Decreto N°1.346/2007 se concedió un incremento de 12,5% a los haberes de las prestaciones a cargo del Régimen Previsional Público del SIJyP.



\*Estimación propia en base a metodología anterior; incluye Transferencias Automáticas a Provincias; \*\*Sector Público Nacional no Financiero; \*\*\*No incluye Transferencias de Capital a Provincias

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

**Cuadro VI.4**  
**Principales Modificaciones a la Ley N° 24.714 de Asignaciones Familiares**  
 (en pesos)

	Escala de Remuneraciones (1)	Asignaciones Ordinarias (mensuales)			
		Prenatal e Hijo	Hijo Discapacitado (3)	Asignación por Cónyuge	
De enero de 2007 a agosto de 2007	Prenatal e Hijo	Hijo Discapacitado (3)	Beneficiarios SIJyP	Residentes Zonas Desfavorables (2)	
	100 - 1.700 1.700,01 - 2.200 2.200,01 - 3.000 3.000,01 - 3.500 (2) (4)	72 54 36 36	288 216 144 144	15	30
	Prenatal e Hijo	Hijo Discapacitado (3)	Beneficiarios SIJyP	Residentes Zonas Desfavorables (2)	
Desde septiembre de 2007	100 - 2.000 (5) 2.000,01 - 3.000 3.000,01 - 4.000	100 75 50	400 300 200	30	60

(1) Salario mensual bruto

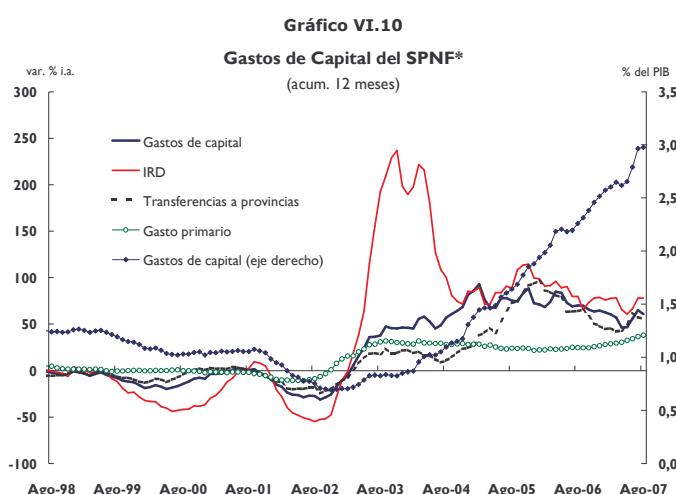
(2) Comprende a aquellos trabajadores que residan en zona austral o en ciertas regiones desfavorables de Catamarca, Jujuy, Mendoza, Salta y Formosa (Beneficiarios de provincias o localidades a que se refiere el artículo 3º de la Ley N°24.714)

(3) No tiene límite de salario bruto

(4) Beneficiarios del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP)

(5) Los Beneficiarios residentes en las Provincias de Chubut, Neuquén, Río Negro, Santa Cruz, Tierra del Fuego, Antártida e Islas del Atlántico Sur, La Pampa y el Partido de Carmen de Patagones de la Provincia de Buenos Aires el límite de salario bruto es de \$4.000 para la asignación por Hijo, mientras que no tiene límite salarial la asignación por Hijo Discapacitado

Fuente: Elaboración propia en base a datos de ANSeS y Decreto N°1.345/2007



\* Sector Público Nacional no Financiero; Nota: Estimación propia en base a metodología anterior

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

Seguridad Social (ANSeS), estimado por el Gobierno en \$1.820 millones hasta fin de año, y de aproximadamente \$180 millones para la atención de los haberes previsionales de las Fuerzas Armadas y de Seguridad<sup>51</sup>. En tanto, se espera una desaceleración del ritmo de crecimiento interanual de las erogaciones asociadas a la atención de los beneficiarios de la Moratoria Previsional, que fueron incorporados mayormente a partir del último trimestre de 2006. Cabe destacar que, a diferencia de lo ocurrido el año anterior, el proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2008 (PPN-08) no explicitó la pauta de actualización de los haberes previsionales para el año próximo.

A su vez, el gasto primario discrecional<sup>52</sup> habría subido en torno a 66% i.a. en el trimestre, impulsado por la evolución de las transferencias al sector privado y el gasto de capital. Para lo que resta del año, se estima un sostenido crecimiento de este tipo de gasto ante las medidas fiscales recientemente implementadas. En este sentido, a partir de septiembre, y con carácter retroactivo a julio, se aumentaron un 40% las asignaciones familiares ordinarias<sup>53</sup>, lo que demandaría cerca de \$600 millones adicionales en lo que resta de 2007 (ver Cuadro VI.4). Asimismo, se decidió modificar, a partir de octubre, y en forma retroactiva a junio, desde \$30 a \$45 el subsidio de atención socio-sanitario que se otorga a través del Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSSpJyP), lo que requeriría alrededor de \$150 millones adicionales hasta fines de 2007.

Las transferencias al sector privado aumentaron su ritmo de crecimiento en el bimestre julio-agosto (83% i.a.), luego del incremento que habían exhibido en los primeros seis meses del año (41% i.a.). Entre los rubros que impulsaron la suba se destacaron las transferencias al sector energético para estabilización de las tarifas eléctricas y los subsidios al transporte automotor y ferroviario de pasajeros, así como el crecimiento de las coberturas asistenciales financiadas por el INSSpJyP.

Por su parte, los gastos de capital que excluyen las transferencias a provincias aumentaron en el bimestre julio-agosto (124% i.a.), por encima de la suba registrada en el primer semestre del año (39% i.a.). El incremento se explicó principalmente por los préstamos otorgados al Fondo Unificado Eléctrico y por la mayor Inversión Real Directa (ver Gráfico VI.10).

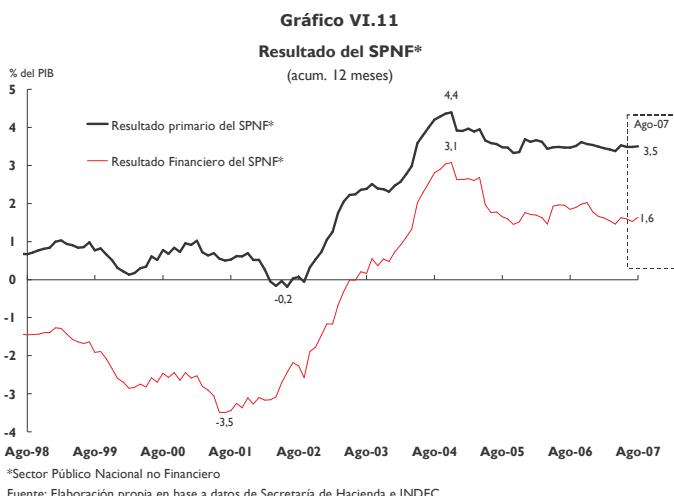
Las erogaciones en salarios crecieron 34% i.a. en el bimestre julio-agosto, influidas por el aumento de 10% otorgado a los empleados públicos nacionales a partir de junio<sup>54</sup>, con impacto al mes siguiente sobre las cuentas públicas, y por la mayor ocupación dentro de las fuerzas armadas y de seguridad (ver Sección IV). Por otra parte, el aumento programado, de 6,5% en agosto para las remuneraciones de los empleados públicos nacionales, demandará cerca de \$350 millones adicionales en el último trimestre del año.

<sup>51</sup> El Decreto N°1.163/2007 reguló el otorgamiento, a partir del 1º de septiembre de 2007, de una compensación no remunerativa y no bonificable a los retirados y pensionados de las fuerzas armadas, fuerzas de seguridad, Policía Federal Argentina y Servicio Penitenciario Federal

<sup>52</sup> Definido como gasto primario total, excluyendo transferencias automáticas a provincias (Coparticipación Federal de Impuestos, Leyes Especiales y otras afectaciones), salarios, transferencias a universidades y prestaciones previsionales.

<sup>53</sup> A través del Decreto N°1.345/2007 se dispuso el incremento de los montos de las asignaciones familiares y los topes y rangos de remuneraciones y haberes previsionales que habilitan el cobro de los beneficios.

<sup>54</sup> Se estableció un aumento escalonado de 10% a partir de junio y de 6,5% adicional a partir de agosto. Ver Decretos N°757/2007, N°861/2007, N°871/2007, N°872/2007 y N°885/2007.



En el tercer trimestre de 2007, entre las transferencias a provincias, las automáticas habrían exhibido las mayores alzas, creciendo 36% i.a.. En particular, la Coparticipación Federal de Impuestos (CFI) se elevó 37% i.a., acompañando el fuerte incremento de la recaudación tributaria. Por su parte, las transferencias no automáticas habrían exhibido cierta desaceleración, al crecer cerca de 19% i.a. entre julio y septiembre, luego de aumentar 35% i.a. en el primer semestre del año, fundamentalmente debido al comportamiento de las transferencias de capital. En sentido opuesto, las transferencias corrientes discrecionales a provincias habrían registrado un aumento de 42% i.a., luego de incrementarse 15% i.a. en la primera mitad del año.

Así, en el acumulado entre julio y agosto, el resultado primario del SPNF totalizó \$5.294 millones, incrementándose en \$999 millones (23% i.a.) respecto de igual período del año anterior, apuntalado por los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional (\$2.114 millones). De esta forma, en los primeros ocho meses del año el superávit primario del SPNF totalizó \$19.618 millones (3,7% del PIB en términos anualizados), aumentando 16% i.a. (\$2.734 millones), mientras que el resultado financiero alcanzó \$10.226 millones (1,9% del PIB en términos anualizados), incrementándose 5% i.a. (\$464 millones). En tanto, entre enero y agosto, los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional sumaron \$4.942 millones. Para 2007 se estima que el resultado primario del SPNF se ubique en torno a las pautas que, para este año, se incluyeron en el PPN-08 (\$23.143 millones y 2,96% del PIB). Así, en términos del Producto, el resultado primario se ubicaría por debajo del nivel alcanzado el año anterior (3,5% del PIB; ver Gráfico VI.11). Adicionalmente, el resultado financiero ascendería a 1% del PIB, mostrando también un descenso en términos del Producto respecto a períodos previos. A nivel Consolidado (Nación y Provincias) el superávit primario sumaría aproximadamente 3% del PIB en tanto que el resultado financiero representaría cerca de 0,5% del PIB.

En materia de política de financiamiento, durante el tercer trimestre, en un contexto de volatilidad en los mercados financieros, el Gobierno realizó una única colocación directa de BODEN 2015 a Venezuela por valor efectivo US\$500 millones, con un rendimiento semianual asociado de 10,69%, determinando un *spread* en relación con el bono del Tesoro de Estados Unidos de 608 puntos básicos (p.b.; 288 p.b. por encima de la colocación realizada a igual país y por el mismo instrumento en febrero de este año; ver Cuadro VI.5). Si bien en lo que va de 2007 se colocó un menor monto y, en promedio, aumentaron los rendimientos asociados a las colocaciones, la vida promedio de los instrumentos emitidos se incrementó sustancialmente respecto de lo acontecido en 2006 (ver Cuadro VI.6). Adicionalmente el Tesoro Nacional (TN) no hizo uso neto de Adelantos Transitorios (AT) del BCRA. Por su parte, en el tercer trimestre el Sector Público continuó siendo factor de contracción de la Base Monetaria (BM). Así, dadas las previsiones de las cuentas fiscales y las disponibilidades, para lo que resta del año se prevé que el TN no encuentre mayores dificultades para cubrir sus necesidades financieras. En este escenario, la evolución de las finanzas públicas provinciales constituye el factor de mayor relevancia para la perspectiva fiscal para lo que resta de 2007.

**Cuadro VI.5**  
**Emisiones de Bonos en 2006 y 2007**

Bono	Fecha de Licitación o Colocación	Monto de Emisión <sup>1</sup>	Precio de Corte <sup>2</sup>	Rendimiento <sup>2</sup>	Spread sobre Bono del Tesoro de EE.UU. <sup>3</sup>
<b>2006</b>					
<b>En dólares</b>					
BODEN 2012*	19-Ene-06	312	80,0	8,5	418
BODEN 2012*	27-Ene-06	308	81,1	8,3	381
BODEN 2012*	14-Feb-06	308	81,1	7,8	311
BODEN 2012*	21-Feb-06	307	81,4	7,6	298
BONAR V	22-Mar-06	500	94,5	8,4	367
<b>En pesos</b>					
BONAR V	03-May-06	500	96,4	8,1	338
BODEN 2012*	09-May-06	239	83,7	7,5	253
BODEN 2012*	07-Jun-06	243	82,5	8,3	334
BODEN 2012*	27-Jun-06	245	81,6	9,1	393
BODEN 2012*	17-Jul-06	482	83,0	8,6	348
BONAR V	26-Jul-06	500	97,3	8,3	333
BONAR VII	07-Sep-06	500	92,7	8,4	364
BODEN 2012*	31-Oct-06	420	71,5	7,4	272
BONAR VII	30-Nov-06	500	96,3	8,0	356
<b>Total 2006</b>		<b>5.365</b>			
<b>2007</b>					
<b>En dólares</b>					
BONAR VII	25-Ene-07	500	99,0	7,7	287
BODEN 2015*	13-Feb-07	779	96,3	8,0	320
BONAR VII	15-Feb-07	500	99,5	7,7	303
BONAR X	12-Abr-07	750	90,3	8,5	372
BONAR X	10-May-07	750	90,9	8,4	378
BODEN 2015*	06-Ago-07	605	82,7	10,7	608
<b>Total 2007</b>		<b>3.884</b>			
<b>En Pesos</b>					
BONAR ARG \$ V	07-Jun-07	1.500	95,6	11,7	-
<b>Total 2007</b>		<b>1.500</b>			

(1) Valor nominal en millones, en moneda de origen; (2) En %; (3) En puntos básicos

(\*) Colocaciones directas

Fuente: Secretaría de Finanzas

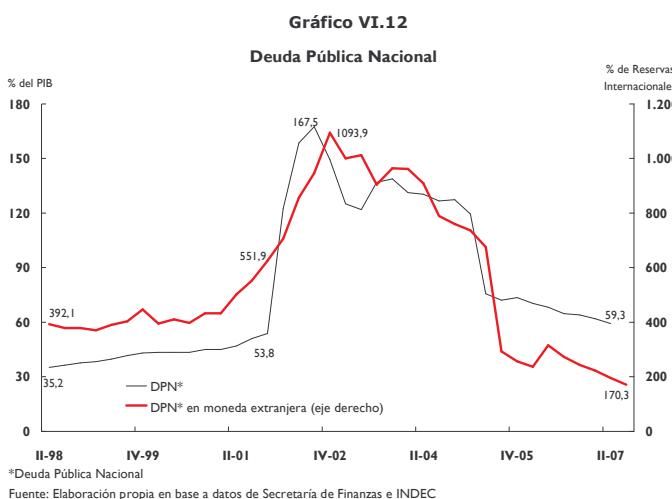
**Cuadro VI.6**  
**Indicadores de Emisiones de Deuda**

Ratio	2006			Enero - Septiembre de 2007		
	Licitaciones en dólares	Colocaciones en dólares **	Licitaciones en pesos	Licitaciones en dólares	Colocaciones en dólares **	Licitaciones en pesos
Monto aceptado / monto colocado (veces)	1,0	-	-	1,0	-	1,0
Monto ofertado / monto colocado (veces)	3,49	-	-	3,07	-	3,51
Vida promedio (años)*	5,66	4,40	-	8,61	8,54	5,00
Rendimiento (%)**	8,24	8,17	-	8,15	8,52	11,70
Margen sobre Bonos del Tesoro de Estados Unidos (p.b.)**	352	342	-	343	380	-
Monto emitido en Valor Nominal (millones en moneda de origen)	2.500	5.365	-	2.500	3.884	1.500

\* Promedio ponderado por Valor Nominal

\*\* Incluye licitaciones y colocaciones directas

Fuente: Secretaría de Finanzas



## Deuda Pública

En línea con lo observado desde que finalizó el proceso de la reestructuración, la Deuda Pública Nacional (DPN) exhibió un ligero aumento en términos nominales respecto de diciembre de 2006. Este crecimiento obedeció, principalmente, al ajuste por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) de parte de la deuda, y a la capitalización intereses (fundamentalmente de los títulos emitidos en la reestructuración de 2005). Así, a junio de 2007 el saldo bruto de la DPN alcanzó US\$138.315 millones, mostrando un alza cercana a US\$1.600 millones en el primer semestre del año (ver Gráfico VI.12). Sin embargo, continuando con la tendencia observada en trimestres anteriores, el fuerte crecimiento del PIB nominal permitió reducir la relación entre el stock de la DPN y el nivel de Producto en 4,7 p.p. en el semestre a 59,3% del PIB. Cabe destacar, que la reestructuración de la DPN permitió mejorar el perfil de vencimientos de corto y mediano plazo (por extensión en la vida promedio y reducción en las tasas de interés efectivas) y disminuir la exposición al riesgo cambiario al incrementar la participación de la deuda denominada en pesos.

Al analizar la composición por moneda, la DPN denominada en pesos continúa siendo mayor a la denominada en dólares. En este sentido, a junio de 2007 la participación de la deuda en dólares alcanzó 41%, incrementándose en 0,1 p.p. su participación respecto de junio de 2006. Se observa, por otro lado, que la deuda denominada en pesos alcanzó 47%, manteniendo aproximadamente la misma proporción desde la reestructuración de la deuda.

Por su parte, en lo referente a la tasa de interés promedio ponderada de los distintos instrumentos, se destaca en el segundo trimestre de 2007 el incremento de la tasa correspondiente a títulos emitidos en pesos. Dicho aumento respondería al cambio en la composición de la deuda que se origina al amortizar títulos públicos a tasas de interés contractuales relativamente bajas y emitir nuevos instrumentos a tasas de mercado (BONAR ARG \$ V), así como por el aumento de las tasas en las renovaciones de las letras intra-sector público.

## VI.3 Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2008

Al igual que lo observado en oportunidades anteriores, el PPN-08 incluye supuestos macroeconómicos más prudentes que las proyecciones que surgen del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM; ver Cuadro VI.7). En particular, se observa como mayor diferencia que el proyecto contempla un crecimiento real de la economía de 4% para 2008. En este sentido, en 2008 el PIB nominal podría resultar superior al previsto en el PPN-08.

Considerando el crecimiento esperado en el nivel de actividad, el empleo formal, los salarios y los precios, entre otros aspectos, la presión tributaria se elevaría de 25,8% del PIB este año<sup>55</sup> a 26,0% del PIB en 2008, principalmente por el incremento esperado en los Derechos de Exportación y de Importación, parcialmente compensados por la reducción esperada de las contribuciones a la Seguridad Social en relación al Producto (ver Cuadro VI.8). En efecto, los ingresos por Derechos de Exportación consideran, además del aumento en las ventas externas y del tipo de cambio nominal, una suba de la alícuota efectiva promedio. Por otra parte,

**Cuadro VI.7**

### Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2008: Supuestos Macroeconómicos

Concepto	2006	2007			2008		
		PPN-08	REM <sup>1</sup>	Diferencia	PPN-08	REM <sup>1</sup>	Diferencia
Var. PIB real (%)	8,5	7,3	8,0	-0,7	4,0	6,3	-2,3
Variación de Precios Implícitos del PIB <sup>2</sup> (%)	13,5	11,5	12,5	-1,0	9,8	11,2	-1,4
Variación IPC (Dic./Dic.), en % <sup>3</sup>	9,8	9,6	8,5	1,1	7,3	10,8	-3,5
Tipo de Cambio \$/US\$ <sup>4</sup>	3,07	3,12	3,18	-0,06	3,21	3,27	-0,06
Exportaciones, en mill. de US\$	46.456,0	52.198,0	53.150,0	-952,0	56.869,0	58.400,0	-1.531,0
Importaciones, en mill. de US\$	34.151,0	41.783,0	43.625,0	-1.842,0	46.809,0	49.594,0	-2.785,0
Resultado Primario del SPNF (% del PIB)	3,5	3,0	3,3	-0,3	3,2	3,0	0,2

<sup>1</sup> Relevamiento de Expectativas de Mercado

<sup>2</sup> Variable implícita en los resultados, no relevada directamente por el REM

<sup>3</sup> La comparación no es estrictamente correcta dado que el REM releva IPC GBA Dic./Dic. y Tipo de Cambio nominal \$/US\$ promedio de diciembre, mientras que el PPN-08 estima variación interanual del IV trimestre y promedio anual, respectivamente. No obstante, las diferencias no modifican significativamente el análisis

Fuente: Elaboración propia en base a PPN-08 y REM

**Cuadro VI.8**

### Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2008: Sector Público Nacional No Financiero (Ingresos)

Concepto	2007	2008	Var. i.a.	2007		2008		Dif. en p.p.	Contrib. (%)(1)
				en millones de pesos	en %	% del PIB	en %		
<b>Recaudación Impositiva</b>	<b>158.613</b>	<b>185.601</b>	<b>17,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>0,0</b>	<b>86,4</b>		
Ganancias	41.472	47.722	15,1	5,3	5,3	0,0	20,0		
Bienes Personales	2.484	2.900	16,8	0,3	0,3	0,0	1,3		
IVA Neto de Reembolsos	58.887	67.495	14,6	7,5	7,5	0,0	27,5		
Impuestos Internos	4.599	5.017	9,1	0,6	0,6	0,0	1,3		
Ganancia Mínima Presunta	1.178	1.181	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0		
Derechos de Importación	6.414	7.891	23,0	0,8	0,9	0,1	4,7		
Derechos de Exportación	18.436	24.231	31,4	2,4	2,7	0,4	18,5		
Tasa de Estadística	148	183	24,3	0,0	0,0	0,0	0,1		
Créditos y Débitos Bancarios	14.952	17.197	15,0	1,9	1,9	0,0	7,2		
Combustibles	7.083	7.494	5,8	0,0	0,0	0,0	1,3		
Otros Impuestos (II)	2.960	4.292	45,0	0,0	0,0	0,0	4,3		
<b>Contribuciones a la Seguridad Social (III)</b>	<b>43.638</b>	<b>47.901</b>	<b>9,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>13,6</b>		
<b>Subtotal Ingresos Tributarios</b>	<b>202.251</b>	<b>233.502</b>	<b>15,5</b>	<b>25,8</b>	<b>26,0</b>	<b>0,2</b>	<b>100,0</b>		
Subtotal Ingresos Tributarios SPNF(IV)	149.244	173.028	15,9	19,1	19,3	0,2			
CFI, Leyes Especiales Y Otros (V)	53.008	60.476	14,1	6,8	6,7	0,0			
<b>Subtotal Ingresos no Tributarios</b>	<b>9.092</b>	<b>12.513</b>	<b>37,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>			
Transferencia Utilidades BCRA	1.150	1.450	26,1	0,1	0,2	0,0			
<b>TOTAL Ingresos SPNF (IV)</b>	<b>158.335</b>	<b>185.540</b>	<b>17,2</b>	<b>20,2</b>	<b>20,7</b>	<b>0,5</b>			

(I) Contribución al incremento de los Ingresos Tributarios

(II) Incluye Radiodifusión, Monotributo Impositivo, Energía Eléctrica, Adicional Cigarrillos y Resto de Impuestos.

(III) Contempla ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional

(IV) Sector Público Nacional no Financiero

(V) Coparticipación Federal de Impuestos, Leyes Especiales y otros conceptos de afectación automática a Provincias

Fuente: Elaboración propia en base a PPN-08

<sup>55</sup> La diferencia con respecto a la estimación incluida en la Recaudación Tributaria Nacional de la Sección VI.2 obedece principalmente a que el PPN-08 contempla, dentro de los ingresos tributarios del SPNF, los recursos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional.

Cuadro VI.9

## Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2008: Sector Público Nacional No Financiero

(Egresos)

	2007	2008	var. i.a. en %	2007	2008	Dif. En P.p.	Contrib. %*
	en millones de pesos			% del PIB			
<b>Gasto Primario</b>	<b>135.193</b>	<b>157.298</b>	<b>16,4</b>	<b>17,3</b>	<b>17,5</b>	<b>0,3</b>	
Remuneraciones	18.897	21.960	16,2	2,4	2,4	0,0	13,9
Bienes y Servicios	7.337	8.837	20,4	0,9	1,0	0,0	6,8
Prestaciones de la Seguridad Social	49.582	57.829	16,6	6,3	6,4	0,1	37,3
Transferencias Corrientes	39.449	46.082	16,8	5,0	5,1	0,1	30,0
Gastos de Capital	19.068	21.000	10,0	2,4	2,3	-0,1	8,6
Otros	840	1.591	89,4	0,1	0,2	0,1	3,4
Intereses	17.468	19.911	14,0	2,2	2,2	0,0	8,6
<b>Gastos Totales</b>	<b>152.660</b>	<b>177.209</b>	<b>16,1</b>	<b>19,5</b>	<b>19,8</b>	<b>0,3</b>	
CFI, Leyes Especiales y Otros**	53.008	60.476	14,1	6,8	6,7	0,0	

(\*) Contribución al incremento del Gasto Primario; \*\*Coparticipación Federal de Impuestos, Leyes Especiales y otros conceptos de afectación automática a Provincias

Fuente: Elaboración propia en base a PPN-08

las contribuciones a la Seguridad Social se reducirían desde 5,6% a 5,3% del Producto, debido principalmente a la significativa merma de los ingresos extraordinarios asociados a la Reforma Previsional, que serían parcialmente compensados por la suba del salario imponible y por el aumento en la cantidad de aportantes.

Por su parte, el PPN-08 prevé que el gasto total del SPNF en 2008 se desacelere fuertemente al pasar de un crecimiento de 45% i.a. en 2007 a uno de 16% i.a. proyectado para el año próximo, sumando \$177.209 millones. Esta previsión implica que los gastos se incrementen en 0,3 p.p. en términos del Producto hasta alcanzar 19,8% del PIB, impulsado principalmente por el efecto arrastre de las medidas implementadas durante 2007 sobre las erogaciones primarias, dado que los intereses se mantendrían constantes en términos del Producto (ver Cuadro VI.9). En este sentido, si bien el PPN-08 no prevé incrementos para 2008 en prestaciones previsionales y en remuneraciones, los aumentos otorgados este año impactarán en la evolución de las erogaciones primarias de 2008. Así, el gasto de jubilaciones y pensiones aumentaría 17% i.a. como consecuencia del efecto anualizado que tendrán las medidas ya adoptadas, en particular el crecimiento de 12,5% en los haberes previsionales a partir de septiembre de 2007. En tanto, las erogaciones en salarios se incrementarían 16% por la incidencia plena de los aumentos otorgados en junio y agosto de este año. Por otra parte, se estima una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los subsidios al sector privado y del gasto de capital.

Dadas las proyecciones de ingresos y gastos incluidas en el PPN-08, el superávit primario del SPNF para 2008 sumaría \$28.242 millones (3,15% del PIB), mostrando una suba de 0,2 p.p. del Producto respecto del nivel proyectado para 2007 (ver Cuadro VI.10). Este resultado supone un fuerte esfuerzo de política fiscal con un incremento en los ingresos del SPNF de 0,5 p.p. del PIB y de 0,3 p.p. de los gastos primarios. Por su parte, el resultado financiero se aumentaría aproximadamente \$2.656 millones (0,2% del PIB) hasta \$8.331 millones, dado que el incremento nominal del superávit primario no sería compensado por la suba de los intereses. En tanto, según el PPN-08 el superávit primario del Sector Público Provincial se mantendría este año en niveles positivos, exhibiendo un leve superávit financiero y estimándose un resultado equilibrado en 2008.

Entre las previsiones de financiamiento del PPN-08 para el año que viene, se incluye un aumento de la exposición a los Organismos Internacionales, ya que los desembolsos superarían en 20% el total de vencimientos de capital, que sumarían US\$2.200 millones (ver Cuadro VI.11). Asimismo, se proyecta la colocación de Bonos de Consolidación (BOCON) por \$3.800 millones. Adicionalmente, según el PPN-08, el BCRA proveerá asistencia financiera neta al TN mediante el otorgamiento de AT por \$1.177 millones, dentro de los límites que fija la Carta Orgánica de este Banco Central. En tanto, el Gobierno Nacional seguiría otorgando financiamiento neto a las provincias en el marco del Programa de Asistencia Financiera. Con todo, las necesidades de financiamiento remanentes se prevén cubrir con la emisión de títulos en moneda extranjera por aproximadamente US\$8.500 millones, monto que sería más que suficiente para cubrir el total de las amortizaciones de deuda en moneda extranjera (en torno a US\$5.300 millones).

Cuadro VI.10

## Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2008: SPNF\*

(Resultados)

	2007	2008	var. i.a. en %	Dif. en millones de pesos	2007	2008	Dif. en p.p.
	en millones de pesos				% del PIB		
Recursos Totales	158.335	185.540	17,2	27.204	20,2	20,7	0,5
Gasto Primario	135.193	157.298	16,4	22.105	17,3	17,5	0,3
<b>Resultado Primario</b>	<b>23.143</b>	<b>28.242</b>	<b>22,0</b>	<b>5.099</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>0,2</b>
Intereses	17.468	19.911	14,0	2.444	2,2	2,2	0,0
<b>Resultado Financiero</b>	<b>5.675</b>	<b>8.331</b>	<b>46,8</b>	<b>2.656</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,2</b>

\*Sector Público Nacional No Financiero

Fuente: Elaboración propia en base a PPN-08

Cuadro VI.11

## Fuentes y Aplicaciones Financieras

(en millones de pesos)

Concepto	2008
<b>Resultado Financiero</b>	<b>8.331</b>
<b>Fuentes Financieras</b>	
Títulos a largo plazo en moneda extranjera	109.446
Desembolsos de Organismos Internacionales	27.273
Anticipos BCRA	8.295
Otras Fuentes Financieras (*)	22.512
<b>Aplicaciones Financieras</b>	
Títulos Públicos	51.366
Organismos Internacionales (amortizaciones)	117.777
Préstamos Garantizados	13.081
Devolución Anticipos BCRA	6.927
Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Previsional Público de Reparto (Decreto N°897/2007)	2.834
Programa de Asistencia Financiera a Provincias	14.129
Otras Aplicaciones Financieras (**)	21.335
	6.607
	52.864

(\*) Incluye, entre otros, la colocación de BOCONES por \$3.800 millones y Recupero de Provincias por \$2.078 millones

(\*\*) Incluye, entre otros, la Deuda Consolidada (BOCONES) por \$3.800 millones, Asistencia Financiera para Obras Públicas en Provincias por \$302 millones, Nucleoeléctrica Argentina S.A. por \$562 millones y Yacaréta por \$177 millones

Fuente: Elaboración propia en base a PPN-08

## VII. POLÍTICA MONETARIA Y MERCADO DE ACTIVOS

### VII.1 Síntesis

El Banco Central completó diecisiete trimestres consecutivos de cumplimiento del Programa Monetario. En efecto, el M2 se ubicó en septiembre en un valor promedio de \$136.890 millones, volviendo a registrar un crecimiento anual inferior al del PIB nominal. La esterilización acumulada en los primeros nueve meses del año, que ascendió a \$23.400 millones, refleja el compromiso del BCRA por mantener el comportamiento de los agregados monetarios. Por su parte, el circulante en poder del público disminuyó su tasa de crecimiento interanual (i.a.) en 1,3 puntos porcentuales (p.p.), respecto a la observada en junio.

A fines de julio se produjo un cambio en el contexto internacional que generó algunas presiones en el tipo de cambio, volatilidad en las tasas de interés y una leve desaceleración en el crecimiento de los agregados monetarios. Frente a este escenario de mayor incertidumbre, el BCRA adoptó una serie de medidas destinadas a aminorar los efectos sobre los mercados monetario y cambiario. Las medidas adoptadas incluían proveer liquidez mediante el otorgamiento de pases activos, a través de licitaciones a tasa variable y concertando operaciones a tasa fija, recomprando LEBAC y NOBAC en el mercado secundario y en licitaciones, y renovando sólo parcialmente las especies a su vencimiento. Además, se dispuso un período de medición bimestral en julio y agosto para la posición de efectivo mínimo.

Estas acciones fueron complementadas por intervenciones en el mercado cambiario spot, coordinadas con la banca oficial, y una mayor presencia en el mercado de futuros. La efectividad de esta batería de medidas se reflejó en que los bruscos aumentos de las tasas de interés de corto plazo que se habían producido al comienzo de la crisis resultaron transitorios. Si bien las tasas de interés se stabilizaron en valores levemente superiores a los prevalecientes con anterioridad a las turbulencias en los mercados financieros, la economía prácticamente no fue afectada por una crisis externa de magnitud, algo inédito para nuestro país, al menos en las últimas décadas (ver Apartado 3).

El Banco Central continuó promoviendo el aumento gradual de las tasas de interés de referencia de corto plazo. A lo largo del trimestre el BCRA dispuso aumentos sucesivos en la tasa de interés de las operaciones de pases pasivos que pacta, incrementándola en 0,75 puntos porcentuales (p.p.), alcanzando a fines de septiembre 8% y 8,25% para las operaciones a 1 día y 7 días, respectivamente.

Los préstamos al sector privado continuaron creciendo y en septiembre acumularon una variación nominal de 39,5% i.a.. Al igual que en los últimos meses, las líneas que cuentan con garantía real de más largo plazo, aceleraron su ritmo de crecimiento, frente a una mayor estabilidad en las variaciones anuales que vienen registrando los préstamos para el consumo o los préstamos comerciales.

Gráfico VII.1

Reservas Internacionales y PIB

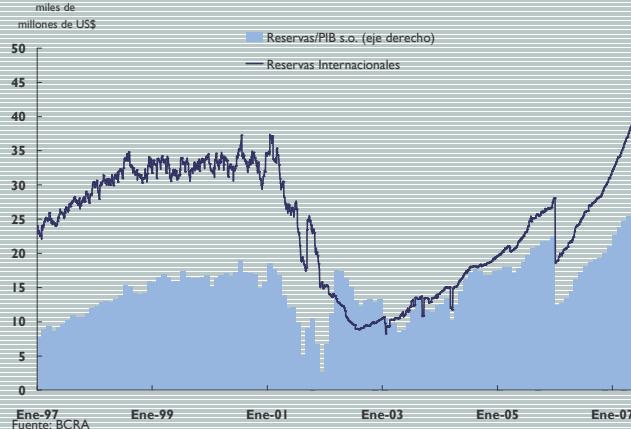
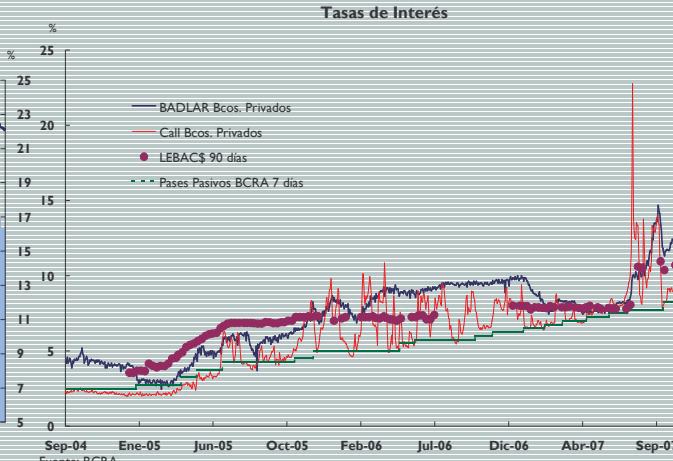
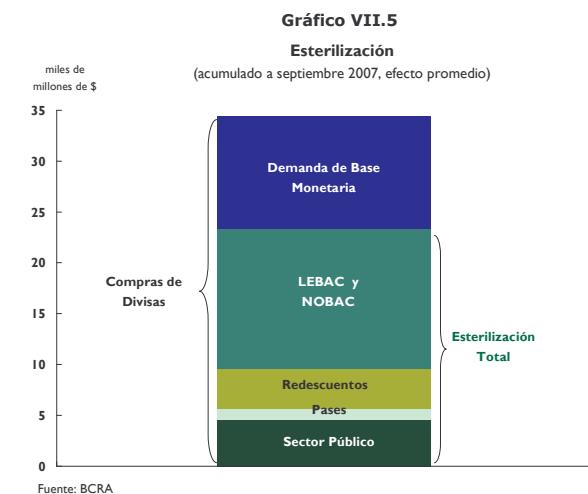
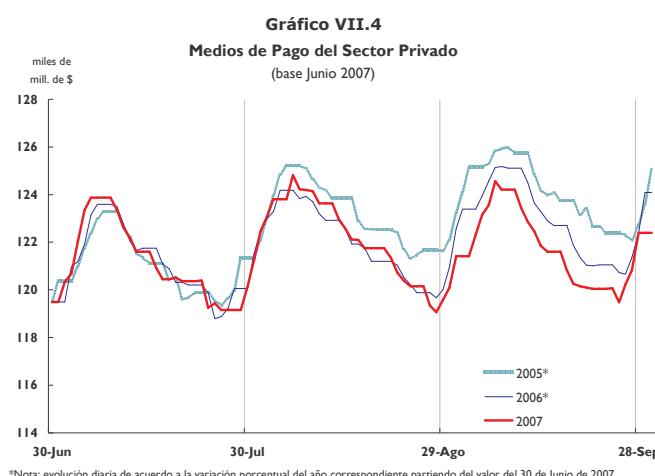
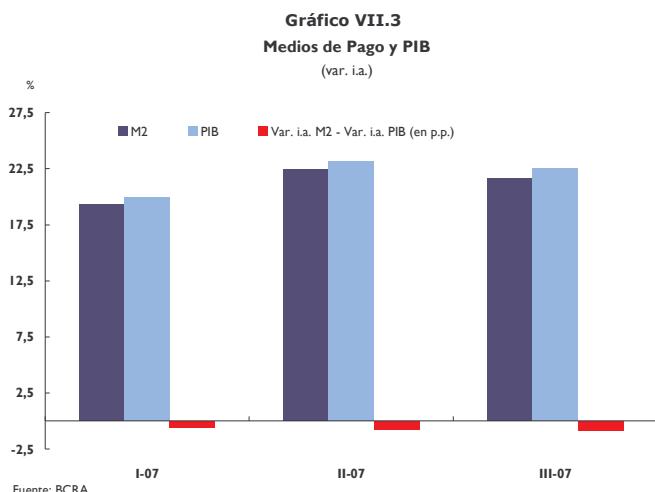


Gráfico VII.2

Tasas de Interés





## VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

En septiembre el BCRA completó un nuevo trimestre de cumplimiento de las metas establecidas en el Programa Monetario. El saldo promedio de los medios de pago (M2) se ubicó en \$136.890 millones, por lo que su tasa de crecimiento (21,8% interanual -i.a.-) volvió a ubicarse por debajo de la tasa de crecimiento del Producto nominal, reflejando el compromiso del BCRA por mantener el crecimiento de los agregados monetarios (ver Gráfico VII.3).

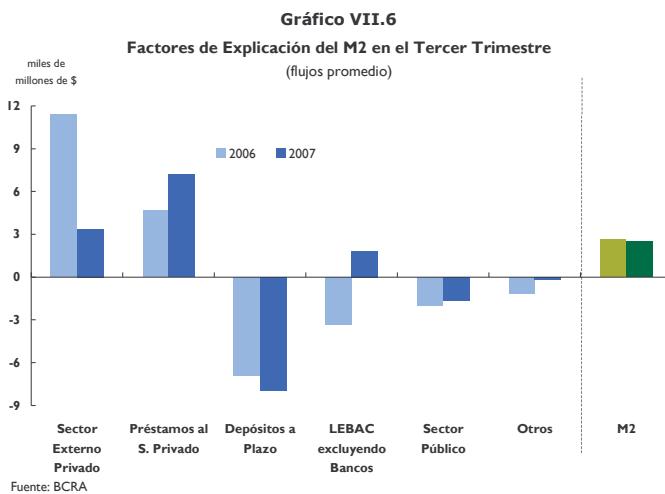
En el tercer trimestre el M2 registró un aumento de 1,9%, explicado principalmente por su patrón estacional, dada la mayor demanda de dinero transaccional en julio por parte del sector privado por los pagos de aguinaldos y el receso invernal. Sin embargo, desde fines de ese mes, la evolución de los medios de pago del sector privado (M2 privado) estuvo levemente por debajo de la que presentaron los dos años previos (ver Gráfico VII.4). Este cambio de comportamiento respondió, en su mayoría, a la desaceleración en el ritmo de crecimiento del circulante en poder del público, que disminuyó su tasa de crecimiento interanual en 1,3 puntos porcentuales (p.p.), respecto a la observada en junio.

En lo que respecta a la emisión primaria de dinero, el Banco Central ha llevado una agresiva política de esterilización, lo que le permitió absorber alrededor de \$23.400 millones en lo que va de 2007. El instrumento de esterilización empleado con mayor intensidad fue la colocación primaria de títulos (LEBAC y NOBAC). Adicionalmente, la cancelación anticipada de asistencias por iliquidez otorgadas durante la crisis del 2001/2002 y las operaciones del sector público tuvieron una participación relevante en la esterilización monetaria (ver Gráfico VII.5).

Hacia fines del séptimo mes del año, y ante un escenario de mayor incertidumbre asociado a la creciente volatilidad de los mercados internacionales, las entidades financieras asumieron una actitud excesivamente precautoria que llevó a fluctuaciones bruscas en las tasas de interés. Ante ello, el BCRA reaccionó implementando un conjunto de medidas dirigidas a mostrar su capacidad y disposición para proveer liquidez en caso de que ello resultara necesario. Sin embargo, la sólida situación del sistema financiero hizo innecesaria la utilización plena de los mecanismos disponibles.

En particular, el BCRA comenzó a recomprar parte del monto en circulación de las LEBAC y las NOBAC, tanto en el mercado secundario como mediante licitaciones. Asimismo, canceló algunas de las licitaciones en el mercado primario, renovó parcialmente los vencimientos, y permitió que las entidades financieras registren estos títulos en sus cuentas de inversión en caso de que decidan mantenerlos hasta el vencimiento. De este modo, ha quedado demostrado que las LEBAC y NOBAC constituyen una verdadera reserva de liquidez para los bancos, susceptible de ser empleada en caso de resultar necesario.

Como mecanismo complementario para proveer liquidez, el Banco Central comenzó a licitar pases activos a tasa variable y, posteriormente, volvió a otorgar pases activos a tasa fija. Entre éstos últimos, se ampliaron los plazos por el que las entidades pueden tomar pases activos, y se dispuso inicialmente una oferta de fondos de hasta \$1.000 millones, disponible para cada entidad de

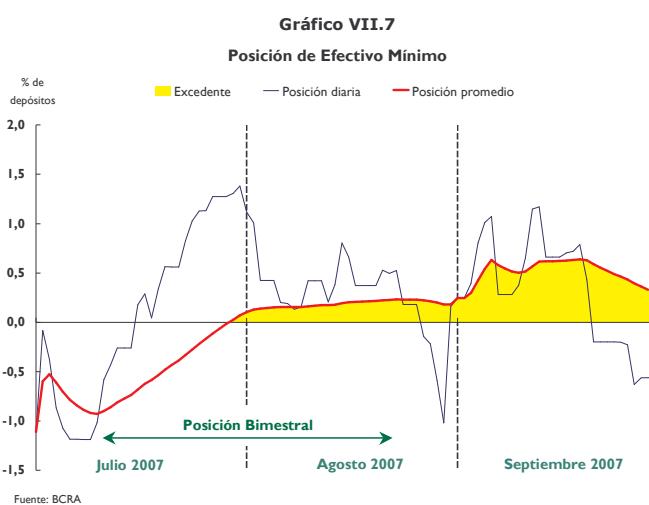


acuerdo con su participación en el total de depósitos. A fin del tercer trimestre el Banco Central expandió la oferta de estos fondos hasta \$2.000 millones, y simultáneamente informó una reducción de 0,25 p.p. de las tasas de interés cobradas. Adicionalmente, se permitió que las entidades financieras entreguen como activos subyacentes de estas operaciones otros títulos públicos, además de las LEBAC y NOBAC.

Complementariamente, se realizaron cambios regulatorios que incluyeron un período de cómputo bimestral (julio-agosto de 2007) para la constitución de los requisitos de efectivo mínimo en pesos, y la reducción de la exigencia mínima diaria de dicho régimen, del 50% al 40% de la exigencia del mes anterior. Debido a que la volatilidad de los mercados financieros internacionales no necesariamente habría llegado a su fin, el Banco Central también dispuso una posición de efectivo mínimo unificada para octubre-noviembre de 2007. En esta oportunidad, los bancos podrán trasladar el defecto de integración de octubre hacia el mes siguiente. Sin embargo, en el caso de que terminen el primer mes con una posición de efectivo mínimo excedente, ésta no podrá ser computada para la integración del mes siguiente.

Las acciones mencionadas fueron acompañadas por intervenciones del BCRA en el mercado cambiario *spot*, coordinadas con la banca oficial, y por una mayor presencia en el mercado de futuros. Todo esto contribuyó a normalizar los mercados monetarios y cambiarios.

Las medidas que dispuso el BCRA para paliar la iliquidez y reducir las fluctuaciones de las tasas de interés en el mercado de dinero, no distaron de lo realizado por las autoridades monetarias de las principales economías. En particular, los principales bancos centrales realizaron licitaciones de pases (repo), al mismo tiempo que en algunos casos se amplió el plazo de dichas operaciones. Asimismo, se hicieron operativas líneas específicas. Por último, se tomaron diversas medidas que tenían un efecto más cualitativo, de señal a los mercados, que cuantitativo (ver Sección II).

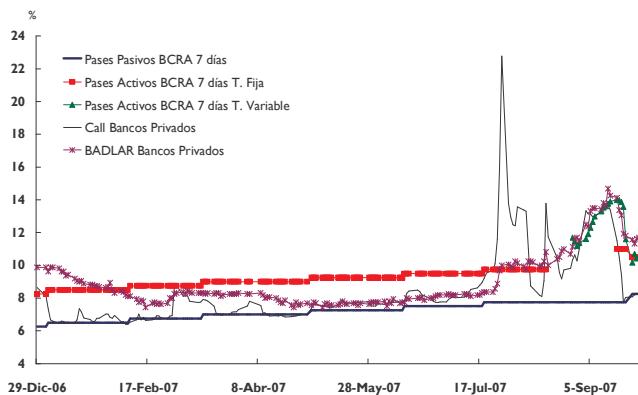


El distinto contexto externo, junto con la respuesta del BCRA, bosquejaron un tercer trimestre en el que los factores que explicaron el crecimiento de los medios de pago difirieron notablemente de aquellos que lo habían determinado en igual período de 2006. Así, la expansión primaria derivada de las compras de divisas del BCRA dejaron de ser el principal factor de explicación del aumento del M2, pasando a ocupar su lugar la expansión secundaria de dinero, a través de los préstamos bancarios. Por otra parte, a diferencia del tercer trimestre del año previo, en el que las colocaciones netas de LEBAC y NOBAC habían resultado contractivas, en el período julio-septiembre de 2007 resultaron una fuente de inyección de liquidez. En cambio, las colocaciones a plazo fijo continuaron aumentando, contribuyendo a retrair el crecimiento del M2 (ver Gráfico VII.6).

La liquidez bancaria inmediata, que incluye el efectivo, los depósitos en el BCRA y los pasivos, fue aproximadamente 17,6% del total de los depósitos en pesos durante septiembre, igual nivel que el trimestre anterior. En efecto, la mayor preferencia por la liquidez tanto de familias, por el receso invernal, como de empresas, por el pago de aguinaldos, hizo que los bancos comenzaran julio con una posición de efectivo mínimo más

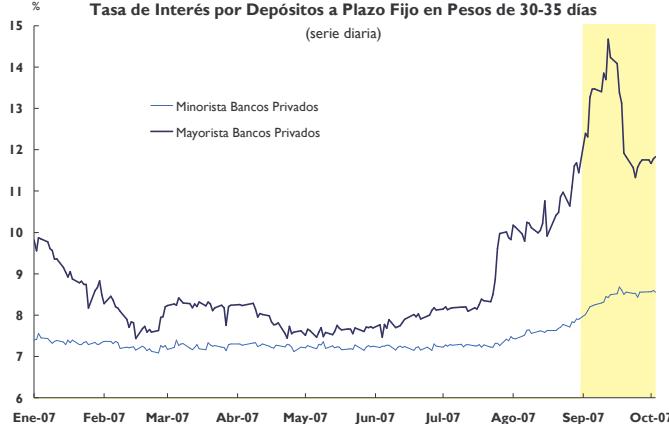
Gráfico VII.8

Tasas de Interés de Corto Plazo



Fuente: BCRA

Gráfico VII.9

Tasa de Interés por Depósitos a Plazo Fijo en Pesos de 30-35 días  
(serie diaria)

Fuente: BCRA

ajustada que la de los meses previos. Luego, finalizando ese mes, se sumaron las mayores demandas de fondos derivadas de inversores institucionales que desarmaron posiciones ante la incertidumbre evidenciada en los mercados financieros, presionando al alza las tasas de interés del mercado local. Finalmente, el BCRA dispuso, a través de la Comunicación A 4691, el período de cómputo bimestral (julio-agosto de 2007) mencionado previamente. De esta forma, al otorgar un horizonte extendido de plazo, se redujeron las presiones sobre las tasas de interés, y las entidades financieras finalizaron agosto y septiembre con un excedente de efectivo mínimo de 0,3% del total de sus depósitos en pesos (ver Gráfico VII.7).

En el segmento en moneda extranjera, los bancos mantuvieron una posición de efectivo mínimo algo menor a la observada durante el primer semestre del año, aunque con un excedente del 5% de los depósitos en dólares.

#### Tasas de Interés<sup>56</sup>

Ante el nuevo contexto internacional se observó un aumento de la volatilidad de las tasas de interés locales tanto activas como pasivas. En efecto, a partir de fines de julio, las tasas de interés en general sufrieron alzas significativas, para luego descender, si bien se stabilizaron en niveles ligeramente superiores a los existentes previo a la crisis.

Como se mencionó, durante el trimestre el BCRA puso en vigencia mecanismos de provisión de liquidez tendientes a reducir la volatilidad de las tasas de interés locales en el marco de un escenario internacional adverso. Uno de esos mecanismos fue el otorgamiento de pases activos mediante licitación, donde los bancos podían demandar fondos, por 1, 7, 30 o 90 días, ofreciendo pagar por ellos la tasa BADLAR<sup>57</sup> de bancos privados más un margen (*spread*). Estas operaciones se comenzaron a concertar a partir del 17 de agosto y sus tasas de interés reflejaron las condiciones de mercado, elevándose hasta mediados de septiembre (ver Gráfico VII.8).

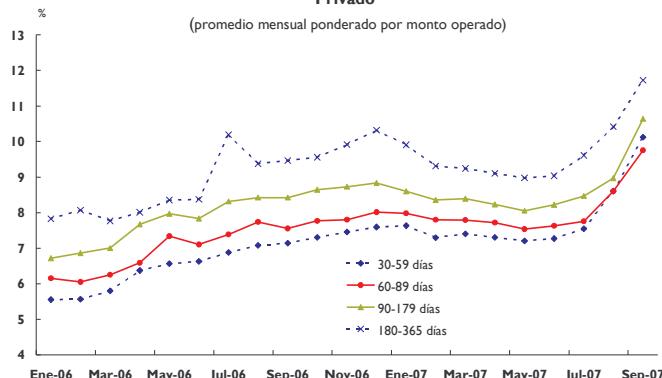
Adicionalmente, el 17 de septiembre el BCRA volvió a ofrecer pases activos a tasa de interés fija, por un monto máximo, en un inicio, de \$1.000 millones; ampliando los plazos de concertación disponibles, a 7, 14, y 30 días, y fijando las tasas de interés en 11%, 11,25% y 11,5%, respectivamente. El 24 de septiembre y el 1 de octubre, el BCRA dispuso disminuciones en estas tasas, que alentaron la normalización de los niveles de las demás tasas de interés de corto plazo. De esta forma, a partir de octubre las tasas vigentes de pases activos se ubicaron en 10,25%, 10,5% y 10,75%, para 7, 14 y 30 días, respectivamente; valores muy similares a los correspondientes a los pases activos a tasa variable. A partir de octubre se duplicó el monto disponible para pases activos a tasa fija, ascendiendo éste a \$2.000 millones.

Por otra parte, a lo largo del trimestre el BCRA dispuso aumentos sucesivos en las tasas de interés de sus operaciones de pases pasivos incrementándolas en 0,75 p.p., alcanzando a fines de

<sup>56</sup> Con excepción de las tasas de interés del BCRA, el resto de las tasas de interés son promedios ponderados por montos operados.

<sup>57</sup> La BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) es una tasa de interés de depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos, de 30 a 35 días de plazo.

**Gráfico VII.10**  
Tasa de Interés por Depósitos a Plazo Fijo en Pesos del Sector Privado\*



\* No se incluyen las operaciones de plazo fijo ajustables por CER.

Fuente: BCRA

septiembre 8% y 8,25%, para las operaciones a 1 día y 7 días, respectivamente.

La tasa de interés del mercado de préstamos interbancarios registró aumentos significativos los días de mayor turbulencia, superando el 20% el 27 de julio. Sin embargo, a fines de septiembre había revertido completamente la suba, retornando a niveles similares a los de principios del trimestre.

Ante un escenario de volatilidad de los mercados internacionales y mayor demanda de fondos, las entidades financieras privadas incrementaron, durante el tercer trimestre del año, las tasas de interés para las colocaciones a plazo, reflejándose en mayor medida en el segmento mayorista a corto plazo (ver Gráfico VII.9).

De este modo, el promedio de la tasa de interés BADLAR de los bancos privados se incrementó 5,1 p.p., ubicándose en septiembre en 12,9%. En tanto, la tasa de interés BADLAR de bancos públicos se incrementó en menor medida a lo largo del trimestre, finalizando en 7,6% (2 p.p. superior al nivel del trimestre anterior).

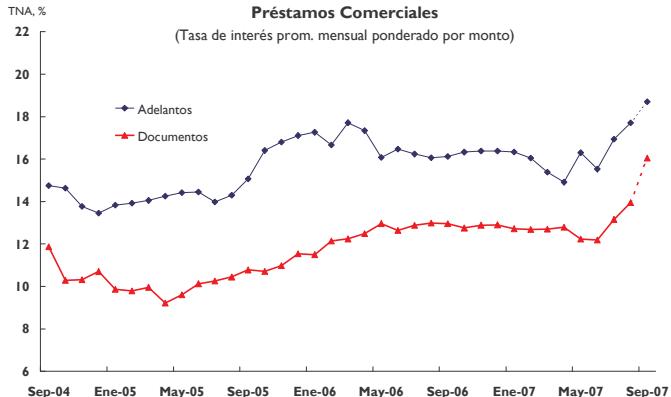
Para las colocaciones minoristas, de montos inferiores a \$100.000, también se observó un incremento, aunque algo menor. En los bancos privados el aumento fue de 1,2 p.p. en promedio, mientras que en los bancos públicos, el incremento fue de apenas 0,2 p.p.. En este sentido, las tasas de interés pagadas fueron de 8,4% y 6,7%, respectivamente.

Al analizar las colocaciones del sector privado por tramos de plazo, se observa que el principal incremento se concentró en las tasas de interés de los depósitos menores a 60 días, que alcanzaron un nivel promedio de 10,1%, lo que representó un aumento de 2,8 p.p. en el trimestre. Este aumento fue explicado principalmente por el incremento de las tasas de interés de la colocaciones de las compañías prestadoras de servicios financieros (Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones -AFJP-, Fondos Comunes de Inversión -FCI-, Compañías de Seguro, entre otros), que en septiembre obtuvieron en promedio un rendimiento de 13,6%. Por su parte, para las colocaciones del resto de las empresas la tasa de interés se ubicó en 11,1%, mientras que para los depósitos de personas físicas ascendió a 9,3% (ver Gráfico VII.10).

Las tasas de interés activas aumentaron en todas las líneas, sin embargo este aumento fue menor al registrado en las tasas de interés pasivas. De hecho, mientras que la tasa de interés BADLAR se incrementó en promedio 5,1 p.p., las tasas activas subieron en promedio entre uno y cuatro puntos porcentuales.

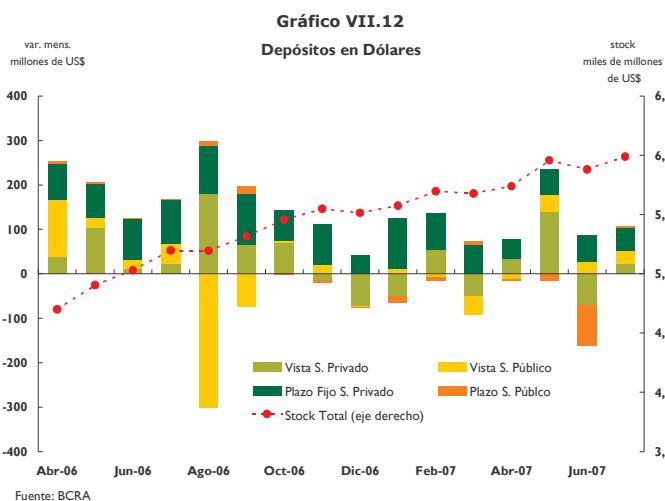
La tasa de interés de adelantos aumentó en el período julio-septiembre 3,2 p.p., alcanzando un nivel promedio en septiembre de 18,7%. En este caso el incremento se registró principalmente en la línea de adelantos otorgados a grandes empresas, donde la tasa de interés alcanzó en el mismo mes un nivel promedio de 19%. En tanto, para los documentos otorgados a sola firma, la variación respecto al trimestre anterior fue de 3,9 p.p., ubicándose la tasa promedio en 16% (ver Gráfico VII.11). Este incremento se explicó en mayor medida por la suba de las tasas de interés de muy corto plazo, lo que podría implicar que el mercado percibe la suba de tasas como transitoria.

**Gráfico VII.11**  
Préstamos Comerciales  
(Tasa de interés prom. mensual ponderado por monto)



\*La información hasta julio de 2007 surge del requerimiento informativo mensual para el total del país. Los valores de agosto y septiembre de 2007 fueron estimados a partir del requerimiento diario para Capital Federal y Gran Buenos Aires.

Fuente: BCRA



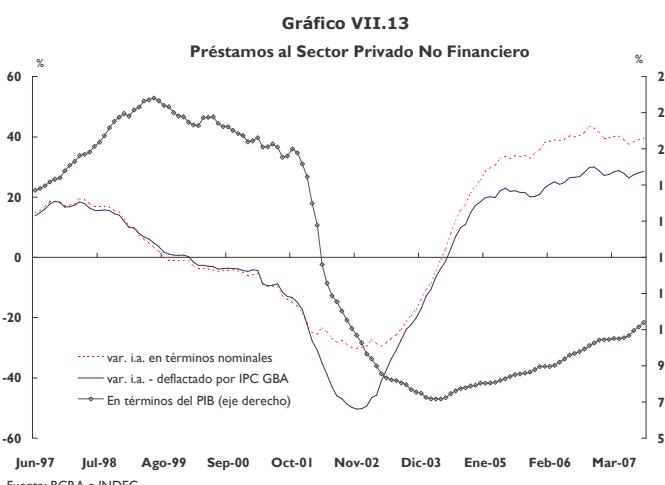
Por su parte, las tasas de interés de los préstamos para consumo registraron una leve suba. De esta forma, la tasa de interés de préstamos personales se ubicó en promedio 26,1% en el mes de septiembre, con una suba de 1,1 p.p. en el promedio del trimestre, mientras que para el financiamiento con tarjetas de crédito las tasas aumentaron 1,8 p.p. en promedio hasta agosto, último dato disponible.

Por último, las financiaciones de más largo plazo también registraron leves subas respecto al trimestre anterior, e incluso se mantuvieron estables respecto a fin de 2006. En este sentido, la tasa de interés de los préstamos hipotecarios subió levemente (1,1 p.p.), alcanzando en septiembre un promedio mensual de 11,6%, 0,1 p.p. inferior que la de diciembre de 2006. Por su parte, la tasa de interés de los préstamos prendarios se incrementó 1,3 p.p., ubicándose en 11,5% en el mes de septiembre.

### VII.3 Agregados Monetarios Amplios y Crédito

En el tercer trimestre el agregado más amplio en pesos (M3), que resulta de la sumatoria del circulante en poder del público y de los depósitos del sector público y privado en pesos, registró un incremento de 4,8% (\$10.500 millones).

Los depósitos a plazo fijo en pesos continuaron su tendencia ascendente, aunque presentando una leve desaceleración en su ritmo de crecimiento, como reflejo de la ya mencionada turbulencia internacional. En septiembre registraron un incremento de 27,8% i.a.. En lo que respecta al sector público, se observó la continua mejora en el manejo de sus recursos excedentes, al traspasar parte de sus fondos desde colocaciones a la vista hacia depósitos a plazo. No obstante, los depósitos transaccionales del sector público continúan representando una proporción significativa del total de colocaciones y su saldo en septiembre superó los \$15.000 millones, favorecido por el superávit de los diferentes organismos públicos.



El escenario más volátil no repercutió en la evolución de los depósitos totales, y si se considera su evolución a partir del 25 de julio, se observa que las colocaciones totales en pesos crecieron \$4.400 millones hasta fines de septiembre. Incluso, más del 60% de este incremento estuvo explicado por el aumento de las imposiciones del sector privado que, a esa fecha, registraban un crecimiento del 23% i.a., casi 5 p.p. por encima del que presentaron un año atrás.

Por último, los depósitos en moneda extranjera registraron un incremento de US\$860 millones (14,7%) en el trimestre, explicado principalmente por el aumento de las colocaciones del sector privado (ver Gráfico VII.12). En particular, los depósitos a plazo fijo del sector privado acumularon en el tercer trimestre del año una suba de US\$540 millones (17%), mientras que las colocaciones a la vista mostraron un incremento de US\$330 millones (14,7%).

En este contexto, el agregado más amplio M3\*, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos y en moneda extranjera, aumentó \$13.700 millones (5,7%) en el trimestre, acumulando una suba de 24,8% en los últimos 12 meses.

### Crédito al Sector Privado<sup>58</sup>

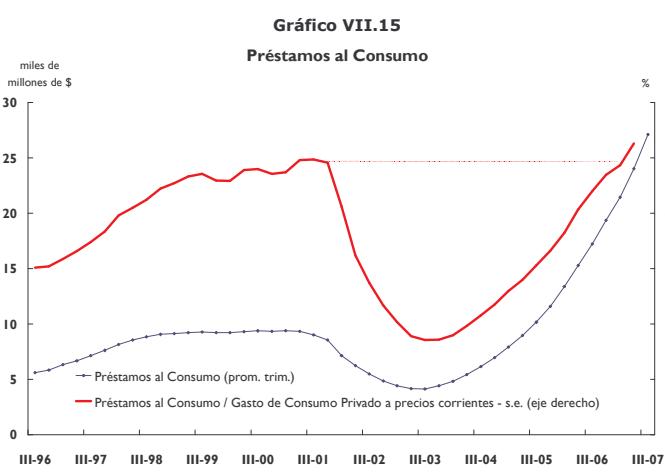
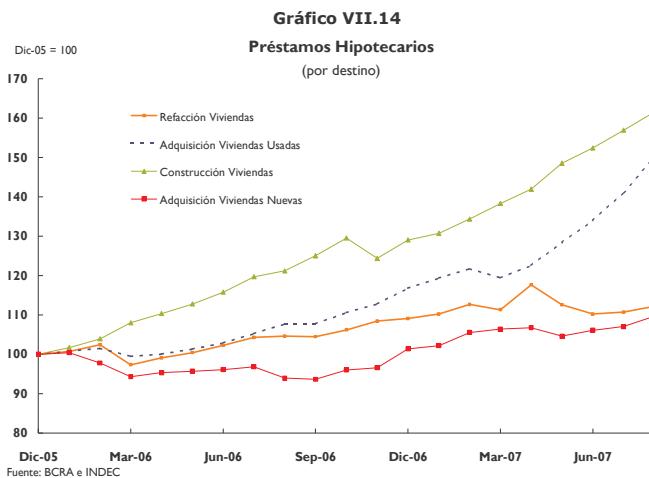
En un contexto caracterizado por la incertidumbre y la volatilidad de los mercados, los créditos al sector privado, en pesos y en moneda extranjera, continuaron mostrando un importante dinamismo, alcanzando en septiembre los \$95.000 millones y registrando en el último trimestre un aumento de \$9.900 millones (11,7%). Esto les permitió acumular en los últimos 12 meses un incremento en términos nominales de 39,5%. Su nivel respecto al PIB, 11,4%, continúa siendo modesto respecto a otros países y a los máximos niveles históricos registrados (ver Gráfico VII.13).

Las financiaciones en pesos crecieron en el trimestre \$7.760 millones (10,8%), con un crecimiento interanual de 43,3%. Las líneas que cuentan con garantía real continuaron acelerando su ritmo de crecimiento, frente a una mayor estabilidad en las variaciones anuales que vienen registrando los préstamos comerciales y para el consumo.

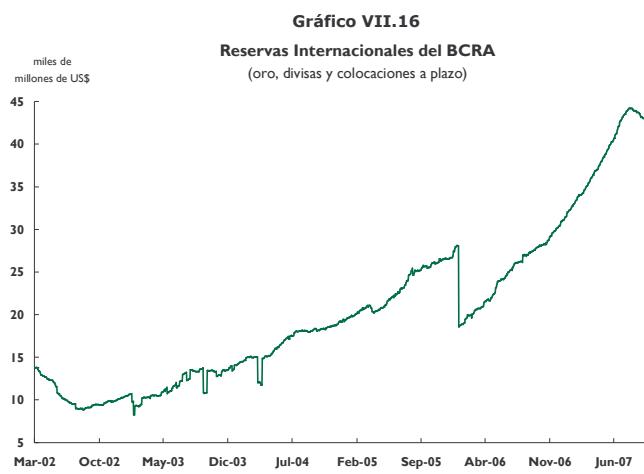
En particular, durante el tercer trimestre los créditos hipotecarios exhibieron un incremento de \$1.360 millones (12%), resultando el mayor aumento desde la reversión de la tendencia decreciente a mediados de 2005 y acumulando en los últimos 12 meses un aumento de 35,1%. Dentro de estas financiaciones, las líneas destinadas a la adquisición de viviendas usadas y a la construcción de viviendas, que representan cerca del 81% del total de préstamos hipotecarios, mostraron un mayor dinamismo. Hasta agosto, último mes disponible con la apertura por destino, estas líneas habían registrado incrementos interanuales de 33,3% y 39,3%, respectivamente (ver Gráfico VII.14). Por su parte, los préstamos prendarios presentaron un aumento en el trimestre de aproximadamente \$640 millones (14,5%), acompañando la expansión en las ventas de la industria automotriz.

Por su parte, los préstamos comerciales presentaron un crecimiento entre julio y septiembre de \$2.150 millones (6,9%), acumulando en los últimos 12 meses un incremento de 25,1%. Esta evolución estuvo explicada fundamentalmente por los documentos que, impulsados por el importante “arrastre estadístico” del trimestre anterior, registraron un incremento de \$1.780 millones (12%). Asimismo, estos préstamos presentaron una reducción en el plazo promedio, lo que podría explicarse por cierta intención de los agentes de financiarse a corto plazo a la espera de una normalización en los mercados. Adicionalmente, las financiaciones instrumentadas mediante adelantos crecieron \$210 millones (1,7%), registrando en términos interanuales una variación de 23,5%.

Las líneas destinadas al consumo evidenciaron un incremento respecto al trimestre anterior de \$3.610 millones (14,5%). Los préstamos personales crecieron \$2.870 millones (17,8%) en los últimos tres meses, mientras que las financiaciones con tarjeta de crédito \$740 millones (8,5%). Como consecuencia de su buena *performance*, las financiaciones al consumo han conseguido superar, en términos del gasto privado, los valores previos a la última crisis. En este sentido, al segundo trimestre de 2007, los



<sup>58</sup> Al igual que en los trimestres pasados, en los últimos meses se han producido movimientos contables, ocasionados por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros. En el momento de la conformación de un fideicomiso financiero con cartera de préstamos de un banco, esa parte de la cartera se quita del rubro “Préstamos” en el balance y se transfiere al fideicomiso. Análogamente, cuando se transfieren préstamos desde un fideicomiso a la cartera de préstamos de un banco los créditos trasladados se registran en el rubro “Préstamos” del balance. Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por este tipo de operativa que, si bien altera los saldos contables, no afectan al stock de financiaciones otorgadas.



préstamos al consumo representaban aproximadamente 5,3% de este gasto privado (medido a precios corrientes, sin estacionalidad), nivel levemente superior al alcanzado a fines de 2001 (ver Gráfico VII.15).

Finalmente, las financiaciones en moneda extranjera presentaron en el trimestre un aumento de US\$600 millones (14,1%), impulsadas principalmente por los documentos vinculados a operaciones de comercio exterior.

#### VII.4 Mercado de Cambios

Las Reservas Internacionales se ubicaron en torno a US\$42.900 millones al finalizar septiembre, registrando una caída de apenas US\$270 millones en el tercer trimestre, aunque acumulando en lo que va del año un incremento de US\$10.900 millones (ver Gráfico VII.16).

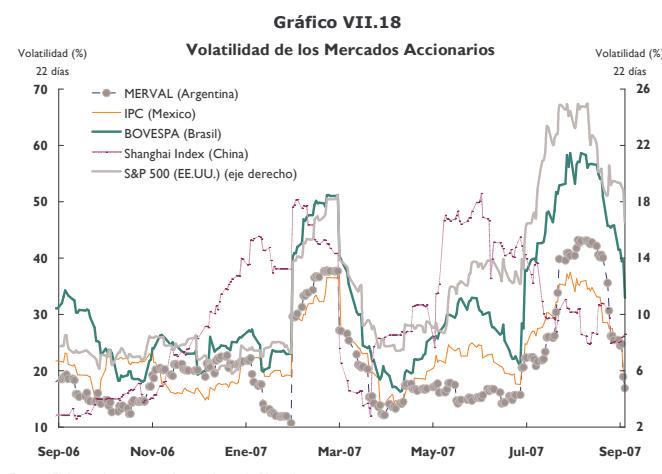
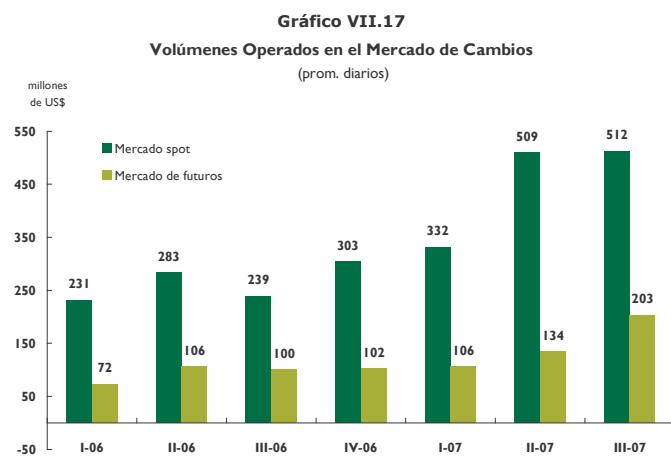
En el mercado de cambios, el peso tuvo una depreciación, en términos nominales, respecto al dólar estadounidense de 2,2%, registrando una cotización promedio de 3,1475 \$/US\$ en septiembre. En tanto, respecto al euro la depreciación del peso fue de 5,9% para igual período, donde la cotización de septiembre se ubicó en 4,3801 \$/euro. Finalmente, respecto al real se depreció 3,9%, alcanzando una cotización de 1,654 \$/real.

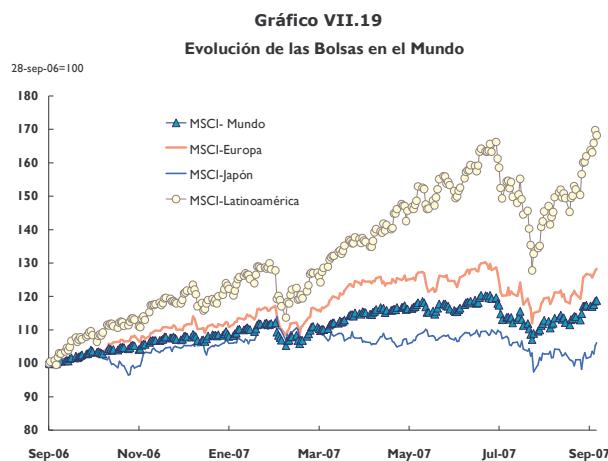
Por otra parte, en términos reales, de acuerdo con la evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM), en el trimestre el peso se depreció 3,4% en relación con la canasta de monedas de sus principales socios comerciales.

En el mercado *spot* (a través del Sistema de Operaciones Electrónicas -SIOPEL- y del Mercado Electrónico de Corredores -MEC-) el volumen operado durante el tercer trimestre se mantuvo en un nivel similar al trimestre anterior, con un promedio diario operado de US\$512 millones. En tanto, en el mercado de futuros (Mercados de Futuros del Mercado Abierto Electrónico -MAE- y Mercado a Término de Rosario -ROFEX-), el volumen operado diariamente alcanzó a US\$203 millones en promedio, lo cual representa un aumento de 51% respecto al trimestre anterior (ver Gráfico VII.17). La participación del BCRA sobre el volumen negociado en el mercado *spot* fue de 4%, disminuyendo 5 p.p., mientras que en el mercado de futuros la participación se incrementó 5 p.p. alcanzando a 8%.

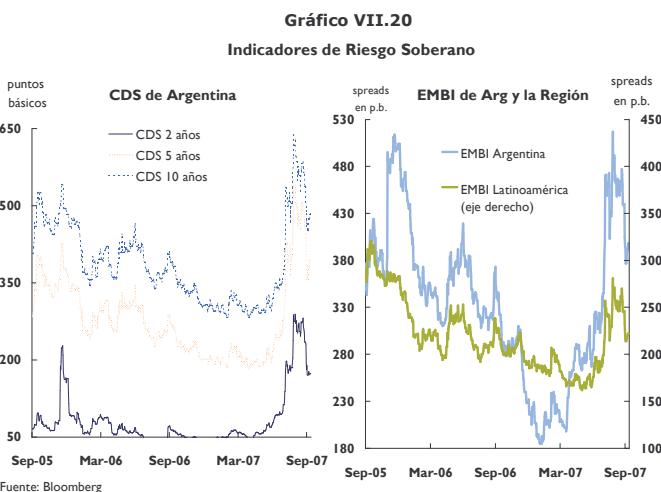
#### VII.5 Otros Activos

En un contexto caracterizado por la incertidumbre en torno a la crisis del mercado hipotecario de Estados Unidos y la expansión de la misma al resto de los mercados financieros, éstos mostraron una importante volatilidad durante el tercer trimestre del año, tanto en los países desarrollados como en los países emergentes (ver Gráfico VII.18). A pesar de ello, las principales bolsas del mundo, exceptuando a la Bolsa de Valores de Tokio, obtuvieron ganancias durante el período comprendido entre julio y septiembre. En efecto, durante el mes de septiembre, las bolsas registraron ganancias en un escenario de bajas en las principales tasas de interés y menor aversión al riesgo. Las bolsas de Estados Unidos y Europa obtuvieron retornos positivos, aunque menores a los registrados el trimestre anterior; mientras que Japón nuevamente exhibió

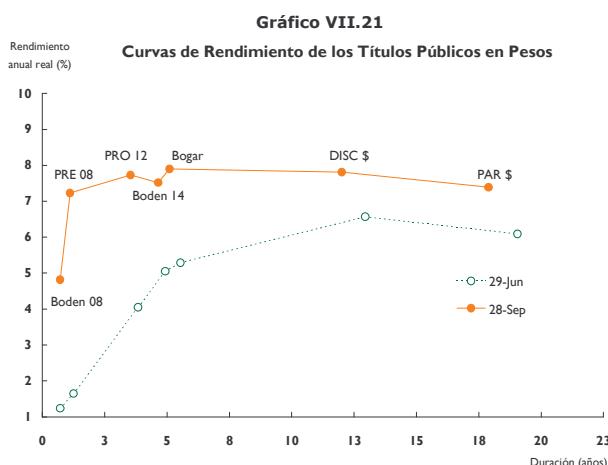




Fuente: Elaboración propia en base a datos de MSCI y Bloomberg



Fuente: Bloomberg



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Instituto Argentino de Mercado de Capitales

pérdidas. Por su parte los títulos públicos del Tesoro norteamericano alcanzaron precios mayores a los exhibidos hacia fines de junio, reflejando de esta manera que son un instrumento que brinda seguridad a los inversores en momentos de alta volatilidad.

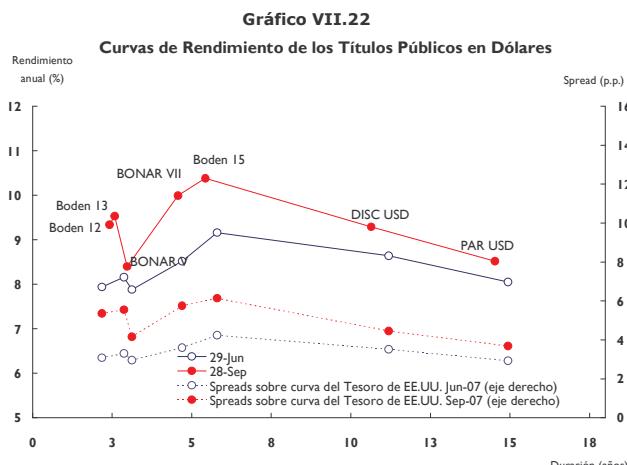
Puntualmente, según los índices bursátiles elaborados por Morgan Stanley Capital Investment (MSCI) la rentabilidad de las bolsas de Latinoamérica fue de 10,3%; seguida por el MSCI Europa que obtuvo una ganancia de 2% (ver Gráfico VII.19). Por su parte el MSCI de Estados Unidos tuvo un rendimiento de 1,6%; finalmente el MSCI Japón exhibió una caída de 1,4%. Dentro de la región latinoamericana, medidos en dólares, se destacó la *performance* de la Bolsa de Valores del Estado de San Pablo (Bovespa) de Brasil con un elevado crecimiento de 17%. También creció, aunque levemente, el índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL) de Perú, un 0,2%. En cambio, el índice General del Precio de las Acciones (IGPA) de Chile cayó 0,2%, mientras que el índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de México también cayó, un 3,9% y el índice del Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL) tuvo un rendimiento de -2%.

En materia de riesgo percibido para la deuda denominada en dólares estadounidenses, el *spread* de los *Credit Default Swaps* (CDS) de los títulos públicos argentinos se incrementaron (ver Gráfico VII.20) Por su parte, los *spreads* de la deuda externa de América latina, medidos por el EMBI+Latam exhibieron una variación positiva de 25 puntos básicos (p.b.). El mismo comportamiento se observó para los países emergentes en general, como lo pone de manifiesto el aumento de 26 p.b. del EMBI+. En particular, el índice correspondiente a Argentina se incrementó 73 p.b..

La curva de rendimientos de los títulos públicos de Argentina en pesos se aplanó, al observarse un incremento mayor en el rendimiento de los títulos de corto plazo que el observado en los de mayor duración; aunque todos los tramos de la curva registraron mayores rendimientos (ver Gráfico VII.21). Asimismo, la curva de rendimientos de los títulos denominados en dólares alcanzó mayores niveles en todos los tramos (ver Gráfico VII.22). Es notable la caída en la cotización de los bonos del tramo más largo de la curva, tanto en la de pesos como en la de dólares. En particular, el Discount y el Par en pesos perdieron 13,8% y 20,3% respectivamente durante el trimestre; por su parte el Discount y el Par en dólares cayeron 5,5% y 5,8% respectivamente. Las Unidades Vinculadas al PIB (UVP) en dólares cayeron 12% respecto del trimestre anterior, mientras que las UVP denominadas en pesos cayeron un 27%.

Los volúmenes diarios operados en el mercado de los títulos públicos disminuyeron durante el tercer trimestre, mientras que en el mercado de acciones aumentaron. En el primer caso, el volumen promedio operado por día ascendió a \$1.681 millones, cifra inferior al promedio diario operado durante el trimestre previo (\$2.143 millones). En el mercado de acciones se operaron diariamente en promedio \$84 millones, cifra \$9 millones superior a la registrada el trimestre anterior.

Adicionalmente, durante el tercer trimestre del presente año, el Gobierno Nacional colocó conjuntamente con el Gobierno de



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Argentino de Mercado de Capitales

Venezuela el Bono del Sur; deuda en dólares por un valor nominal de US\$1.300 millones, de los cuales US\$605 millones corresponden a la colocación de Boden 2015 y el resto a Títulos de Interés y Capital Cubierto (TICC; ver Sección IV).

A pesar de la elevada volatilidad que exhibió el MERVAL y otros índices líderes de la región durante el tercer trimestre, el patrimonio de los fondos de renta variable en pesos se incrementó \$1.276 millones. Por el contrario los fondos de renta fija, registraron una caída en su patrimonio, de \$2.467 millones (ver Gráfico VII.23). La caída se debe tanto al marcado descenso en los valores de las cuotapartes como a que se rescataron gran cantidad de las mismas. También se redujeron, \$457 millones, los patrimonios de los fondos de *money market*.

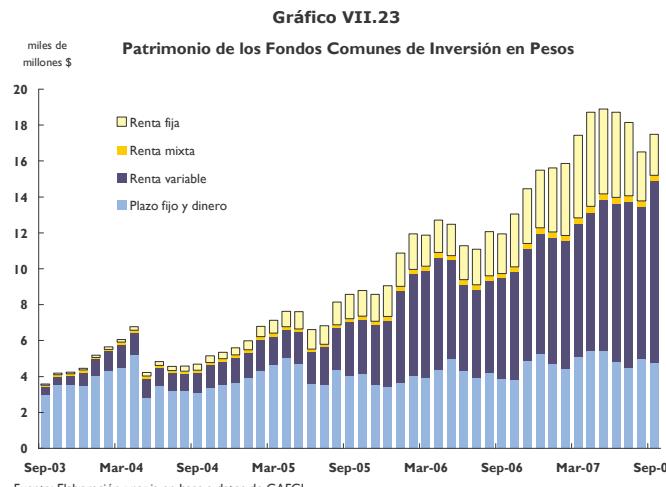
La colocación de Fideicomisos Financieros (FF) durante el tercer trimestre fue de alrededor de \$1.850 millones, cifra \$167 millones superior a la de igual período del año pasado (ver Gráfico VII.24). En el acumulado de 2007, los montos emitidos suman \$5.470 millones, valor que resultó 12% superior al de igual período de 2006. Los activos subyacentes más destacados continuaron siendo las financiaciones al consumo (préstamos personales y tarjetas de crédito), que concentraron en el trimestre poco más del 90% de lo emitido. Entre los fiduciarios, los comercios minoristas concentraron el 41% de los montos, aumentando un tercio su contribución tanto desde el trimestre anterior como respecto al de 2006. Le siguieron las entidades financieras (24%), las cuales han perdido importancia como fiduciarios, y por instituciones financieras no reguladas, que han mantenido estable su participación.

A lo largo del trimestre y en un contexto de volatilidad en los mercados financieros, las tasas de corte experimentaron subas significativas, alcanzando en septiembre el 20% para el caso de los títulos *senior*, duplicando las registradas a fines del trimestre anterior. Sin embargo, hacia fines septiembre se evidenció una tendencia a la baja en las tasas de corte.

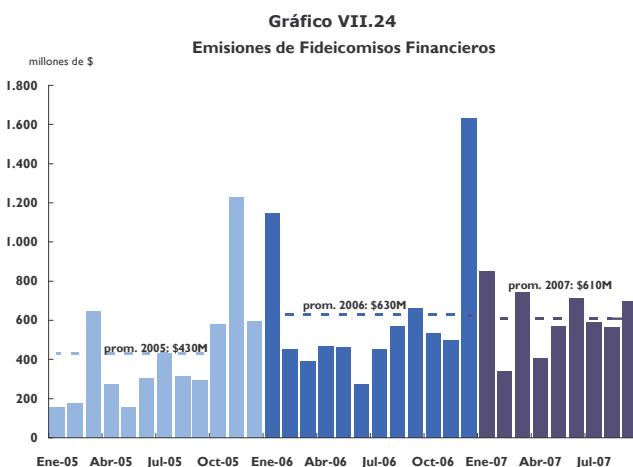
A su vez, de acuerdo a la información de los balances que presentan a la Comisión Nacional de Valores (CNV), el *stock* de FF en circulación ascendió a cerca de \$13.500 millones en junio de 2007 tras registrar un incremento interanual de 18%. De dicho *stock*, el mayor porcentaje (37%) corresponde a Fideicomisos Financieros estructurados, que tienen títulos públicos como activo subyacente. En particular, el *stock* de aquellos FF con activos subyacentes asimilables a préstamos (excluyendo los de títulos públicos y privados, los de flujos futuros de ingresos, los de contratos de *leasing*, etc.) ascendió a \$6.500 millones a junio de 2007 (ver Gráfico VII.25), lo que representa casi 8% de los préstamos bancarios al sector privado. Sin embargo, tal porcentaje se reduce a poco más de la mitad si sólo se tiene en cuenta los activos subyacentes originados en entidades financieras.

Los principales inversores en FF (los tenedores de valores de deuda fiduciaria), continúan siendo bancos, que poseen el 38% de las especies y las AFJP el 32%. El resto estaría principalmente en manos de FCI, Compañías de Seguros y otros inversores.

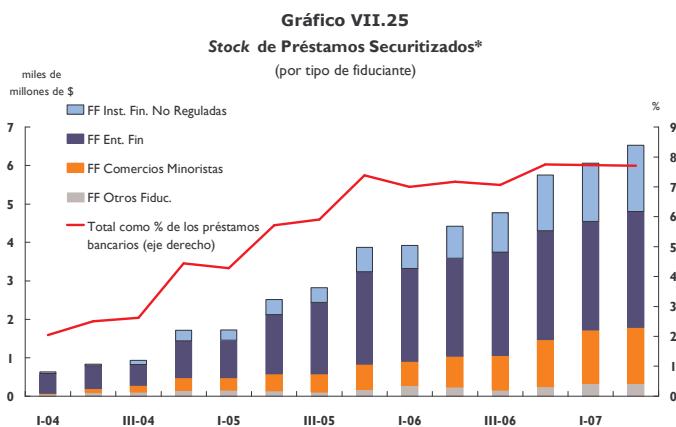
Por último los precios de inmuebles urbanos, registraron alzas. En el caso de los departamentos nuevos según la última información



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CAFCI



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



\* Se consideran los activos de FF que tienen como subyacente financiaciones con tarjetas de crédito, préstamos personales, hipotecarios, prendarios o comerciales.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNA

disponible hasta agosto de 2007, acumularon alzas en los últimos doce meses de 13%. Por su parte los departamentos usados acumularon en igual período una suba de 30% según la última información a junio. Por el lado de los alquileres, de acuerdo con datos del INDEC se registraron incrementos de 17% en el período comprendido entre mayo de 2006 y mayo de 2007. Finalmente, los campos fueron quienes tuvieron mayores subas en su valor. En los últimos doce meses (como lo indica el último dato disponible a julio), la principal suba la registró la de zona de cría, con un alza de 55%.

Apartado 3. El Sistema Financiero en Argentina y la crisis de las hipotecas *subprime*

El Sistema Financiero argentino ha sido una caja de resonancia y ocasionalmente el disparador de las periódicas crisis económicas que caracterizaron a nuestro país en las últimas décadas. Ya sea por deficiencias en las regulaciones y en las mediciones de los riesgos intrínsecos, o por reflejar y concentrar otras inconsistencias macroeconómicas (como el financiamiento al Estado o descalces de moneda en presencia de tipos de cambio insostenibles), los episodios de crisis financieras, con su particular agregado de congelamiento de depósitos, están frescos en la memoria colectiva.

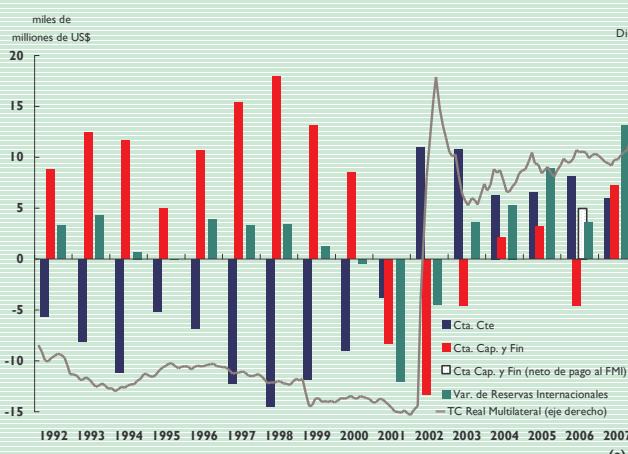
Sin embargo, actualmente se están sentando las bases para que esos episodios no se repitan. Regulaciones eficientes y políticas monetarias prudentes se combinan con superávits gemelos (fiscal y externo) para minimizar la probabilidad que se genere internamente una nueva crisis financiera. Pero en un mundo de rápidos flujos de capitales, esas políticas deben complementarse con acciones prudenciales, dirigidas a reducir los efectos de las crisis externas. Tal es el papel de la acumulación de reservas y la formación de colchones de liquidez que el BCRA ha impulsado en prevención de ese tipo de episodios. En este marco, la fuerte volatilidad de los mercados internacionales derivada de la crisis de las hipotecas *subprime* en EE.UU. probó con claridad lo adecuado y eficiente de los mecanismos prudenciales adoptados.

Las acciones prudenciales permitieron al Sistema Financiero estar en óptimas condiciones de enfrentar la crisis. Por un lado, el BCRA tomó medidas para mostrar su disposición y capacidad para proveer liquidez, la que estaba disponible gracias al “colchón” formado por los títulos de deuda colocados antes de la crisis. En efecto, los pases contra LEBAC y NOBAC (o su recompra directa, ya sea en el mercado secundario o vía licitaciones) permitieron “administrar” la liquidez del sistema. De esa manera se inhibieron fluctuaciones excesivas en las tasas de interés y se evitó afectar el funcionamiento de la economía local. Por otro lado, el elevado nivel de reservas (y el hecho de haber evitado fluctuaciones bruscas anteriores en el tipo de cambio) permitió intervenir para “calmar las aguas” y evitar la típica corrida cambiaria, cuyos efectos habíamos visto en el pasado cuando se carecía de un volumen de reservas suficiente para hacer frente a la demanda de divisas.

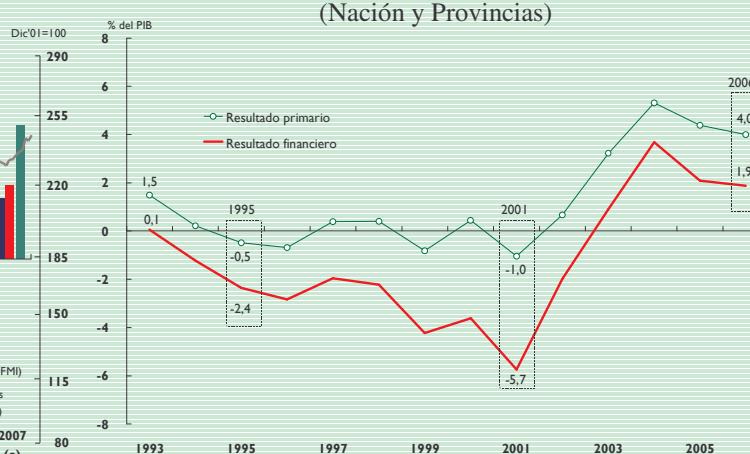
En ese marco, éste ha sido el primer *shock* externo de carácter negativo en décadas (incluyendo “efecto tequila”, crisis rusa, devaluación brasileña, etc.) que prácticamente no ha afectado a la economía argentina.

En efecto, la solidez de los *fundamentals* y los “amortiguadores” con que cuenta la economía redujeron significativamente el impacto de la crisis. Uno de los “amortiguadores”, la flotación administrada del tipo de cambio, permitió a la economía contar con mayor flexibilidad, en el marco de un sólido sector externo (reflejado en seis años de cuenta corriente superavitaria; ver Gráfico N° 1). Como consecuencia, se cuenta con un fondeo de divisas genuino que permite brindar a la economía un seguro contra escenarios adversos, en un contexto de ausencia a nivel internacional de un prestamista de última instancia. El mejor desempeño del sector externo es acompañado por un saldo positivo del sector público (ver Gráfico N° 2), lográndose acumular superávits gemelos por un lapso y una magnitud inéditos para nuestro país.

## Gráfico N° 1: Balance de Pagos y Tipo de Cambio Real



## **Gráfico N° 2: Sector Público Consolidado no Financiero (Nación y Provincias)**

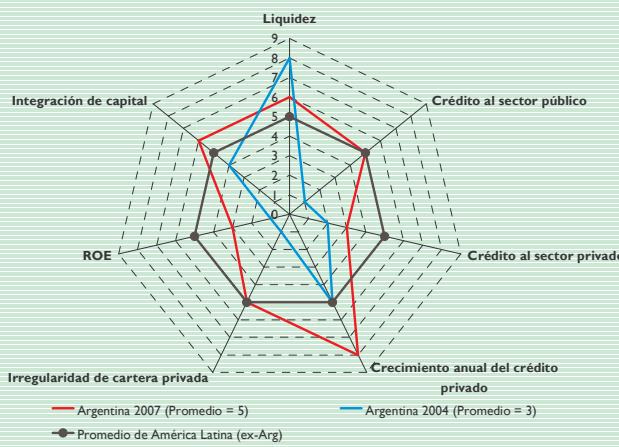


La eficiente política regulatoria también ha sido otro factor decisivo para estar en condiciones de enfrentar exitosamente una crisis externa. En particular, se habían establecido medidas para incrementar la independencia de la banca a las necesidades financieras del sector público, eliminando el sesgo hacia ese sector que existía en la norma de capitales mínimos en los 90. Como resultado, la exposición al sector público se redujo de un máximo cercano a 50% de los activos a un 17% en la

actualidad. Por otro lado, se puso especial énfasis en evitar descalces excesivos de monedas. En esta línea, el BCRA exige que los depósitos en dólares sólo puedan aplicarse a préstamos en moneda extranjera a agentes económicos que generan divisas.

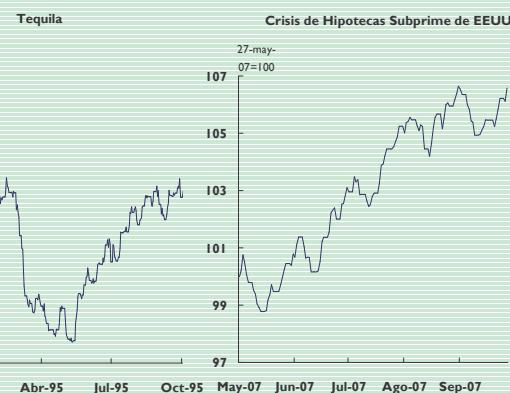
Este marco regulatorio, en conjunto con la política pro-crédito al sector privado y con el sólido marco macroeconómico, impulsaron la recuperación de la intermediación financiera y de la rentabilidad del sistema financiero que, conjuntamente con las capitalizaciones realizadas, consolidan la solvencia de la banca local (ver Gráfico N° 3) y fortalecen el marco de estabilidad financiera que resulta indispensable para enfrentar *shocks* externos, como el comenzado en el pasado mes de julio.

**Gráfico N° 3: Sistema Financiero Argentino respecto al promedio de la Región**



Fuente: BCRA

**Gráfico N° 4: Depósitos Totales**



Nota: Hasta 1996 la información corresponde a saldos de depósitos totales en pesos y dólares de Capital Federal y Gran Buenos Aires. A partir de 1997 los datos corresponden a los saldos diarios del total del país.

Fuente: BCRA

La solidez actual del sistema financiero para enfrentar eventos externos adversos quedó demostrada cuando se compara lo sucedido desde julio con crisis externas anteriores. Por ejemplo, si se comparan los movimientos en las tasas de interés con el denominado “efecto Tequila”, se evidencian movimientos sustancialmente menores en la actualidad, tanto para la tasa interbancaria como para la tasa de los depósitos a plazo fijo (ver Gráficos N° 5 y N° 6).

Respecto al nivel de depósitos, en el “efecto Tequila” los depósitos totales cayeron violentamente (llegando a acumular 18% de caída) mientras que en la crisis actual continuaron creciendo, aunque a un ritmo menor (ver Gráfico N° 4). En efecto los depósitos totales aumentaron 3,5% desde que comenzó la crisis. Por su parte, las Reservas Internacionales se redujeron en apenas 3% y una parte significativa de esa caída está relacionada con los pagos externos efectuados por la Tesorería, mientras que habían caído 10 veces más (30%) durante el Tequila. Por último, en la crisis actual la variación del peso ha sido poco significativa (cercana a 2%) mientras que las monedas de otros países vecinos llegaron a caer más de 10% (como el real brasileño).

En síntesis, los amortiguadores que el BCRA estableció precautoriamente en los últimos años dejaron de ser un seguro abstracto para pasar a mostrar su efectividad y conveniencia ante una situación de *stress* exógena.

**Gráfico N° 5: Tasa de interés interbancaria**

Tequila

+60 p.p.

5 meses

Jul-94 Oct-94 Ene-95 Abr-95 Jul-95

0 10 20 30 40 50 60 70

%

Fuente: BCRA

**Gráfico N° 6: Tasa de interés por depósitos a plazo fijo**

Crisis de Hipotecas Subprime de EEUU

+11 p.p.

2 meses

Jul-07 Ene-07 Abr-07 Oct-07

0 10 20 30 40 50 60 70

%

Tequila

+15 p.p.

1 mes

Jul-94 Oct-94 Ene-95 Abr-95 Jul-95

0 5 10 15 20 25

%

Crisis de Hipotecas Subprime de EEUU

+4,7 p.p.

1 mes

Jul-07 Ene-07 Abr-07 Oct-07

0 5 10 15 20 25

%

Fuente: BCRA

## VIII. INFLACIÓN

### VIII.1 Síntesis

Los diferentes indicadores de precios disponibles continúan mostrando señales divergentes. En el tercer trimestre de 2007 los precios minoristas medidos por el IPC Resto (aproximación del INDEC a la inflación subyacente) tuvieron una evolución similar a la observada desde mediados de 2006. En efecto, en los doce meses finalizados en septiembre este subíndice presentó un alza de 9,8%, lo cual implica una tasa 1,6 puntos porcentuales (p.p.) menor que la verificada un año atrás. Esta moderación siguió respondiendo en mayor medida al componente de precios de los servicios, de manera que el ajuste de precios relativos se mantuvo a favor de los bienes. Asimismo, el incremento mensualizado de este indicador en el tercer trimestre (0,7%), resultó ligeramente inferior al de la primera mitad del año, situándose en línea con lo observado en el segundo semestre de 2006.

Paralelamente, el IPC Nacional alcanzó un alza de 11,0% interanual (i.a.) en agosto, reflejando la mayor influencia de los aglomerados del interior del país (con una suba de 14,5% i.a. en agosto desde el 10,3% i.a. de fines del año pasado) en relación a la relativa estabilidad del IPC GBA (en torno a 8,7% i.a.). Las mayores variaciones en los precios al consumidor en el interior del país se pueden explicar por el componente de alimentos y, en menor medida, por algunos servicios.

Por su parte, los precios mayoristas medidos por el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM), aumentaron 3,9% en el trimestre (12,5% i.a.), por efectos de las continuas subas en las cotizaciones de Productos primarios, a lo que se agregaron incrementos en los precios de las manufacturas mayores a los de los trimestres previos. Los aumentos en las cotizaciones de los Productos primarios fueron principalmente impulsados por los encarecimientos de las materias primas agrícolas, al tiempo que las manufacturas mostraron las subas más pronunciadas principalmente en Alimentos y bebidas. En tanto, los costos de la construcción registraron un alza trimestral de 5,1% (19,2% i.a.), manteniendo aumentos superiores a los de los precios mayoristas y minoristas.

Más allá que cierta inercia inflacionaria resulte probablemente inevitable en un contexto de muy alto y sostenido crecimiento económico como el actual, es posible morigerar las presiones inflacionarias mediante políticas coordinadas en materia fiscal, de ingresos y de competencia, junto al actual sendero de la política monetaria y financiera.

Gráfico VIII.1

Índices de Precios

(var. i.a.)

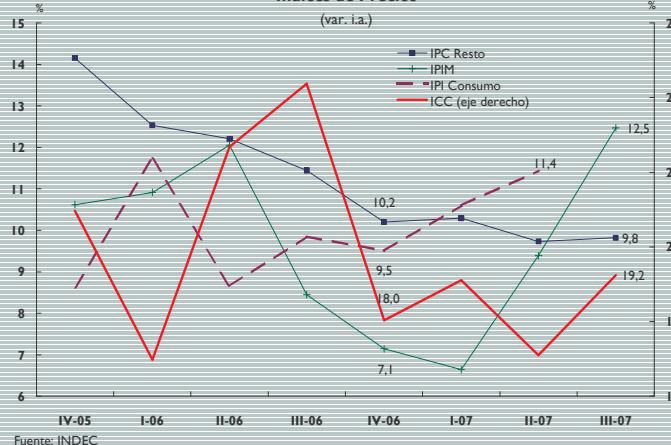
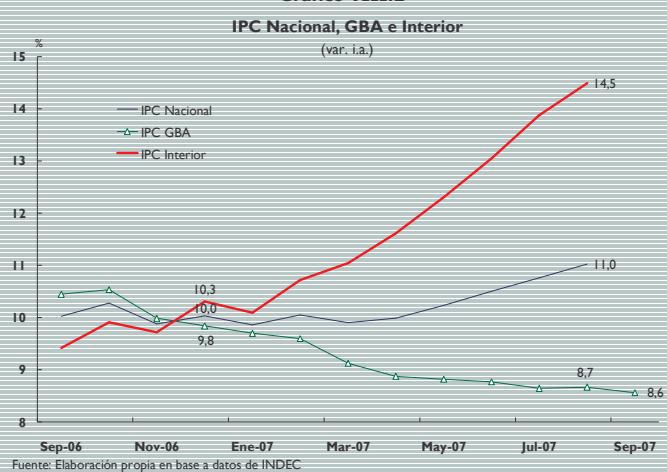
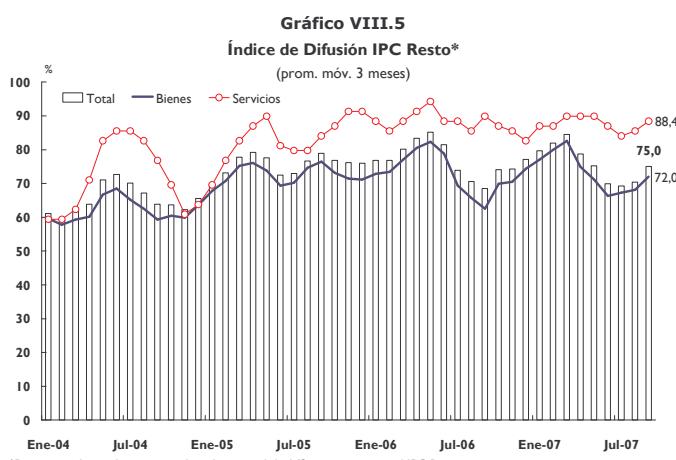
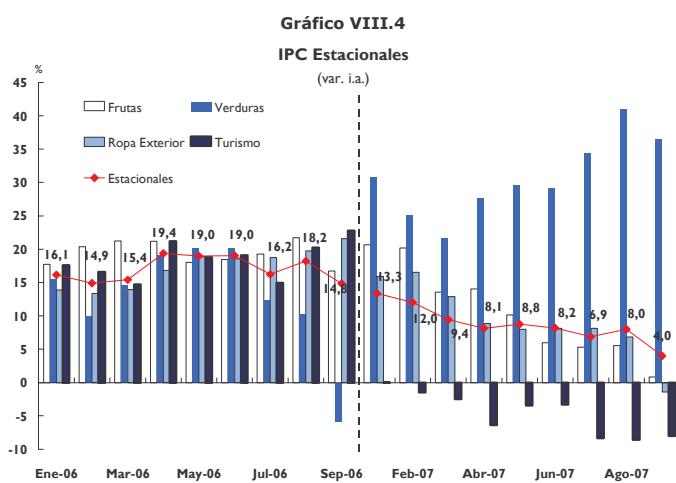
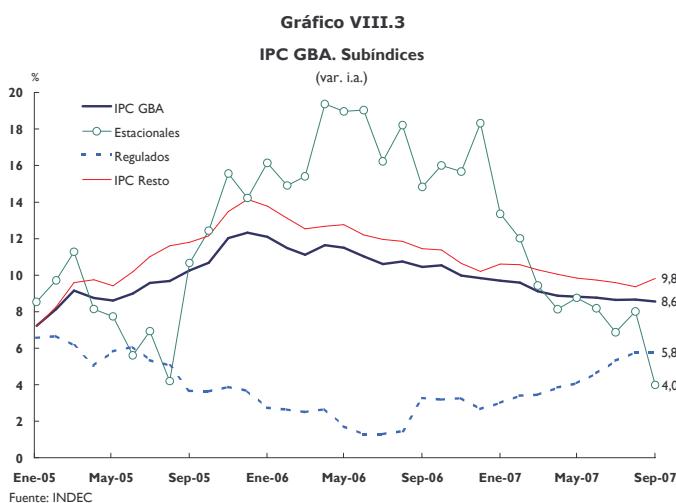


Gráfico VIII.2

IPC Nacional, GBA e Interior

(var. i.a.)





## VIII.2 Precios Minoristas

La evolución de los precios en la economía continúa mostrando situaciones divergentes, de acuerdo al conjunto de indicadores monitoreados por el BCRA.

En particular, la inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) mostró una reducción en el ritmo de crecimiento en términos interanuales (i.a.) en la primera mitad del año, para luego mantenerse relativamente estable en el tercer trimestre. En efecto, el IPC GBA marcó un alza de 8,6% i.a. en septiembre de 2007, similar a la de fin del trimestre previo, lo cual implica un descenso de 1,9 puntos porcentuales (p.p.) respecto de lo observado un año atrás (ver Gráfico VIII.3).

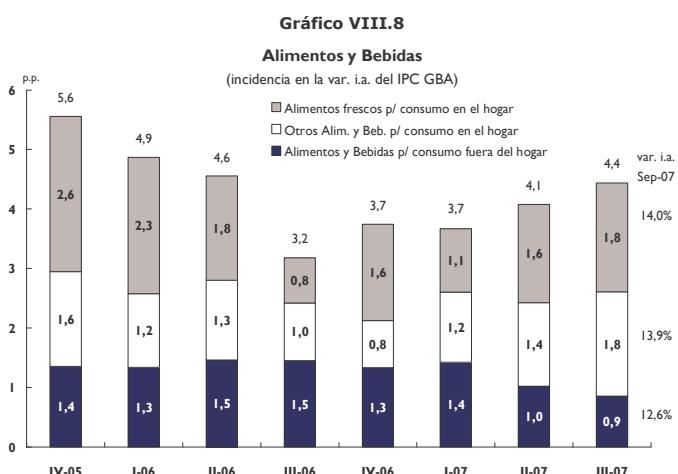
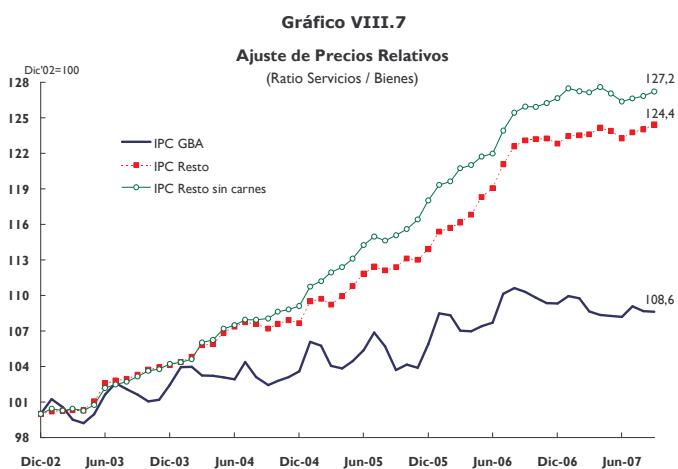
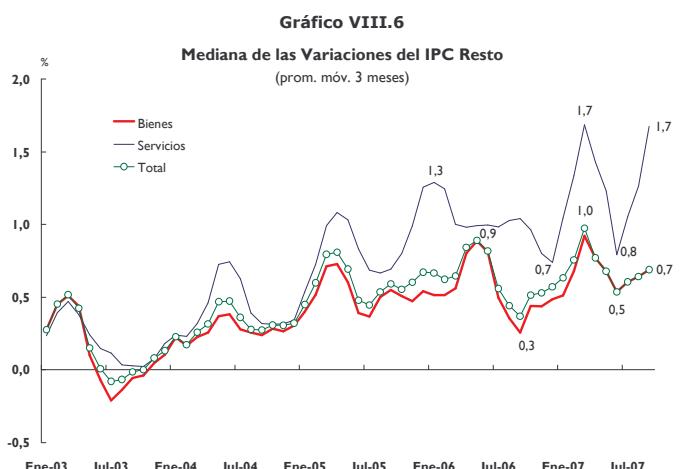
Los bienes y servicios agrupados en el subíndice Estacionales (aquellos con una marcada estacionalidad y/o volatilidad en sus precios) volvieron a mostrar en el tercer trimestre una moderación en su ritmo de crecimiento interanual, profundizando lo observado en la primera mitad del año. La magnitud de la suba interanual pasó de 18,3% en diciembre de 2006 a 8,2% en junio de este año, y luego se redujo significativamente hasta 4,0% i.a. en septiembre, la tasa más baja desde marzo de 2004. Esta situación obedeció a que en el tercer trimestre los precios de la ropa exterior y el turismo, relevados por el IPC GBA, siguieron con variaciones mensuales atenuadas, marcando tasas interanuales negativas, que compensaron la aceleración en los precios de las frutas y mayormente las verduras (ver Gráfico VIII.4).

La evolución de los precios Estacionales permitió contrarrestar en parte las mayores subas exhibidas por los bienes y servicios regulados o con alto componente impositivo (subíndice Regulados). Este subíndice elevó su tasa de crecimiento interanual hasta 5,8% en septiembre, la más alta desde junio de 2005. Este comportamiento obedeció principalmente a aumentos en la tarifa de correo y los precios de algunos combustibles, tanto para las viviendas como para el transporte<sup>59</sup>. A partir de estas subas, los Regulados pasaron a marcar tasas de crecimiento superiores a las del subíndice Estacionales por primera vez en más de dos años.

En tanto, el IPC Resto mantuvo relativamente estable su ritmo de crecimiento interanual en los últimos tres meses, marcando un alza de 9,8% i.a. en septiembre. No obstante, ello implicó una desaceleración de 1,6 p.p. respecto de un año atrás, resultando el subíndice que más contribuyó a moderar las tasas de crecimiento del nivel general. En este sentido, el incremento mensualizado en el tercer trimestre fue de 0,7%, reduciéndose ligeramente respecto del primer semestre del año (0,8%) y estabilizándose en torno a lo observado en la segunda mitad de 2006.

Este comportamiento en las tasas de inflación del IPC Resto se reflejó en los indicadores de difusión, magnitud y persistencia de manera disímil. En particular, la cantidad de productos que tuvieron incrementos de precio (difusión), así como la proporción que exhibió subas reiteradas (persistencia), habían mostrado mejoras en

<sup>59</sup> La tarifa del servicio de correo aumentó 34,2% en julio de 2007. Respecto de los combustibles en el tercer trimestre se observaron incrementos de precios que se sumaron a las subas verificadas el período anterior y superan ampliamente al incremento trimestral promedio verificado en 2006. En el caso de los combustibles para la vivienda, en el tercer trimestre la suba fue de 3,2%, mientras que en el segundo se habían encarecido 5,7%. En cuanto a los combustibles para el transporte, el incremento fue de 4,9% en el lapso julio-septiembre, luego de un alza de 1,6% en los tres meses anteriores (en este caso la suba trimestral promedio registrada en 2006 fue de 0,2%).



el primer semestre, pero desde julio retornaron a los valores de finales de 2006. Por su parte, la magnitud de los aumentos (variación mediana) se elevó en el tercer trimestre, revirtiendo buena parte de la mejora observada entre abril y junio, y acercándose al nivel verificado en el primer trimestre. Con todo, estos indicadores continúan en valores históricamente elevados (ver Gráficos VIII.5 y VIII.6).

La moderación en la variación interanual del IPC Resto obedeció mayormente a un menor ritmo de incrementos en los precios de los servicios ya que los bienes exhiben cierta suba en sus tasas de crecimiento. En efecto, los servicios registraron en septiembre un alza de 10,5% i.a., marcando una fuerte desaceleración respecto del 17,9% i.a. verificado un año atrás, mientras que los bienes aumentaron ligeramente su ritmo en los últimos meses, pasando de 7,6% i.a. en septiembre de 2006 hasta 9,3% i.a. a fin del tercer trimestre de 2007. Este comportamiento determinó que en los últimos meses el ratio de precios relativos entre bienes y servicios muestre algún ajuste a favor de los bienes (ver Gráfico VIII.7).

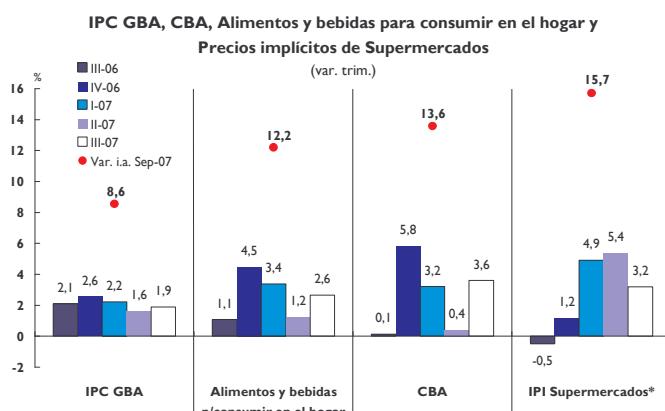
A nivel desagregado, la evolución del IPC GBA en relación al año anterior se explicó principalmente por las subas de inferior magnitud en Esparcimiento, Indumentaria y Salud. Estos rubros explicaron conjuntamente 2,6 p.p. del descenso en el ritmo interanual del IPC GBA, al tiempo que morigeraron las presiones alcistas provenientes de los precios de Alimentos y bebidas.

En efecto, los precios agrupados en Esparcimiento e Indumentaria registraron variaciones mensuales más moderadas que en 2006, reduciendo a menos de la mitad su ritmo de incremento interanual. En septiembre el rubro Esparcimiento marcó una suba de 1,4% i.a., mientras que en Indumentaria, el alza acumulada en los últimos doce meses fue de 1,6% de acuerdo al IPC GBA.

En cambio, en el caso de los Alimentos y bebidas, a lo largo de 2007 se observó un aumento en la tasa de crecimiento que generó un mayor impacto en las subas del nivel general, situación que también se verificó en otros índices de precios regionales (aunque en mayor magnitud). En el tercer trimestre los Alimentos y bebidas generaron 4,4 p.p. de incidencia en el IPC GBA, respondiendo a una mayor senda de crecimiento del componente de alimentos frescos, que se elevó 14,0% i.a. en septiembre de este año, aportando 1,1 p.p. más que en septiembre pasado, dado el encarecimiento de las verduras frescas (42,0% i.a.) y las carnes (8,8% i.a.), que fue parcialmente contrarrestado por el descenso en las frutas frescas (-0,5% i.a.). En tanto, los Alimentos y bebidas para consumo fuera del hogar continúan mostrando descensos en su ritmo de incremento interanual, que pasó de 15% i.a. en junio a 12,6% i.a. en septiembre, reduciendo su contribución al alza del IPC GBA (ver Gráfico VIII.8).

En adelante, el comportamiento de los precios de los alimentos continuaría reflejando las distintas realidades sectoriales, con los productos frescos sujetos, en parte, a los *shocks* de oferta y los farináceos y aceites fuertemente vinculados a la evolución de la cotización internacional de sus principales insumos. En este marco, a las medidas que tienen por objeto abastecer el mercado interno y contener los precios minoristas, como es el caso de los mecanismos de compensaciones a los productores de agroalimentos (pollo, carne vacuna, harinas, lácteos y aceites) puestos en marcha a principios

Gráfico VIII.9



\*Dato del tercer trimestre de 2007 a agosto

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

del año, se sumó un nuevo acuerdo entre el Gobierno y los productores y comercializadores de papa, para garantizar la provisión al consumidor a bajo precio. De todos modos, los precios de los alimentos frescos seguirán mostrando una alta volatilidad, ya que si bien los problemas climáticos locales podrían comenzar a disiparse, continuarán con importantes presiones provenientes del mercado internacional (ver Apartado 4).

La dinámica de los precios de los alimentos medidos en el IPC GBA determinó que la Canasta Básica Alimentaria (CBA) acumule un alza de 3,6% en el tercer trimestre, que quedó por encima de la observada en el trimestre anterior (0,4%). Esta evolución contribuyó a que la CBA verifique una suba de 13,6% en los doce meses finalizados en septiembre de 2007, que resultó significativamente superior al encarecimiento registrado en igual período del año anterior (5,5% i.a.), pero aún se vio superado por el crecimiento de otros indicadores, como los precios implícitos en la encuesta de supermercados que realiza el INDEC (15,7% i.a. en agosto; ver Gráfico VIII.9).

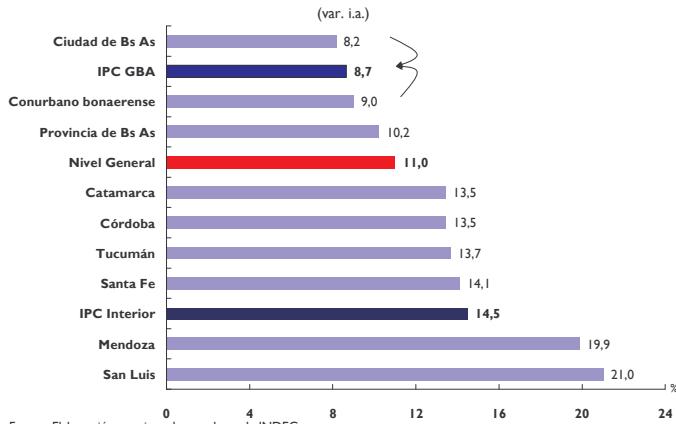
Por su parte, los precios minoristas medidos a nivel nacional mostraron un incremento en su ritmo de crecimiento interanual hasta 11%, arrastrados por el fuerte impulso proveniente de la evolución de los precios en el interior del país (14,5% i.a. en agosto), que no alcanzó a ser compensado por la ligera desaceleración verificada en el IPC GBA. De esta manera, se continuó ampliando la brecha entre las tasas de variación interanual de estos índices (ver Gráfico VIII.10).

La dispersión en los incrementos interanuales entre distritos continuó aumentando. El primer trimestre finalizó con una distancia de 2,7 p.p. entre los valores extremos, que luego se amplió hasta 7,5 p.p. a fin del segundo y continuó ensanchándose hasta 12,4 p.p. en agosto (San Luis 21% i.a. con el mayor aumento y el GBA 8,7% i.a. con el menor). La diferencia en niveles responde en parte a los ajustes en las tarifas de servicios públicos realizados por la mayoría de las provincias, pero la fuerte ampliación en la dispersión obedece principalmente al encarecimiento de los alimentos captados por los distintos índices de precios. El incremento de este rubro es significativamente superior en el Interior del país (en agosto alcanzó a 21,5% i.a.) que en el GBA (12,3% en agosto), pero además la incidencia de los alimentos en la canasta de consumo es también superior en el Interior<sup>60</sup>, lo cual magnifica el impacto de este encarecimiento.

Adicionalmente, el ajuste a nivel nacional de precios relativos entre bienes y servicios que mostraba una recomposición hacia estos últimos se revirtió a medida que los bienes mostraron tasas de variación más elevadas, y superaron al ritmo de incrementos que exhiben los precios de los servicios. En efecto, los servicios en el Interior pasaron de aumentar 13,9% i.a. a finales de 2006 a una tasa de 9,7% i.a. en agosto (para el GBA pasó de 13,4% i.a. a 7,5% i.a.). En tanto los bienes se elevaron de 8% i.a. a 15,5% i.a. (en el GBA pasó de 7,8% i.a. a 9,4% i.a.).

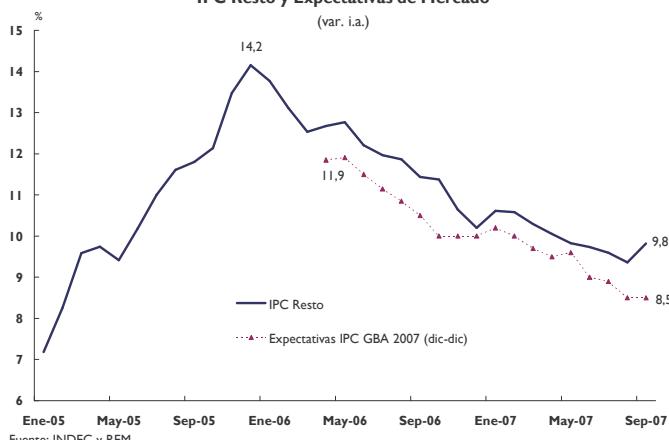
Por otro lado, si se considera un indicador de precios más amplio como el índice de precios implícitos del PIB (IPI PIB) publicado por el INDEC, se puede observar una desaceleración en el ritmo de

Gráfico VIII.10

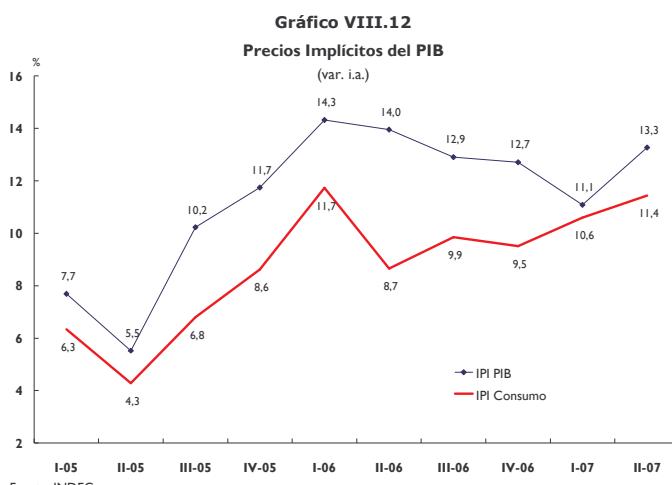


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico VIII.11



<sup>60</sup> Los Alimentos y bebidas representan 36% de la canasta del GBA mientras que componen el 41% de la del Interior del país.



crecimiento interanual desde principios de 2006 hasta comienzos de este año, que se vio revertida en el segundo trimestre. En efecto, el IPI PIB aumentó 13,3% i.a. en promedio en el trimestre pasado, tras registrar una reducción de 3,2 p.p. entre comienzos de 2006 y los tres primeros meses del corriente año. En tanto, si se consideran los precios implícitos del componente de consumo privado (IPI Consumo) se observó un incremento interanual de 11,4% en el segundo trimestre (ver Gráfico VIII.12).

En adelante, del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) surge que la variación esperada para el IPC GBA en diciembre de 2007 contra diciembre de 2006 sería de 8,5% (ver Gráfico VIII.11). Por su parte, si se considera el índice de precios implícitos del PIB, según el REM se elevaría 12,4% en 2007, suba mayor a la prevista el trimestre anterior. Una reducción de la inflación sigue vinculada a que el sesgo actual de la política monetaria, junto con la evolución de las políticas fiscal, de ingresos y de competencia, contribuyan a disminuir las expectativas inflacionarias.

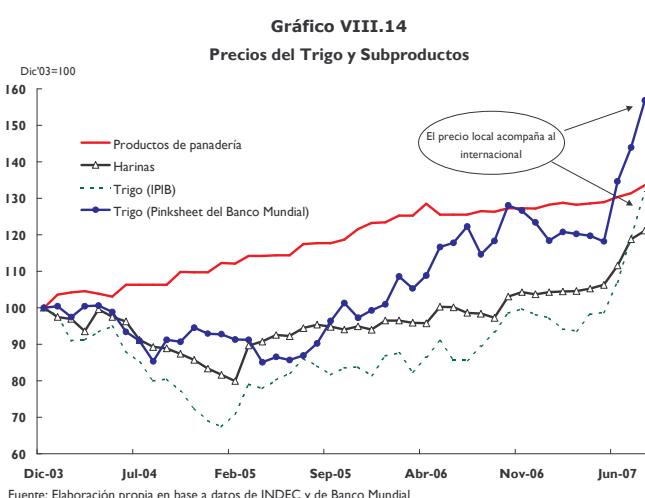
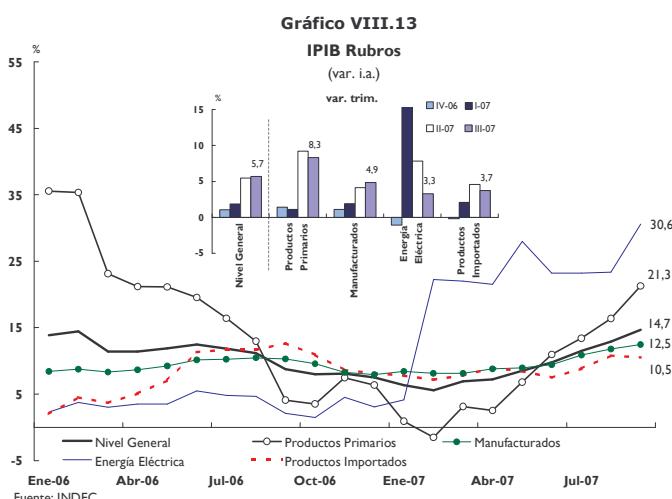
### VIII.3 Precios Mayoristas

Los precios mayoristas verificaron en el margen un creciente ritmo de aumentos, tanto el Índice de Precios Internos al por Mayor - IPIM- 12,5% i.a., como el Índice de Precios Internos Básico -IPIB-<sup>61</sup> 14,7% i.a.. En particular, el IPIB mostró en el trimestre un incremento de 5,7%, cifra superior a las registradas en los dos períodos anteriores. Esta situación respondió en mayor medida al encarecimiento de los Productos primarios, y en segundo orden a los Productos manufacturados (ver Gráfico VIII.13).

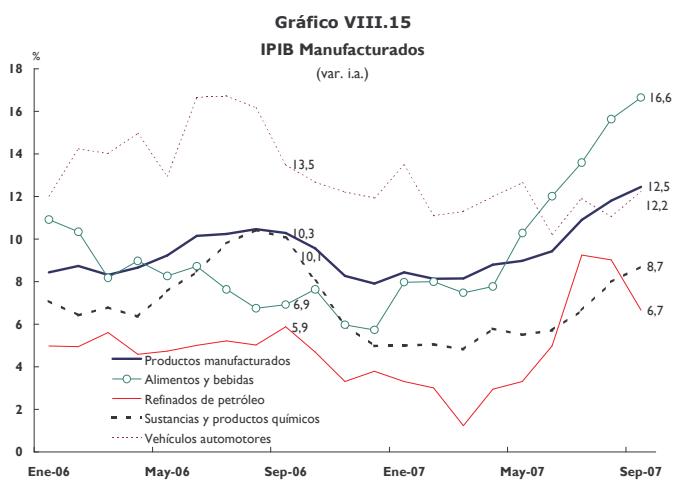
La evolución de los Productos primarios (21,3% i.a.) continúa mayormente determinada por los precios de los Productos agropecuarios (43,7% i.a.), Productos minerales no metalíferos (20,9% i.a.) y Productos pesqueros (21% i.a.) y en menor cuantía por las cotizaciones del Petróleo crudo y gas (1,5% i.a.). Estos encarecimientos se dan en un marco de subas de precios internacionales y problemas de abastecimiento a nivel local, entre otros factores.

La evolución de los Productos agropecuarios estuvo impulsada por las alzas en los precios de los agrícolas (59,6% i.a.) y los ganaderos y de granja (31,1% i.a.). Dentro del agro, se destacaron las subas en las cotizaciones de las hortalizas (137,3% i.a.), encabezadas por los fuertes encarecimientos de la papa (314%), el tomate (253% i.a.) y la cebolla (192% i.a.), principalmente explicados por las importantes heladas que afectaron los campos y los invernáculos en las zonas productoras. Esta situación llevó a que la oferta de hortalizas se reduzca en torno a un 40%, generando un significativo aumento en los precios mayoristas y un traspaso, algo menor, al tramo minorista. Por su parte, las cotizaciones de las frutas evidenciaron una caída de 15,6% i.a., donde la naranja y la manzana bajaron 25% i.a. y 20% i.a., respectivamente, evolución similar a la de los precios minoristas.

En el caso de los cereales (56,6% i.a.), las subas de precios más relevantes fueron las del trigo (58% i.a.), no sólo por la fuerte variación que presentó, sino por su importancia como insumo principal de la harina y el pan. La evolución de los precios locales



<sup>61</sup> El Índice de Precios Internos Básicos (IPIB) representa la evolución de los precios mayoristas (IPIM) neto de impuestos y subsidios



acompañó la cotización internacional, que se elevó 66%, llegando al récord histórico de US\$330 por tonelada, principalmente explicado por los bajos niveles de inventarios mundiales, que se ubicaron en los niveles mínimos de los últimos 35 años. En tanto, los aumentos en los precios de las oleaginosas (53,1% i.a.), también resultaron influenciados por los mercados internacionales. La demanda de aceites (principalmente de soja) estuvo impulsada por la acotada oferta y la creciente demanda para la elaboración de biocombustible, en un contexto de incremento en los precios internacionales del petróleo (ver Gráfico VIII.14 y Sección II).

Los aumentos de los Productos ganaderos y de granja estuvieron promovidos por el alza en el precio de la leche (61% i.a.) y en menor cuantía por la suba en el ganado bovino (20,4% i.a.). La evolución del mercado lechero respondió a los problemas climáticos ocasionados por las heladas y las inundaciones que arruinaron gran parte de las pasturas, lo que generó una reducción importante de la oferta de los tambos. Por otro lado, los precios del ganado bovino reflejaron los incrementos de todas las categorías de los animales relevados.



Adicionalmente, la cotización del petróleo a nivel mayorista se mantuvo prácticamente sin cambios, a pesar del significativo encarecimiento que mostró el crudo en los mercados internacionales. El petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) alcanzó en septiembre un nuevo récord histórico en valores nominales explicado por los continuos problemas de oferta y una demanda creciente (ver Sección II). Por su parte, el precio del gas siguió con la tendencia decreciente de los últimos meses, presentando una caída de 7,9% i.a.. Así, la evolución del Petróleo crudo y gas ayudó a moderar el alza de los productos básicos.

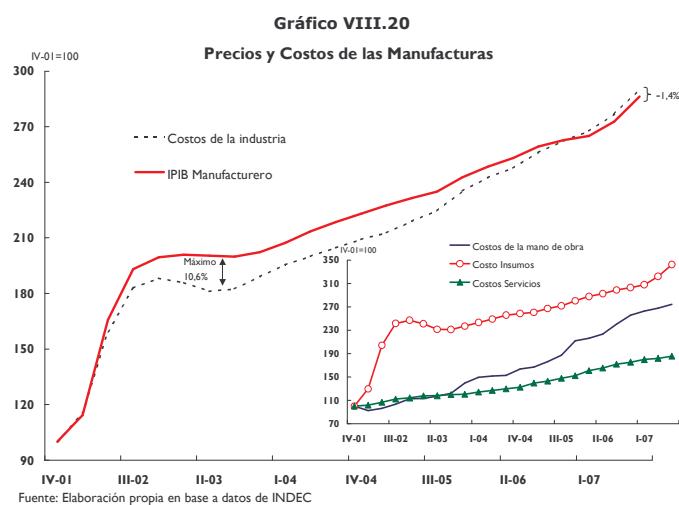
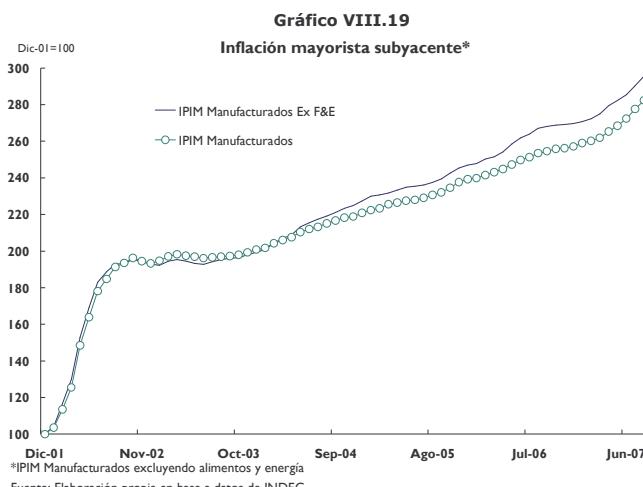
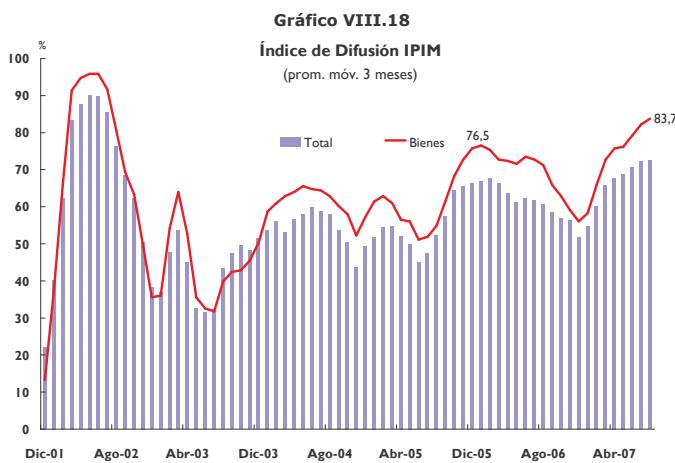
En lo que respecta a los Productos manufacturados, los precios mostraron una suba de (12,5% i.a.), continuando con la tendencia creciente que se inició a principios de año. Entre los sectores de más peso en los índices de precios mayoristas, Alimentos y bebidas resulta el que está liderando los aumentos, al tiempo que Sustancias y productos químicos, Vehículos y automotores le siguen en importancia, sumado a los incrementos en Productos refinados de petróleo y Máquinas y equipos que no presentan signos de desaceleración (ver Gráfico VIII.15).



Dentro de Alimentos y bebidas (16,6% i.a.), los rubros con mayor impacto fueron productos lácteos, productos cárnicos, harinas, grasas y aceites y alcohol etílico y bebidas. Así, los productos alimenticios mayoristas acumularon un alza ampliamente superior a la del IPC GBA, aunque similar a la del IPC Interior (ver Gráfico VIII.16).

En este sentido, se continuó observando una caída en términos generales en las mediciones de los márgenes minoristas<sup>62</sup>, a diferencia de lo registrado durante 2006, que en términos desagregados habría sido generalizado. Estos movimientos resultarían más marcados en Alimentos y bebidas, Productos refinados de petróleo y Vehículos, mientras que en Indumentaria la situación sería diferente (ver Gráficos VIII.17).

<sup>62</sup> Una primera aproximación del margen minorista tiene en cuenta la relación entre el IPC Bienes (GBA) y los precios mayoristas de los productos manufacturados que tienen un rubro equivalente en el IPC Bienes (GBA), en tanto que una segunda considera el ratio entre IPC bienes (GBA) y el IPIM Manufacturados.



Asimismo, el índice de difusión de los precios mayoristas presentó una suba, con lo cual la cantidad de productos con aumentos de precios se ubicó en valores máximos desde 2002. Cabe aclarar que la mayor cantidad de subas de precios se evidenció principalmente en los Productos manufacturados, en relación al total de los productos relevados por el IPIM (ver Gráfico VIII.18).

En tanto, el IPIM Manufacturados excluidos alimentos y energía (aproximación a la inflación subyacente mayorista) alcanzó una variación de 12% i.a., que también resulta mayor a la del trimestre anterior (9% i.a.), manteniendo así la tendencia alcista de comienzos del año (ver Gráfico VIII.19).

Por su parte, los Productos importados tuvieron un incremento de 10,5% i.a., mostrando mayores subas respecto a lo registrado en el período previo (7,5% i.a.). La evolución de los productos importados estuvo determinada por los encarecimientos en frutas y café (30,9% i.a.), y productos elaborados alimenticios (26,4% i.a.), que podrían trasladarse a los precios minoristas. Adicionalmente, hubo aumentos en abonos y fertilizantes, lo que generaría mayores costos al sector agrícola. En tanto, el rubro Energía eléctrica continuó con una importante alza (30,6% i.a.) por efecto del ajuste tarifario realizado a comienzos del año a los grandes usuarios.

Así, los costos de las manufacturas siguen mostrando fuertes incrementos, generando mayores presiones sobre los precios mayoristas. En efecto, la relación entre los costos de la industria y el IPIB continúa exhibiendo una caída, implicando una reducción de los márgenes unitarios a nivel mayorista, explicado principalmente por el encarecimiento de los costos de los insumos (que continúan con la tendencia alcista) y de la mano de obra (aunque acompañada por una importante mejora de productividad), mientras que los servicios mantienen su tendencia más moderada (ver Gráfico VIII.20).

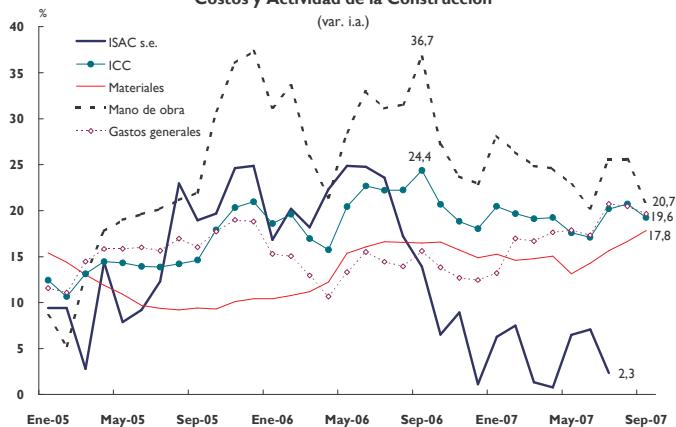
Para lo que resta del año los precios mayoristas continuarán respondiendo a la volatilidad de los Productos primarios, principalmente por las subas en las materias primas agrícolas. En tanto, tras la evolución de los últimos meses, las subas de precios de los Productos manufacturados podrían moderarse, en la medida que se hayan absorbido las presiones de los márgenes unitarios asociadas a incrementos en los costos salariales y energéticos verificados a lo largo de 2007, previo a las paritarias previstas para el próximo año.

### VIII.4 Costos de la Construcción

El Índice de Costos de la Construcción (ICC) mantiene el elevado ritmo de aumentos de los períodos previos. En particular, en términos interanuales presentó una variación de 19,2% en septiembre, similar al promedio del primer semestre del año (18,9% i.a.). De este modo, las subas en los costos de la construcción se mantienen sustancialmente por encima de las variaciones registradas por los precios minoristas y mayoristas.

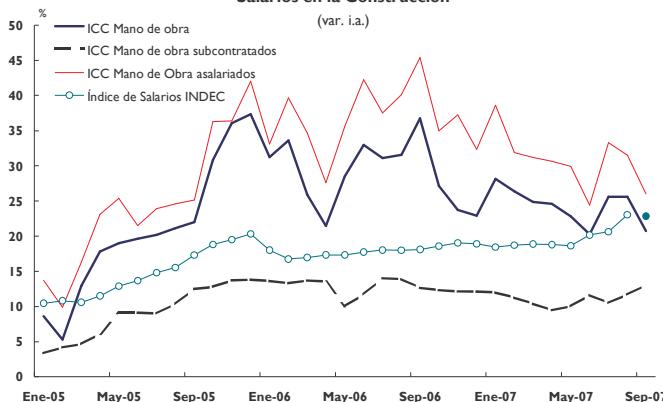
La estabilidad en términos interanuales se dio con un alza en el trimestre (5,1%) que resultó inferior a la del período previo (6,5% en el segundo trimestre) por subas generalizadas de los distintos componentes, en un contexto en el cual el nivel de actividad de la construcción sigue mostrando señales de recuperación tras la

**Gráfico VIII.21**  
Costos y Actividad de la Construcción  
(var. i.a.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

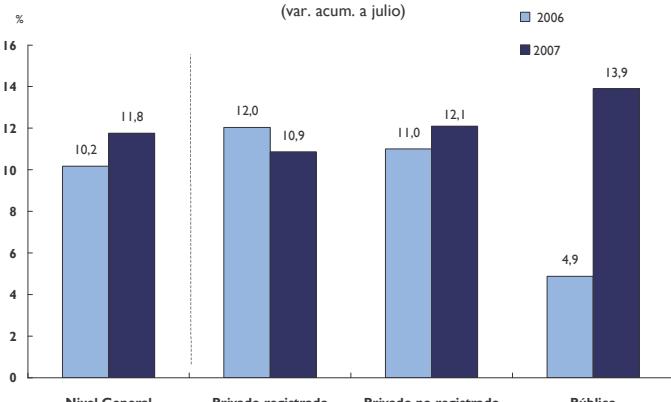
**Gráfico VIII.22**  
Salarios en la Construcción  
(var. i.a.)



Nota: Índice de salarios de septiembre se proyecta con datos del REM

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

**Gráfico VIII.23**  
Variación del Salario Nominal  
(var. acum. a julio)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

debilidad de la primera mitad del año (ver Gráfico VIII.21 y Sección III).

El costo de la Mano de obra (20,7% i.a.) continuó siendo el componente del Índice de mayor suba, aunque sigue registrando una moderación respecto de los últimos años. Adicionalmente, se mantuvo la elevada diferencia entre la evolución de la remuneración a los asalariados directos (26% i.a.) respecto de la de los subcontratados (13% i.a.), a pesar de que en el último trimestre nuevamente se produjo un mayor aumento en el margen de este último segmento (ver Gráfico VIII.22).

Por su parte, el costo de los Materiales continuó acelerando su ritmo de incrementos, alcanzando una tasa de 17,8% i.a., la más alta desde abril de 2003. Las subas siguen lideradas por los ítems que se mantenían más rezagados desde el inicio del ciclo expansivo de la actividad sectorial. En efecto, los Ladrillos y otros productos cerámicos, Áridos, y Vidrios continúan encareciéndose a mayor ritmo que el promedio, en tanto que aquellos con alto componente de *commodities* (Productos de cobre, plomo y estaño, Cables y conductores de media y baja tensión) volvieron a reflejar el impacto de las subas en los precios internacionales.

En tanto, los Gastos generales siguieron aumentando a tasas superiores a las de los Materiales (19,6% i.a.), donde los servicios de alquileres de diferente tipo registran las mayores subas. Así, este rubro y la Mano de obra se ubican en variaciones interanuales superiores a las del Nivel general del ICC.

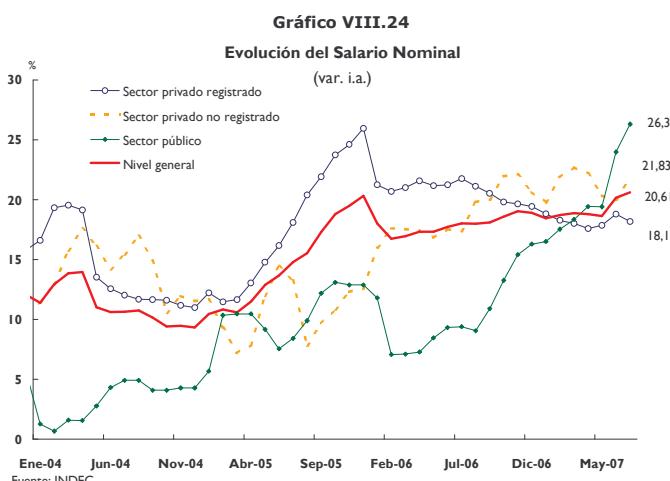
En adelante, la continuidad de la recuperación del nivel actividad de la construcción impulsaría a que este indicador siga mostrando incrementos interanuales elevados, acompañando el encarecimiento de los materiales debido al aumento en los precios de las materias primas industriales.

### VIII.5 Salarios

Los salarios nominales de la economía mantienen un ritmo de crecimiento levemente superior al exhibido en 2006. La mayor expansión está explicada principalmente por el incremento de las remuneraciones del sector público, que hasta el momento permanecía como el más rezagado respecto de los niveles vigentes a fines de 2001.

Particularmente, en el tercer trimestre de 2007 los salarios habrían aumentado en torno a 7% con relación al período anterior. En términos i.a. el crecimiento rondaría 22%, aproximadamente 3 p.p. más que en igual período de 2006. Esto se debe a que si bien en el sector privado registrado las remuneraciones moderaron levemente su ritmo de expansión, ello fue compensado por los incrementos otorgados dentro del sector público y los observados en el segmento no registrado (ver Gráfico VIII.23).

Entre enero y agosto de 2007 se firmaron 607 convenios colectivos para el sector privado registrado y público, que beneficiaron aproximadamente a 3,6 millones de personas (60% de los trabajadores en relación de dependencia). En líneas generales, los acuerdos salariales de mayor cobertura fueron los realizados por rama de actividad, que a su vez fueron en algunos casos complementados por acuerdos con beneficios adicionales a nivel de

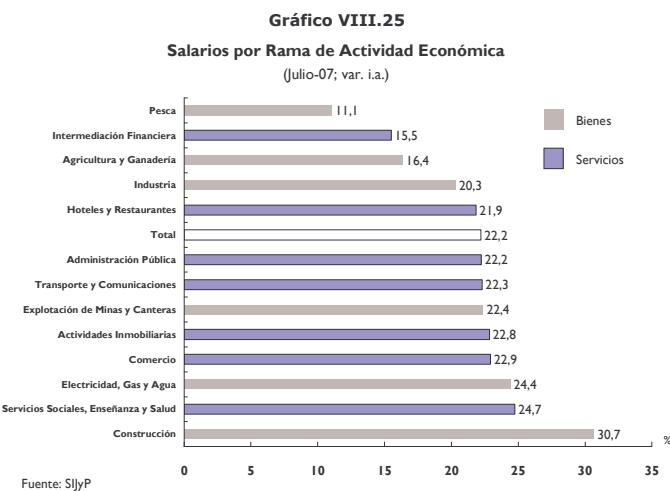


empresa. Las subas se habrían encontrado entre 14% y 23%, utilizándose en la mayoría de los casos una suba escalonada en dos o tres etapas. La entrada en vigor de las negociaciones tuvo impacto a partir del segundo trimestre y a agosto la mayoría de los aumentos ya estarían en vigencia.

En este contexto de convenios salariales, las remuneraciones del sector privado registrado se elevaron cerca de 18% en el tercer trimestre, mientras que los salarios percibidos por los agentes del sector público se incrementaron por encima del 25% en el mismo período. El aumento del sector público se debe a que, si bien el convenio con la administración nacional y las fuerzas de seguridad se firmó en junio, la primera suba se imputó recién en julio y la segunda en agosto, concentrando los aumentos en el tercer trimestre, mientras que el año anterior se habían repartido en forma más uniforme entre el tercer y cuarto trimestre. Con todo, la variación de los salarios del sector público sería superior a la observada en el segmento privado registrado.

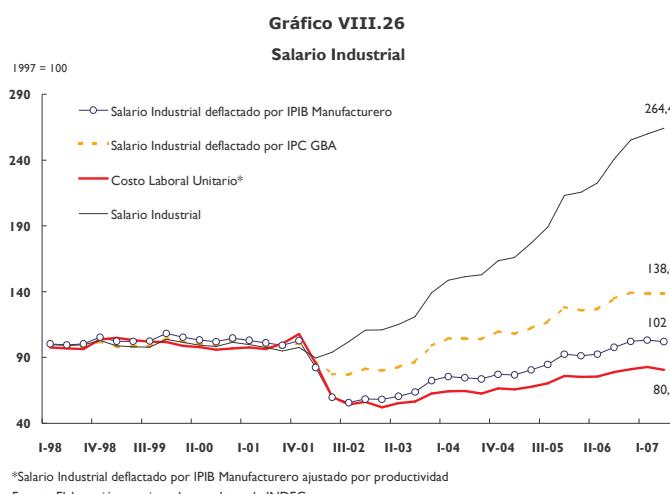
De acuerdo a los datos recabados por el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP), los incrementos interanuales de julio muestran variaciones diversas entre las distintas actividades económicas, que se encuentran en un rango entre 10% y 30% i.a.. Del lado de los productores de bienes, la mayor suba fue para la Construcción (31% i.a.), mientras que entre los proveedores de servicios se destacó la rama de Servicios sociales, enseñanza y servicios de salud (25% i.a.; ver Gráfico VIII.25).

Los aumentos salariales dispuestos recientemente no impactarían de la misma forma entre los sectores productores de bienes y los de servicios. En particular, dentro de la industria si bien el salario nominal se incrementó en el segundo trimestre, la variación fue inferior a la registrada por el IPC GBA o el IPIB Manufacturero. No obstante, el crecimiento de los salarios industriales ha permanecido en los últimos dos años por encima de la variación de los precios del sector, con impacto sobre los niveles de rentabilidad (ver Gráfico VIII.26). Del lado de los servicios, si bien los incrementos salariales (entre otros factores) dieron lugar a que la retribución al capital se reduzca en términos del Valor Agregado Bruto sectorial, las utilidades en términos nominales siguen incrementándose en gran medida.



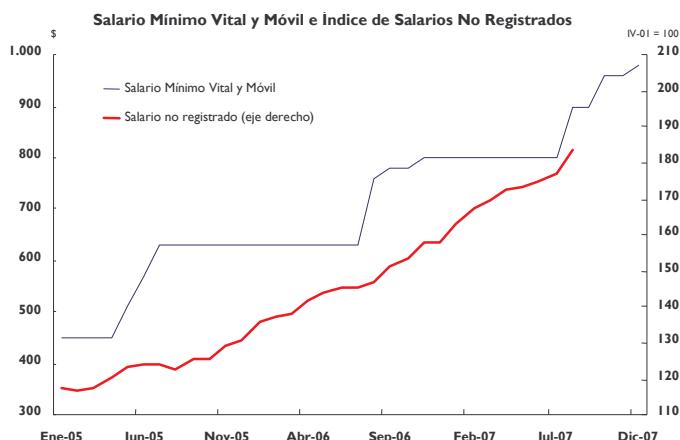
En el caso de las remuneraciones del sector privado no registrado, las subas en el trimestre habrían sido levemente superiores a las del sector registrado, en parte por el efecto derrame de los acuerdos sobre el resto de los salarios de la economía y por la suba del salario mínimo que actúa para algunas actividades como nivel de referencia. En la primera mitad del año se acordaron subas<sup>63</sup> del Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVM) de \$100 para agosto y \$60 para octubre de 2007, de manera de alcanzar \$960 mensuales, 20% por encima del nivel de fines del año previo (ver Gráfico VIII.27).

En síntesis, la variación de los salarios entre los distintos segmentos laborales arrojaría subas más homogéneas que en años anteriores. No obstante, las causas que impulsarían las remuneraciones difieren según el segmento laboral. Dentro del sector registrado, tanto público como privado, las variaciones responderían principalmente a lo determinado en las convenciones colectivas realizadas en la



<sup>63</sup> Los aumentos están enmarcados en la Resolución N° 2/2007 del 13 de julio del Consejo Nacional del Empleo, la Productividad y el Salario, que también prevé una última suba de \$20 a partir del 1º de diciembre.

Gráfico VIII.27



primera mitad del año. Distinto es el caso del sector informal, donde la suba de los ingresos respondería a la mayor demanda laboral de determinados sectores (como la construcción), el seguimiento de la trayectoria del sector privado formal y los ajustes realizados en la segunda mitad del año al Salario Mínimo, Vital y Móvil.

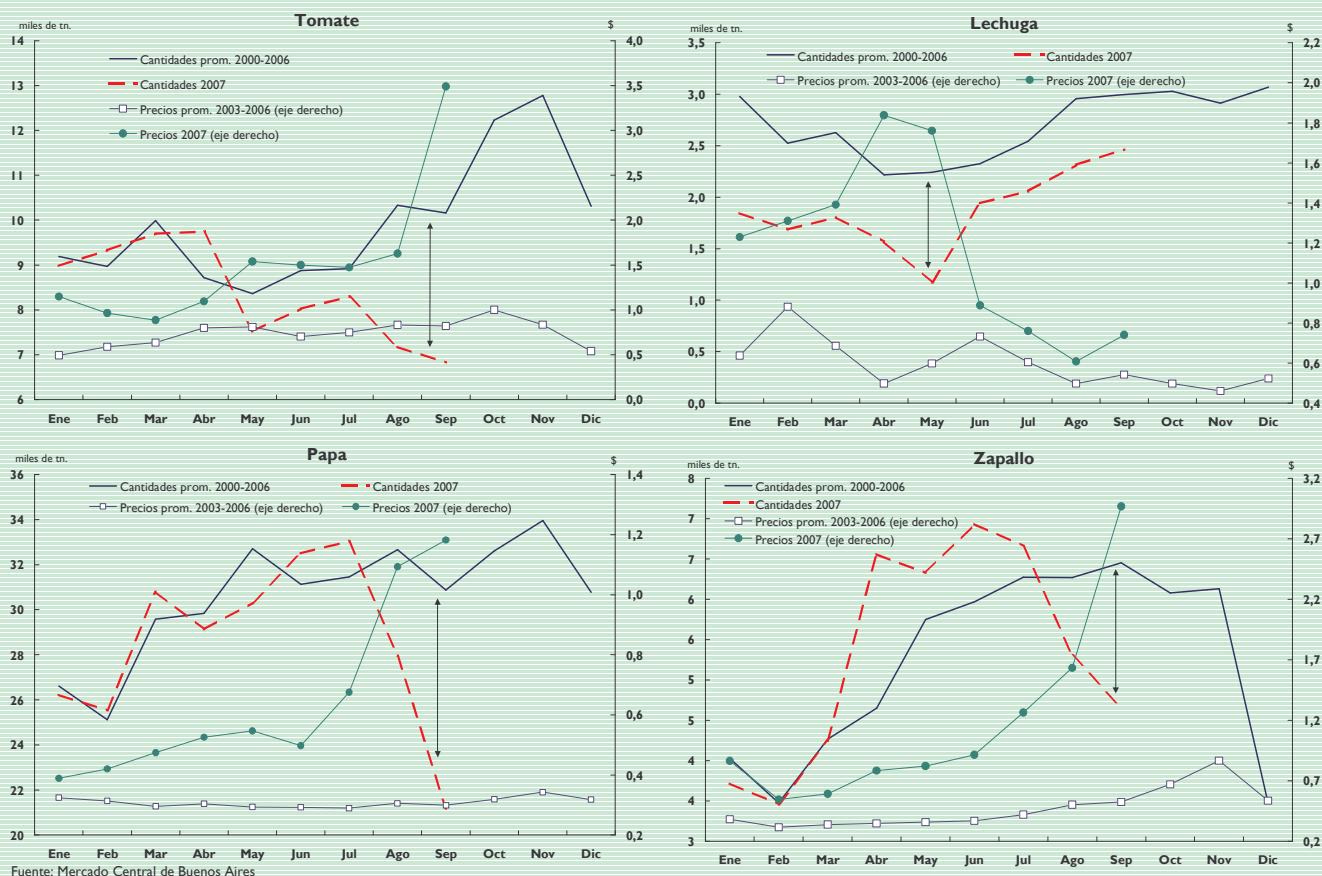
Las expectativas de aumento de los salarios para el próximo año exhiben una elevada dispersión entre los diferentes agentes económicos, aunque se sitúan en valores similares o levemente superiores a los pactados durante 2007.

#### Apartado 4. Situación de los precios de alimentos

La percepción de inflación de los consumidores se vio modificada en los últimos meses, aún cuando el análisis de diferentes indicadores de precios revelan situaciones disímiles en términos agregados. En este sentido, los individuos basan su sensación en su canasta particular y, en general, se perciben de forma más clara las subas en los precios de los bienes que se compran con asiduidad, en tanto que aquellos que se mantienen constantes no siempre se incorporan a esa percepción. En cuanto a los índices, la divergencia en las trayectorias de crecimiento se podría explicar desde varios aspectos, pasando por la canasta de productos que se utilizan, hasta la metodología de imputación de los precios relevantes<sup>64</sup>.

En este marco, la parte más sensible en la percepción de la inflación de los consumidores parece muy ligada a la situación de los alimentos, que representan aproximadamente el 26% de la canasta de consumo y cuyos precios en los últimos meses se elevaron a un ritmo mayor al de los niveles generales. A grandes rasgos, el encarecimiento de los alimentos refleja dos situaciones. Por un lado, las adversidades climáticas locales<sup>65</sup>, que generaron una disminución en la oferta de productos frescos, y por otro lado, la presión del encarecimiento internacional de las materias primas agrícolas que afecta principalmente a aceites, productos farináceos, carnes y lácteos (ver **Informe de Inflación** anterior). En este sentido, los bancos centrales tienden a utilizar diferentes mediciones de inflación subyacente de forma tal que se pueda dimensionar de forma más clara el verdadero sesgo en la dinámica de precios, evitando sobre reaccionar ante shocks de oferta que suelen ser temporales.

**Gráfico N° 1: Evolución de Verduras Seleccionadas en el Mercado Central de Buenos Aires**



Fuente: Mercado Central de Buenos Aires

En cuanto a la dimensión local del problema, los casos más relevantes en términos de restricciones en la oferta se centraron en la lechuga, el tomate y la papa, aunque casi todas las verduras se vieron afectadas. En particular, según los volúmenes de ingresos de productos en el Mercado Central de Buenos Aires (MCBA)<sup>66</sup>, se puede observar una disminución en la cantidad de

<sup>64</sup> Por ejemplo, el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) utiliza una canasta de bienes y servicios comprados en el GBA, que intenta replicar el gasto en consumo promedio de los hogares. En tanto, los precios implícitos en las encuestas de supermercados que elabora el INDEC utilizan la composición de las compras en todo el país, pero dejan afuera los bienes adquiridos en otros comercios (almacenes, negocios menores, etc.) y no incluye precios de servicios. Por su parte, el Índice de Precios Implícitos del PIB (IPI PIB) considera los precios de la totalidad de bienes y servicios finales comerciados en Argentina, entre los cuales hay bienes de capital, precios de bienes de exportación e importación, entre otros.

<sup>65</sup> Según el Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria (INTA) en 2007 se contabilizaron 180 heladas en las regiones productoras (la región pampeana, Santa Fe y la región chaqueña). Además el instituto remarcó que el invierno 2007 fue el más frío de los últimos 40 años.

<sup>66</sup> Existen 44 mercados mayoristas frutihortícolas nacionales, de los cuales el Mercado Central de Buenos Aires es el principal y recibe mercadería de todas las provincias y del exterior, por lo que el precio observado en este mercado es una buena referencia.

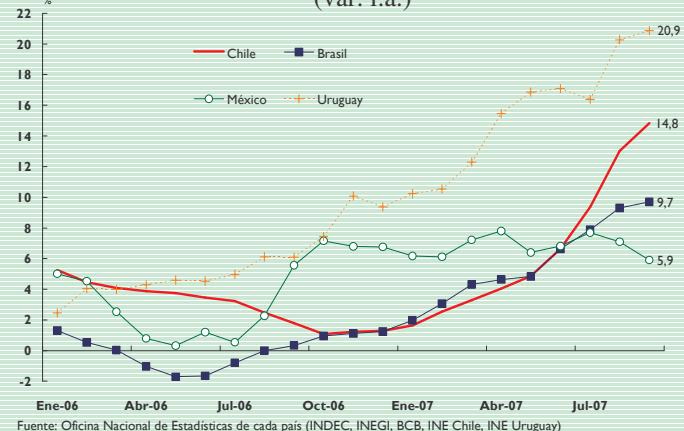
verduras ofrecidas, que en algunos casos incluso se ubicó por debajo de los valores de 2006, año que también registró problemas climáticos para la producción hortícola. La menor oferta se reflejó en el comportamiento de los precios concertados en el MCBA, superando sustancialmente en algunos casos los precios promedio de los últimos seis años (ver Gráfico N° 1).

En este sentido, las fuertes lluvias con granizo de fin de 2006 y las intensas lluvias y heladas de principios de 2007 afectaron la producción de verduras de hoja en el primer semestre de 2007, pero recientemente comenzaron a exhibir una recomposición, siendo el volumen de septiembre el mayor desde diciembre pasado. Por su parte, las plantaciones de tomate son significativamente sensibles a las temperaturas extremas, y luego de los calores intensos en febrero y marzo que afectaron la floración de estas plantas, en los meses de julio y agosto las temperaturas extremadamente bajas impidieron una producción normal, incluso afectando los cultivos bajo invernadero. Así, las adversidades climáticas destruyeron la producción de tomate casi completamente. El descenso en el volumen ofrecido en el MCBA comenzó en abril y se fue agudizando hasta alcanzar en septiembre un nivel 33% menor que el promedio para ese mes de los últimos 6 años, a la vez que el precio mayorista resultó en septiembre 326% superior al promedio de los últimos 4 años. En el caso de la papa, las heladas destruyeron gran parte de los cultivos, generando en consecuencia una importante suba en su precio. En este marco, y con el objetivo de aliviar los efectos de la disminución de la oferta, el Gobierno llegó a un acuerdo con los productores y comercializadores de papa para mantener el precio al consumidor en niveles bajos, que incluso contemplaba la importación de este tubérculo para morigerar su escasez.

En adelante, así como se observó una recomposición de la oferta en las verduras de hoja, que fue luego acompañada por un descenso del precio, es de esperar que el resto de los alimentos frescos también logren recomponer su situación, aunque cada caso tiene sus particularidades. En efecto, la producción de verduras pesadas (como ser el caso de la papa) es de más lenta recomposición que las verduras más livianas como las de hoja y el tomate (cuyos ciclos son más cortos). En este sentido, mientras la oferta de lechuga alcanzó a recomponerse con el inicio del nuevo ciclo, la producción de tomate se destruyó tanto en el verano como en el invierno, por lo que tardará en recuperarse (la cosecha que está ingresando al mercado en esta época aún es inferior al promedio).

Por otro lado, los alimentos también enfrentan presiones alcistas del contexto internacional, provenientes del encarecimiento de las materias primas agrícolas a nivel mundial, tanto con impactos directos a través de las mayores cotizaciones (el trigo, la soja, el maíz), como indirectamente al encarecerse los insumos utilizados en la producción (como en el caso de los productos farináceos, lácteos y carnes). Estos impactos sobre los precios de los alimentos se han visto reflejados en los indicadores de precios mayoristas y minoristas de todo el mundo, en especial en las economías emergentes (en las que los alimentos en general tienen una mayor participación en la canasta de consumo que en los países desarrollados<sup>67</sup>), y a su vez dieron lugar a medidas variadas para limitar sus efectos sobre el poder de compra de la población (ver Gráfico N° 2).

**Gráfico N° 2: Índices de Precios al Consumidor de alimentos en América latina**  
(var. i.a.)



Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas de cada país (INDEC, INEGI, BCB, INE Chile, INE Uruguay)

En este contexto, la perspectiva de corto y mediano plazo para la evolución de los alimentos a nivel local continuará signada por la volatilidad que impongan las condiciones climáticas, que de retornar a una situación de normalidad en temperaturas y régimen de lluvias, permitiría una recomposición gradual en la oferta de frutas, verduras y lácteos, induciendo por esta vía un alivio a las presiones sobre los precios. No obstante, la tendencia de las cotizaciones internacionales de los productos primarios se mantendría como un factor alcista de mediano plazo (ver Sección II). Con todo, luce probable una desaceleración del costo de la canasta alimentaria en la medida que se normalice la oferta de productos frescos, fundamentalmente por el peso relativo que poseen los mismos<sup>68</sup>.

<sup>67</sup> Por ejemplo, el rubro Alimentos y bebidas (incluye los consumos dentro y fuera del hogar) conforman el 15% de la canasta del IPC de EE.UU. y en la zona Euro el 18%, mientras que en Argentina explican el 36% de la canasta, en tanto que en Brasil alcanzan al 30%.

<sup>68</sup> Los productos frescos (frutas, verduras, carnes y lácteos) representan 52,3% del total de alimentos consumidos en el hogar y 13,5% de la canasta total del IPC GBA.



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

### IX.1 Síntesis

Las previsiones de crecimiento real del PIB aumentaron 0,2 puntos porcentuales (p.p.) a 8,0% para el presente año y se redujeron 0,1 p.p. a 6,3% para 2008, en un contexto de aumento en las contribuciones esperadas del consumo y de caída en el aporte de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF). Asimismo, la Tasa de Desocupación esperada se redujo a 7,8% para 2007 y se mantuvo en 7,5% para el próximo año, en tanto que se registraron bajas en las previsiones del Estimador Mensual Industrial (EMI), ubicándose en 6,6% para 2007 y 5,8% para 2008.

Durante el tercer trimestre, las expectativas de variación del Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) para 2007 disminuyeron a 8,5%, en tanto que aumentaron a 10,5% para los próximos doce meses (agosto de 2008) y a 10,8% para 2008. Por su parte, las proyecciones de aumento del nivel general del Índice de Salarios fueron ajustadas al alza, alcanzando 20% para 2007 y 16,5% para 2008.

Los pronósticos de Reservas Internacionales se ubicaron en US\$45.300 para 2007 y US\$52.800 millones para 2008, ajustándose a la baja ante la reducción esperada en el Saldo de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos y las menores estimaciones implícitas de los ingresos netos de capital.

En un contexto de mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales, las previsiones de tasas de interés y de tipo de cambio nominal fueron ajustadas al alza. Además, los pronósticos del Agregado Monetario M2 aumentaron \$2.300 millones a \$145.900 millones para 2007, manteniéndose dentro de los límites previstos en el Programa Monetario (PM) para este año, y \$2.600 millones a \$169.000 millones para 2008, creciendo en ambos años por debajo de las variaciones esperadas en el PIB a precios corrientes.

Finalmente, las proyecciones de Recaudación Tributaria Nacional aumentaron \$5.200 millones a \$197.800 millones (24,9% del PIB) para 2007 y \$11.500 millones a \$240.000 millones (25,5% del PIB) para 2008, mientras que los pronósticos de Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) disminuyeron \$100 millones a \$26.100 millones para 2007 (3,3% del PIB) y aumentaron \$600 millones a \$27.900 millones (3,0% del PIB) para 2008. Todos los participantes esperan que el Resultado Primario se ubique en términos nominales por sobre lo previsto para el corriente año en el proyecto de Presupuesto Nacional 2008 (PPN-08), mientras que para el próximo año el 39,4% de los participantes espera que el resultado supere la estimación del PPN-08.

Gráfico IX.1  
Expectativas de IPI del PIB  
(var. i.a.)

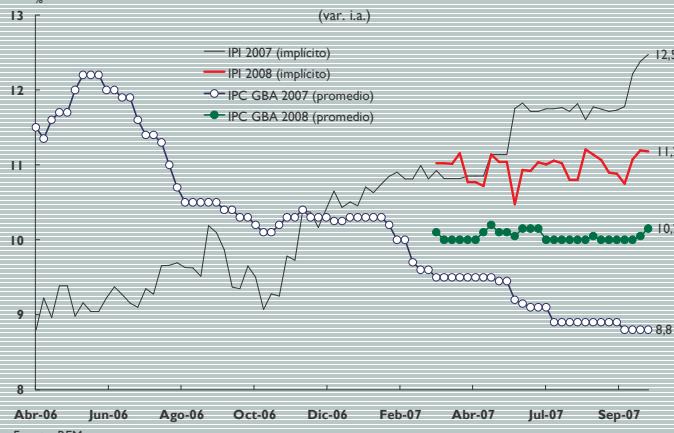
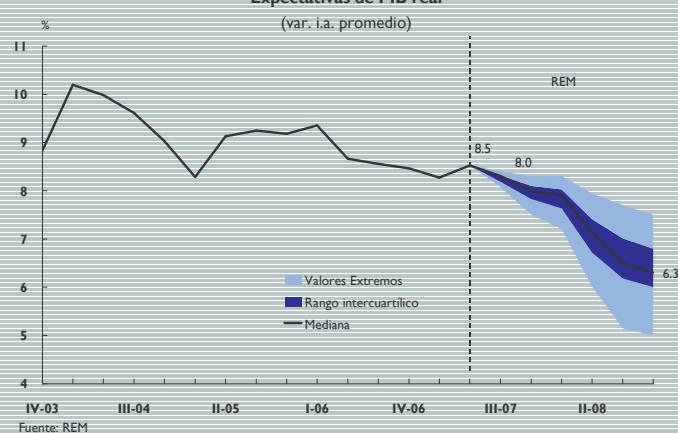
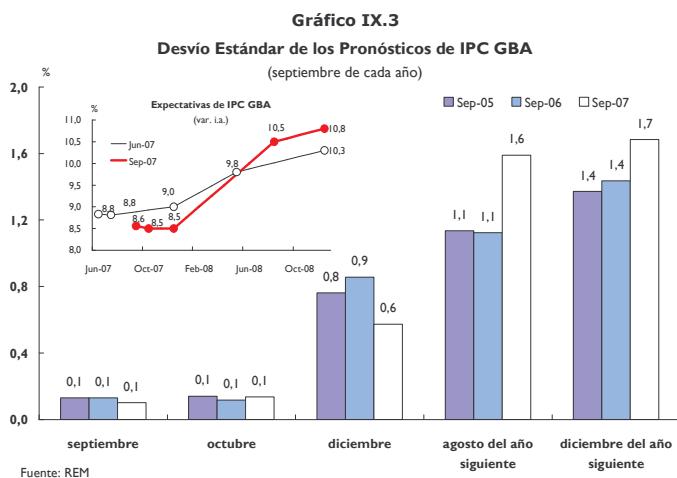


Gráfico IX.2  
Expectativas de PIB real  
(var. i.a. promedio)



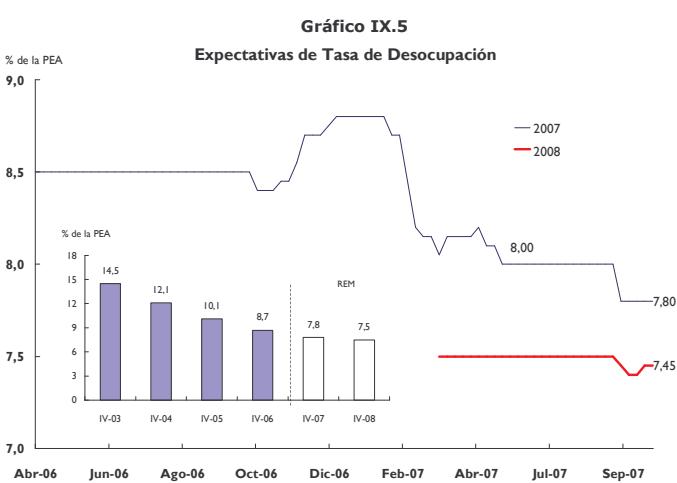
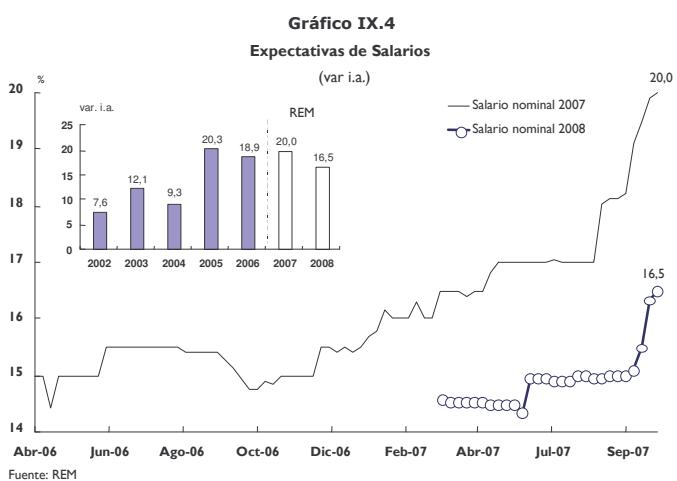


## IX.2 Evolución y Principales Resultados<sup>69</sup>

Durante el trimestre se observó una reducción de las proyecciones ingresadas al Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de variación del Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) para el corto plazo, en tanto que el mercado espera que a partir del próximo año este indicador revierta su trayectoria descendente. En ese sentido, la previsión para 2007 disminuyó 0,5 puntos porcentuales (p.p.) a 8,5%, mientras que la estimación de variación para el último trimestre (2,5%)<sup>70</sup> se ubica levemente por debajo de la variación del último trimestre de 2006 (2,6%). Sin embargo, los pronósticos para los próximos doce meses (agosto de 2008) y para diciembre de 2008 aumentaron 0,7 p.p. a 10,5% y 0,5 p.p. a 10,8%, respectivamente (ver Gráfico IX.3).

Además, el consenso sobre la evolución del IPC GBA exhibe un comportamiento heterogéneo. En comparación con años anteriores, los pronósticos para 2007 se concentran en torno al promedio y para 2008 muestran una mayor dispersión. Así, el desvío estándar de las predicciones para los próximos doce meses aumentó a 1,6%, respecto del trimestre anterior. Por otra parte, el error cuadrático medio<sup>71</sup> de los pronósticos de IPC GBA se ubicó en un valor similar al de junio pero sensiblemente por debajo del año anterior, reflejando una mejora en la capacidad predictiva del REM asociada a la reducción de la volatilidad de la tasa de variación mensual de este indicador (ver Gráfico IX.3).

La evolución del nivel general del Índice de Salarios de junio y julio, que alcanzó 20,6% interanual (i.a.) en el séptimo mes del año, superó ampliamente las expectativas del REM, aumentando las previsiones 3 p.p. a 20,0% para 2007 y 1,6 p.p. a 16,5% para 2008. De concretarse el aumento de salarios estimado para el tercer trimestre<sup>72</sup> del corriente año (5,9%), resultaría la mayor variación trimestral desde el primer trimestre de 2005, aunque se desaceleraría en el último trimestre del año. Por su parte, la Tasa de Desocupación esperada se redujo a 7,8% para 2007 y se mantuvo en 7,5% para 2008 (ver Gráficos IX.3 y IX.4).



<sup>69</sup> Correspondientes a la semana estadística 227 finalizada el 3 de octubre de 2007.

<sup>70</sup> Estimación implícita en los pronósticos de IPC GBA, no relevada directamente.

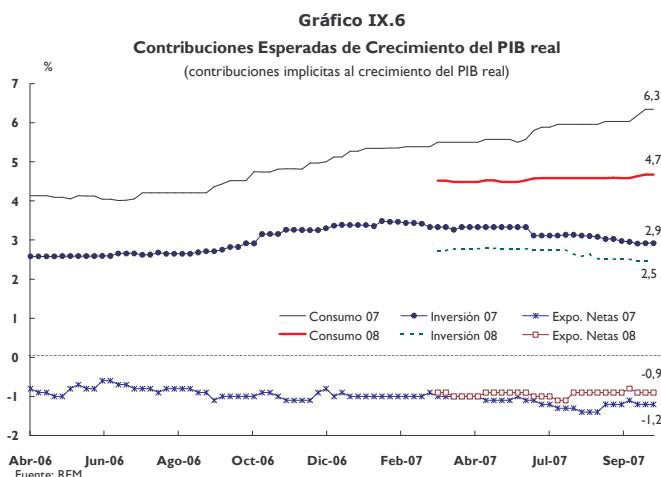
<sup>71</sup> Promedio de las diferencias de los últimos doce meses entre el pronóstico de IPC GBA y el dato real elevadas al cuadrado.

<sup>72</sup> Estimación implícita en los pronósticos de salarios, no relevada directamente.

<sup>73</sup> Incluye el Consumo Público, el Consumo Privado, la Discrepancia Estadística y la Variación de Existencias.

<sup>74</sup> Estimación implícita en los pronósticos de PIB, consumo e IBI, no relevada directamente.

<sup>75</sup> Trayectoria implícita que surge de minimizar la varianza de la tasa de crecimiento trimestral s.e. sujeto al cumplimiento de los pronósticos del REM.



De esta manera, las correcciones a la baja en el crecimiento de la IBIIF implicaron caídas de este componente expresado en términos del PIB, a 22,7% en 2007 y a 23,7% en 2008. Sin embargo, aún se espera que la IBIIF continúe creciendo a tasas mayores que las del consumo, aumentando su participación en el Producto.

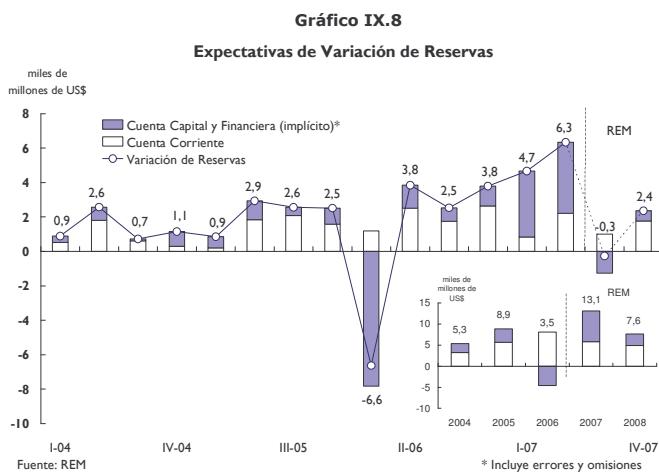
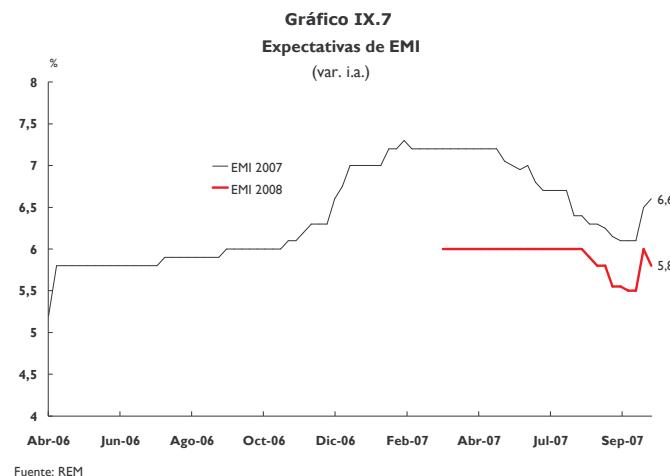
Los pronósticos del Estimador Mensual Industrial (EMI) disminuyeron 0,1 p.p. a 6,6% para 2007 y 0,2 p.p. a 5,8% para 2008. Si bien la estimación para 2007 acumula una caída de 0,6 p.p. en los últimos dos trimestres, durante septiembre se observó una recuperación de 0,5 p.p. luego de conocido el dato de agosto, que se ubicó 4,8 p.p. sobre lo esperado por el mercado (ver Gráfico IX.7).

En cuanto a la evolución trimestral de las cuentas nacionales, el REM descuenta tasas elevadas de crecimiento en la IBIIF y desaceleración del ritmo de crecimiento del consumo. En efecto, en términos desestacionalizados<sup>76</sup> (s.e.) el PIB y el consumo crecerían 2% promedio trimestral durante el tercer y el cuarto trimestre de 2007, 0,2 p.p. por debajo de igual período de 2006, mientras que la IBIIF aumentaría 2,6% promedio trimestral, 0,4 p.p. sobre el crecimiento del tercer y cuarto trimestre del año anterior.

Las estimaciones de PIB corriente aumentaron a \$795.000 millones para 2007 (21,5% i.a.) y a \$939.500 millones para 2008 (18,2% i.a.). En este contexto, las estimaciones de variación del Índice de Precios Implícitos del PIB (IPI PIB)<sup>77</sup> aumentaron 0,8 p.p. a 12,5% para 2007 y 0,2 p.p. a 11,2% para 2008. Si bien estos valores se ubican por encima de las estimaciones de IPC GBA promedio para 2007 y 2008 (8,8% y 10,2%, respectivamente), implicarían una disminución en el ritmo de crecimiento del IPI PIB, que durante 2006 aumentó 13,4% (ver Gráfico IX.1).

En lo que se refiere al sector externo, las proyecciones de balanza comercial disminuyeron durante el trimestre principalmente por el aumento de las importaciones esperadas, reflejándose en menores estimaciones del Saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos. En efecto, mientras que las proyecciones de exportaciones crecieron a US\$53.200 millones para 2007 y a US\$58.400 millones para 2008, las importaciones esperadas fueron ajustadas al alza a US\$43.600 millones para 2007 y a US\$49.600 millones para 2008. Así, las estimaciones de balanza comercial<sup>78</sup> disminuyeron para ambos años totalizando US\$9.600 millones (3,8% del PIB) para 2007 y US\$8.800 millones (3,0% del PIB) para el año próximo. En este contexto, las previsiones de Saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos disminuyeron a US\$5.900 millones (2,3% del PIB) para 2007 y a US\$4.900 millones (1,7% del PIB) para 2008 (ver Gráfico IX.8).

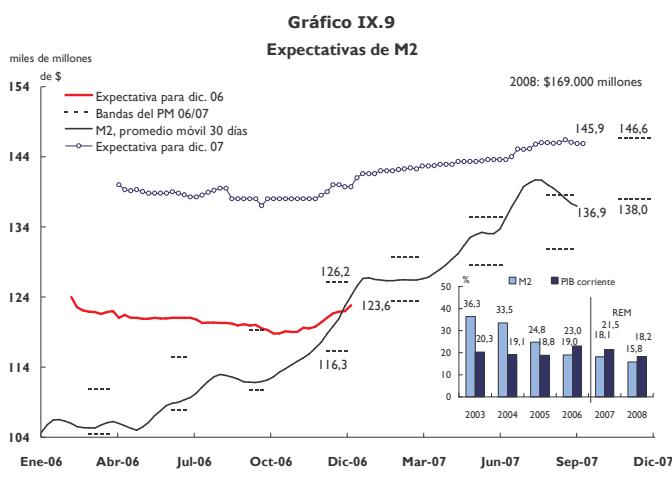
Además de la disminución de las estimaciones del Saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos, la revisión a la baja en las expectativas de Reservas Internacionales estaría reflejando la disminución en el ingreso neto de capitales esperado por el mercado, en un contexto de turbulencia en los mercados financieros internacionales. En efecto, las previsiones sobre el stock de Reservas Internacionales fueron ajustadas a la baja a US\$45.300 millones para 2007 y a US\$52.800 millones para 2008.



<sup>76</sup> Estimación implícita, considerando los coeficientes de estacionalidad promedio de los últimos dos años.

<sup>77</sup> Estimación implícita en las proyecciones de PIB, no relevada directamente.

<sup>78</sup> Estimación implícita en las proyecciones de exportaciones e importaciones, no relevada directamente.



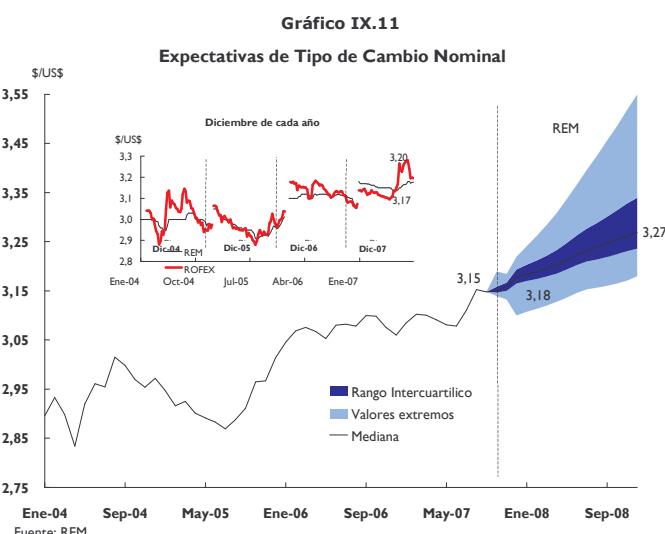
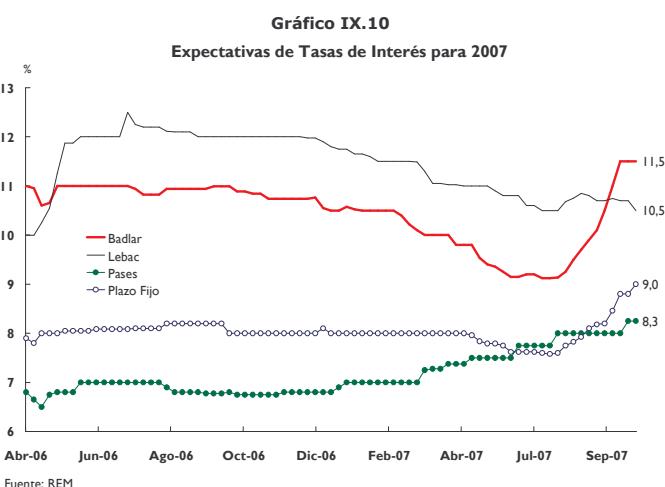
Las proyecciones del agregado monetario M2 aumentaron \$2.300 millones a \$145.900 millones para 2007 y \$2.600 millones a \$169.000 millones para 2008. Así, las variaciones alcanzarían 18,1% i.a. en 2007 y 15,8% i.a. en 2008, por debajo de las variaciones previstas en el PIB a precios corrientes<sup>79</sup>. Además, el 81% de los participantes espera que el M2 se ubique dentro de los límites previstos para diciembre en el Programa Monetario (PM) 2007 (ver Gráfico IX.9).

La expectativa de Depósitos del Sector Privado no Financiero se mantuvo en 18,8% del PIB para 2007 (23,6% i.a.) y aumentó a 18,9% del PIB para 2008 (18,8% i.a.). Los préstamos a este sector crecerían a tasas superiores a las de los depósitos (34,7% i.a. para 2007 y 26,2% i.a. para 2008) hasta alcanzar 12,6% del PIB para 2007 y 13,4% del PIB para 2008.

En un contexto de mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales, los pronósticos de tasas de interés fueron ajustados al alza. La BADLAR esperada aumentó 230 puntos básicos (p.b.) a 11,50% para 2007 y 199 p.b. a 12,01% para 2008, mientras que las previsiones de tasa de interés de plazo fijo en pesos a 30 días crecieron 138 p.b. a 9% para 2007 y 79 p.b. a 9,29% para 2008. Las proyecciones de tasas pasivas del BCRA fueron ajustadas en una cuantía inferior. Así, los pronósticos de tasa de LEBAC disminuyeron a 10,50% para 2007 y aumentaron a 11,20% para 2008, las previsiones de tasas de pases se incrementaron a 8,25% para 2007 y a 9,0% para el año próximo. Dado que desde julio no se registran colocaciones de LEBAC a un año de plazo, las previsiones para 2007 estarían sesgadas por el 17% de los participantes que prevén que se mantenga esta situación<sup>80</sup> (ver Gráfico IX.10).

Por su parte, los pronósticos de tipo de cambio nominal aumentaron a 3,18\$/US\$ para 2007 y a 3,27\$/US\$ para 2008. No obstante, las estimaciones para 2007 se mantienen por debajo de las cotizaciones en los mercados de futuros. En términos reales<sup>81</sup>, el mercado descuenta que el peso se aprecie con respecto al dólar estadounidense 0,9% en 2007 y 5,1% en 2008, en tanto que con respecto al real brasileño se estima una depreciación de 15% en 2007 y una apreciación de 5,4% en 2008. Así, el tipo de cambio real se mantendría a fines de 2008 por encima del valor de diciembre de 2001 (ver Gráficos IX.11 y IX.12).

Las previsiones de Recaudación Tributaria Nacional aumentaron \$5.200 millones a \$197.800 millones (24,9% del PIB) para 2007 y \$11.500 millones a \$240.000 millones (25,5% del PIB) para 2008. Por su parte, las estimaciones de Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) disminuyeron \$100 millones a \$26.100 millones (3,3% del PIB) para 2007 y crecieron \$600 millones a \$27.900 millones (3,0% del PIB) para 2008. Asimismo, todos los participantes estiman que el Resultado Primario se ubique por encima de lo previsto para el corriente año en el proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2008 (PPN-08)<sup>82</sup> en

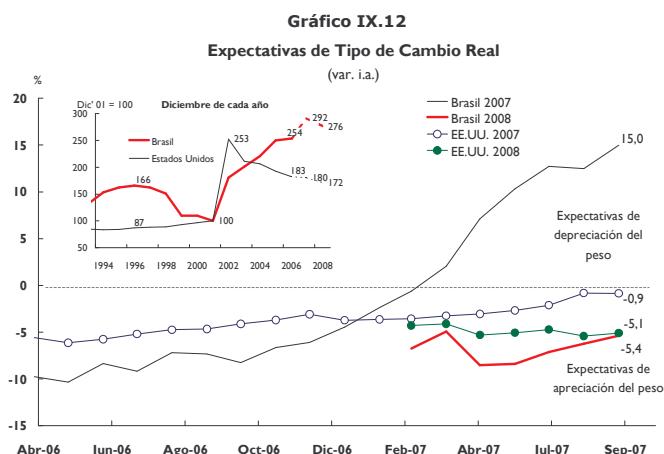


<sup>79</sup> Se compara la variación i.a. punta (dic./dic.) del agregado monetario M2 y la variación i.a. promedio del PIB Corriente para cada año.

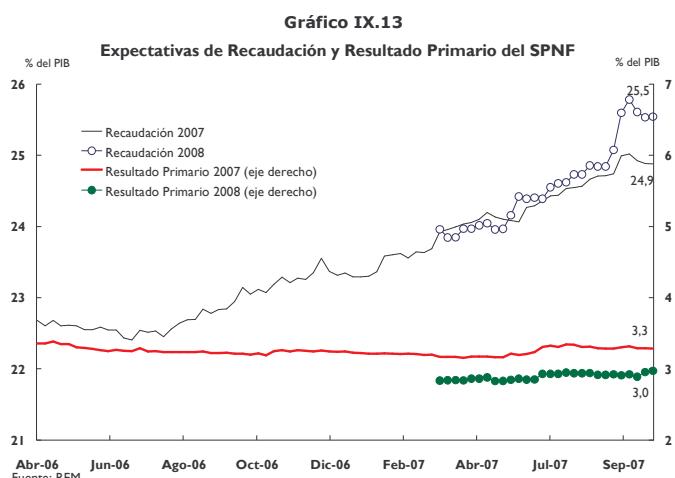
<sup>80</sup> Dado que en el cálculo de los rankings del REM se utilizará el promedio de tasas de julio hasta que se registren licitaciones de LEBAC, se podría suponer que los participantes que informan este valor estiman que no se llevarán a cabo colocaciones.

<sup>81</sup> Estimación implícita, considerando las expectativas de variación del IPC GBA, los pronósticos de inflación de Estados Unidos del *Survey of Professional Forecasters*, y las proyecciones de inflación y de tipo de cambio nominal de la encuesta del Banco Central de Brasil (BCB).

<sup>82</sup> El PPN 2008 prevé que el SPNF alcance un superávit primario de \$23.143 millones (2,96% del PIB) este año y de \$28.242 millones (3,15% del PIB) el próximo año. Cabe destacar que las cifras no son estrictamente comparables dado que la estimación de Resultado Primario incluida en el Presupuesto Nacional es en base devengado, mientras que el dato relevado por el REM es en base caja.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCB y Survey of Professional Forecasters



Fuente: REM

términos nominales y 97% en porcentaje del PIB. Para 2008, el 39,4% de los participantes espera que el Resultado Primario supere la estimación del PPN-08 en términos nominales, proporción que se reduce al 30,3% al considerar el resultado en porcentaje del PIB (ver Gráfico IX.13).

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



## RESULTADOS DEL REM. SEPTIEMBRE 2007

VARIABLES	2008-AGO			2007-SEP			2007-OCT			2007-NOV			2007-ANL			2008-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvio															
IPC: var. 12 meses; en %	10,5	10,5	1,6													10,4	10,2	1,5
VARIABLES	2007-AGO			2007-SEP			2007-OCT			2007-NOV			2007-ANL			2008-ANL		
Precios	Promedio	Mediana	Desvio															
IPC: var. mensual; en %				0,8	0,1	0,8	0,8	0,1	0,5				8,9	8,8	0,4	10,4	10,2	1,5
IPC: var. interanual implícita, en % <sup>1</sup>				8,6														
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)													8,7	8,5	0,6	10,8	10,8	1,7
Índice de Salarios Nivel General; var. mensual; en %	1,77	1,80	0,29	1,75	1,74	0,25				19,7	20,0	1,6	16,3	16,5	2,9			
<b>Monevistas y Financieras</b>																		
Agregado Monetario M2 (\$); promedio mensual en mil. de \$	137.662	137.200	1.810	140.487	140.000	1.758				145.780	145.850	2.396	168.814	168.950	3.886			
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$	142.735	142.700	476	144.631	144.550	946				149.189	149.250	2.376	176.626	177.381	5.215			
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$	93.660	94.000	737	96.009	96.075	1.014				100.090	100.011	2.857	126.348	126.200	6.248			
Tasa de interés: plazoijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %				9,2	9,3	0,5	9,1	9,2	0,5	9,0	9,0	0,7	9,5	9,3	1,2			
Tasa de interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en %				10,5	10,3	0,7	10,6	10,3	0,8	10,9	10,5	0,8	11,7	11,2	1,1			
Tasa de interés: Pasos Pasivos en \$ a 7 días; en %				8,1	8,3	0,2	8,1	8,3	0,3	8,2	8,3	0,5	8,8	9,0	0,9			
Tasa de interés: BDLAF promedio mensual de bcos. priv. a 30 días en \$; en %				11,7	11,6	1,0	11,5	11,6	1,0	11,5	11,5	1,1	12,0	12,0	1,5			
Tipo de Cambio Nominal; promedio mensual \$/US\$				3,15	3,15	0,01	3,16	3,16	0,01	3,2	3,2	0,0	3,30	3,27	0,10			
<b>Actividad Económica</b>																		
EMAE: var. interanual; en %	8,1	8,1	0,5	8,0	8,0	0,5							7,9	8,0	0,3	6,2	6,3	0,6
EMI: var. interanual; en %				7,9	8,1	1,3	7,7	7,7	1,4				6,7	6,6	0,6	5,8	5,8	0,8
<b>Sector Externo</b>																		
Exportaciones; en mil. de us\$				4.733	4.744	124	4.774	4.807	205				52.972	53.150	902	58.078	58.400	2.144
Importaciones; en mil. de us\$				4.111	4.100	187	4.191	4.200	220				43.394	43.625	1.540	49.527	49.594	3.201
<b>Fiscales</b>																		
Recaudación Tributaria Nacional; en mil. de \$							17.538	17.593	462	17.862	17.910	342	196.702	197.830	3.293	239.820	240.000	10.650
Resultado Primario del SPNCF; en mil. de \$				2.562	2.500	535	2.301	2.270	363				25.888	26.128	1.245	27.127	27.908	3.580
<b>2) Variables de Frecuencia Trimestral</b>																		
VARIABLES	2007-TR3			2007-TR4			2008-TR1			2007-ANL			2008-ANL					
Actividad Económica	Promedio	Mediana	Desvio															
PIB a precios constantes; variación interanual; en %	7,9	7,9	0,4	7,4	7,5	0,4				8,0	8,0	0,2	6,3	6,3	0,7			
PIB a precios corrientes; en mil. de \$										791.937	794.978	21.686	936.636	939.544	47.483			
Consumo Total a precios constantes; variación interanual; en %	8,6	8,3	0,8	7,9	7,8	0,8				8,3	8,3	0,7	6,3	6,1	0,6			
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes;	13,7	13,9	2,6	13,7	13,2	3,0				13,7	13,5	1,9	11,6	10,9	2,9			
Tasa de desocupación; en %	8,4	8,3	0,5							7,9	7,8	0,6	7,4	7,5	0,7			
<b>Sector Externo</b>																		
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mil. de US\$	1.125	1.000	489	1.768	1.770	516				5.912	5.905	744	4.750	4.900	1.304			
Monevistas y Financieras																		
Reservas internacionales; fin de periodo; en mil. de US\$										47.000	45.250	1.887	53.017	52.843	3.762			

<sup>1</sup> 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
- AEI:** Agencia Internacional de la Energía
- AFIP:** Administración Federal de Ingresos Pùblicos
- AFJP:** Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones
- AIP:** Aglomerados del Interior del País
- ALADI:** Asociación Latinoamericana de Integración
- ANSeS:** Administración Nacional de la Seguridad Social
- ARM:** Adjustable-Rate Mortgages (Hipotecas a tasa variable)
- 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
- BID:** Banco Interamericano de Desarrollo
- BM:** Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA
- BOCON:** Bonos de Consolidación
- BODEN:** Bonos del Estado Nacional
- BOGAR:** Bono Garantizado
- BONAR ARG \$ V:** Bono de la Nación Argentina en pesos. Vencimiento 2012.
- BONAR V:** Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2011.
- BONAR VII:** Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2013.
- BONAR X:** Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2017.
- BoJ:** Banco de Japón
- Bovespa:** Bolsa de Valores del Estado de San Pablo
- Bs. As.:** Buenos Aires
- CABA:** Ciudad Autónoma de Buenos Aires
- CAMMESA:** Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico
- CBA:** Canasta Básica Alimentaria
- CBT:** Canasta Básica Total
- Cta. Cte.:** Cuenta corriente
- CDS:** Credit Default Swaps (Instrumento de Cobertura de Riesgo Crediticio)
- CFTC:** U.S. Commodity Futures Trading Commission
- CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia
- CFI:** Coparticipación Federal de Impuestos
- CIF:** Cost of Insurance and Freight (Costo de Seguro y Flete)
- CNV:** Comisión Nacional de Valores
- Copom:** Comité de Política Monetaria (Brasil)
- CPAU:** Consejo Profesional de Arquitectura y Urbanismo
- CPI:** Consumer Price Index (Índice Precios al Consumidor EE.UU.)
- CyE:** Combustibles y energía
- CyL:** Combustibles y lubricantes
- DGA:** Dirección General de Aduanas
- DGI:** Dirección General Impositiva
- DISC:** Bono Descuento
- DPN:** Deuda Pública Nacional
- EE.UU.:** Estados Unidos
- EIA:** Administración de Información Energética
- EMAE:** Estimador Mensual de Actividad Económica
- EMBI+:** Emerging Markets Bond Index
- EMI:** Estimador Mensual Industrial
- EPH:** Encuesta Permanente de Hogares
- Eurostat:** Oficina de Estadística de la Unión Europea
- FAO:** Food and Agriculture Organization (Organización de Alimentos y Agricultura de las Naciones Unidas)
- FCI:** Fondos Comunes de Inversión
- Fed:** Reserva Federal de EE.UU.
- Fed Funds:** Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de EE.UU.
- FF:** Fideicomisos Financieros
- FMI:** Fondo Monetario Internacional
- FOB:** Free on Board (Libre a bordo)
- FOMC:** Federal Open Market Committee (Comité Federal de Mercado Abierto, de EE.UU.)
- GBA:** Gran Buenos Aires
- ha:** Hectárea
- HEW:** Home Equity Withdrawal (Extracción de Patrimonio Inmobiliario)
- i.a.:** Interanual
- IAMC:** Instituto Argentino de Mercado de Capitales



<b>IAPC:</b> Índice Armonizado de Precios al Consumidor	<b>M3*:</b> Billetes y monedas + depósitos totales en \$ y US\$
<b>IAPG:</b> Instituto Argentino del Petróleo y el Gas	<b>M3:</b> Billetes y monedas + depósitos totales en \$
<b>IBGE:</b> Instituto Brasileiro de Geografía e Estatística (Brasil)	<b>MAE:</b> Mercado Abierto Electrónico
<b>IBIF:</b> Inversión Bruta Interna Fija	<b>MCBA:</b> Mercado Central de Buenos Aires
<b>ICC:</b> Índice del Costo de la Construcción	<b>MEC:</b> Mercado Electrónico de Corredores
<b>ICDCB:</b> Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias	<b>MERCOSUR:</b> Mercado Común del Sur
<b>IED:</b> Inversión Extranjera Directa	<b>Merval:</b> Mercado de Valores de Buenos Aires
<b>IGBC:</b> Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia	<b>Mexbol:</b> México Bolsa Index
<b>IGBVL:</b> Índice General de la Bolsa de Valores de Lima	<b>MOA:</b> Manufacturas de Origen Agropecuario
<b>IGPA:</b> Índice General de Precios de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago	<b>MOI:</b> Manufacturas de Origen Industrial
<b>IIF:</b> Institute of International Finance	<b>MRO:</b> Main Refinancing Operations (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)
<b>INDEC:</b> Instituto Nacional de Estadística y Censos	<b>MSCI:</b> Morgan Stanley Capital International
<b>INSSJyP:</b> Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados	<b>MTEySS:</b> Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social
<b>INTA:</b> Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria	<b>MUIPC:</b> Índice de Precios al Consumidor de la Unión Monetaria
<b>IPC:</b> Índice de Precios al Consumidor	<b>MULC:</b> Mercado Único y Libre de Cambios
<b>IPC GBA:</b> Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires	<b>MW:</b> MegaWatts
<b>IPC Resto:</b> IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacional y/o volátil significativo y aquellos sujetos a regulación o con alto componente impositivo	<b>NAFTA:</b> North American Free Trade Agreement (Tratado de Libre Comercio de América del Norte)
<b>IPCA:</b> Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)	<b>NOBAC:</b> Notas del Banco Central (Argentina)
<b>IPEA:</b> Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada	<b>ONCCA:</b> Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario
<b>IPI:</b> Índice de Precios Implícitos	<b>OPEP:</b> Organización de Países Exportadores de Petróleo
<b>IPIB:</b> Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor	<b>O/N:</b> Overnight
<b>IPIM:</b> Índice de Precios Internos al Por Mayor	<b>OECD:</b> Organisation for Economic Co-operation and Development (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico)
<b>IPMP:</b> Índice de Precios de las Materias Primas	<b>p.b.:</b> Puntos básicos
<b>IPyCM:</b> Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa de México	<b>P.F.:</b> Plazo Fijo
<b>IRD:</b> Inversión Real Directa	<b>p.p.:</b> Puntos porcentuales
<b>ISAC:</b> Índice Sintético de Actividad de la Construcción	<b>PAD:</b> Prestación Anticipada por Desempleo
<b>ISSP:</b> Indicador Sintético de Servicios Públicos	<b>PAR:</b> Bono Par
<b>ITCRM:</b> Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	<b>PCE:</b> Personal Consumption Expenditure (Índice de Precios de los Gastos de Consumo Personal)
<b>IVA:</b> Impuesto al Valor Agregado	<b>PEA:</b> Población Económicamente Activa
<b>LATAM:</b> Latinoamérica	<b>PIB:</b> Producto Interno Bruto
<b>LEBAC:</b> Letras del Banco Central (Argentina)	<b>PJyJH:</b> Plan Jefas y Jefes de Hogar
<b>LIBOR:</b> London Interbank Offered Rate (Tasa Interbancaria de Referencia)	<b>PM:</b> Programa Monetario
<b>LME:</b> London Metal Exchange	<b>PMC:</b> Propensión Marginal a Consumir
<b>M2:</b> Billetes y monedas + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	<b>PN-07:</b> Presupuesto Nacional 2007
<b>M2 privado:</b> Billetes y monedas + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$ del sector privado	<b>PP:</b> Productos primarios
	<b>PPN-08:</b> Proyecto de Presupuesto Nacional 2008

**PPP:** Purchasing Power Parity (Paridad del Poder de Compra)

**PRE:** Bono de Consolidación Previsional

**PRO:** Bono de Consolidación Proveedores

**Prom.:** Promedio

**Prom. móv.:** Promedio móvil

**PTF:** Productividad Total de los Factores

**REM:** Relevamiento de Expectativas de Mercado

**Repo:** Tasa sobre pasos activos del Banco de Inglaterra, utilizada como tasa de interés de referencia

**ROFEX:** Rosario Futures Exchange (Mercado a término de Rosario)

**s.e.:** Serie sin estacionalidad

**s.o.:** Serie original

**S&P:** Standard and Poors (Índice de las principales acciones en EE.UU. por capitalización bursátil)

**SAGPyA:** Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos

**Selic:** Sistema Especial de Liquidação e de Custodia (tasa de interés de referencia del BCB)

**SIJyP:** Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones

**SIOPEL:** Sistema de Operaciones Electrónicas

**SMVM:** Salario Mínimo Vital y Móvil

**SPNF:** Sector Público Nacional no Financiero

**TCR:** Tipo de cambio real

**TI:** Términos del Intercambio

**TICC:** Títulos de Interés y Capital Cubierto

**Tn:** Tonelada

**TN:** Tesoro Nacional

**TNA:** tasa nominal anual

**UCI:** Utilización de la Capacidad Instalada

**UE:** Unión Europea

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

**UTDT:** Universidad Torcuato Di Tella

**UVP:** Unidades Vinculadas al PIB

**Var.:** variación

**VE:** Valor efectivo

**VN:** Valor nominal

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

**XN:** Exportaciones Netas