

La Economía Argentina

durante el primer semestre de 2005

INFORME ECONOMICO
I trimestre de 2005 y avances del II trimestre

Luego de una expansión algo menor a la esperada en el primer cuarto de 2005, durante el segundo trimestre de este año la economía argentina ha continuado creciendo a un ritmo elevado, aunque convergiendo paulatinamente a su tasa de crecimiento sostenible de mediano y largo plazo. El proceso de normalización y recuperación económica ha dado lugar a una fase de consolidación, y el crecimiento del PIB ya ha ingresado en su cuarto año consecutivo desde los mínimos niveles de actividad alcanzados a comienzos de 2002 como consecuencia de las crisis “trillizas” (financiera, cambiaria y fiscal) que condujeron al colapso del régimen de Convertibilidad. Nótese, en esta línea, una cierta paradoja: si la estabilización de la situación financiera, la recuperación de la actividad y el empleo, la reanudación del proceso inversor, la reaparición del crédito e, incluso, el cierre exitoso del proceso de reestructuración de la deuda del gobierno y el retorno del sector público a los mercados voluntarios de crédito permiten hablar de una “normalización” de la situación económica, hay otros rasgos de la configuración económica actual que son bastante atípicos, por decir lo menos, cuando se los compara con el desempeño que exhibió la economía argentina en las tres últimas décadas. Es en este último sentido que no puede hablarse de una “vuelta a la normalidad”.

A diferencia de otras fases de recuperación cíclica, luego de más de tres años de crecimiento, y merced a un marco de política económica consistente, las principales variables macroeconómicas se encuentran relativamente alineadas (sobre todo si se compara con los niveles que regían en los 90s), y los equilibrios básicos alcanzados en los planos externo, fiscal, monetario y cambiario brindan fundamentos macroeconómicos sólidos para la continuidad del proceso de expansión en curso. La solidez de los fundamentos y, consecuentemente, la reducción de la fragilidad percibida del cuadro macroeconómico frente a la ocurrencia de eventuales *shocks* adversos (principalmente de origen externo) tienden a disipar la incertidumbre que en el pasado impedía a los agentes económicos comprometer recursos a largo plazo, con negativos efectos sobre la evolución de la productividad agregada.

La reducción de la elevada volatilidad característica de las variables agregadas es uno de los fundamentos del actual esquema de política económica. Si a partir del desempeño macroeconómico argentino reciente se logra consolidar esta alteración de los “patrones de normalidad” que caracterizaron a la economía argentina del pasado, podrá evitarse entonces la sistemática propensión a la generación de crisis que seguían de manera casi inevitable a efímeros episodios de “euforia” y acelerado crecimiento.

La actual fase de consolidación del crecimiento sostenido confronta, en este sentido, el importante desafío de preservar la estabilidad macroeconómica y financiera, los equilibrios básicos alcanzados y la competitividad de la producción doméstica. Por un lado, ello implica desplegar un conjunto de políticas prudenciales que permitan administrar en forma razonable la favorable coyuntura que enfrenta el sector externo de la economía a fin de evitar ciclos cortos de “sobreoptimismo” que pudieran dar lugar a la acumulación de desequilibrios económicos y financieros cuya ulterior corrección conduzca a una interrupción abrupta del crecimiento.

En particular, la posibilidad de que, luego del exitoso cierre del proceso de reestructuración de la deuda pública y dadas las positivas perspectivas de evolución de la economía local, se produjeran ingresos de fondos especulativos de corto plazo alimentados por la situación de elevada liquidez disponible en los mercados financieros internacionales condujo a las autoridades a la ampliación de los esquemas de control de capital. Con tal objetivo se decidió, primero, ampliar a un año los plazos de permanencia de aquellos flujos de capital más volátiles y, luego, adoptar un esquema de controles indirectos (vía encajes del 30%), en línea con sistemas similares adoptados exitosamente por otras economías emergentes durante la década pasada.

La adopción de estas políticas preventivas busca desalentar colocaciones especulativas de naturaleza marcadamente pro-cíclica que, montadas sobre expectativas de evolución esperada del tipo de cambio futuro, tiendan a autovalidarse y se traduzcan, posteriormente, en reversiones marcadas en la dirección de dichos flujos de fondos y en efectos disruptivos sobre el nivel de actividad. Se busca promover, por ende, el alargamiento de los plazos de los flujos de ahorro externo que capta la economía local, privilegiando los dirigidos al financiamiento de la inversión productiva y las actividades del comercio exterior.

En sintonía con la adopción de estas políticas preventivas, el BCRA continuó con su estrategia contra-cíclica de acumulación de reservas internacionales, dirigida a reducir la vulnerabilidad frente a la ocurrencia de eventuales *shocks* externos de origen real o cambios adversos en la opinión prevaleciente en los mercados financieros internacionales que pudieran causar disrupciones en el flujo de pagos externos de la economía local. Cabe destacar que esta estrategia de acumulación de reservas para hacer frente a los compromisos financieros externos se instrumentó de manera compatible con el desarrollo del programa monetario de la institución, evitando que la monetización del superávit externo genere incrementos de la base monetaria incongruentes con la evolución estimada de la demanda de dinero primario.

Por otro lado, uno de los principales desafíos de la actual etapa de consolidación del crecimiento reside en preservar el entorno de baja inflación que caracterizó a la etapa de salida de la crisis, posibilitando que, a través de la información que transmiten, los precios relativos desempeñen un rol adecuado en el proceso de asignación de recursos entre diferentes sectores de actividad.

En particular, durante el primer trimestre del año se asistió a una suba más pronunciada del nivel precios de la economía, como resultado de la confluencia en el tiempo *de factores* puntuales de impulso inflacionario de diverso origen. Al proceso en curso de recomposición de precios relativos se sumaron subas puntuales en los precios de algunos alimentos, alentados por la reapertura de mercados y una mayor demanda internacional, y una mayor presión de costos en algunos sectores de actividad provenientes del aumento de tarifas mayoristas de servicios públicos y de un proceso de alzas salariales. Todo ello ocurrió en el contexto de una suba visible del gasto privado y de algunas restricciones de oferta en sectores puntuales. Aunque durante abril y mayo los registros inflacionarios volvieron a moderarse, merced a adecuadas respuestas de la política económica, en los meses de junio y julio la tasa de inflación volvió a situarse en niveles relativamente elevados.

Si bien el equilibrio de las finanzas públicas y del sector externo de la economía (fuentes tradicionales de impulso inflacionario en el pasado) y una prudente política monetaria operan como ancla del nivel de precios e impiden afirmar que se esté frente a un proceso permanente de aceleración de la tasa de inflación, existe el riesgo de que una tasa superior a los dos dígitos genere la aparición de mecanismos formales e informales de propagación, vía expectativas, de las presiones al alza proveniente de las fuentes antes mencionadas. Si ello fuese así podría ocurrir que estos efectos de “segunda vuelta” le impriman a la tasa de inflación una dinámica propia de carácter inercial cuya reducción pueda, a posteriori, resultar más costosa en términos de nivel de actividad y empleo. En este sentido, las acciones de la política económica (políticas de ingresos a través acuerdos sectoriales dirigidos a atenuar subas puntuales en sectores específicos y la preservación de la disciplina fiscal y la prudencia en el manejo monetario) están orientadas a bloquear estos eventuales “efectos de segunda vuelta” y a incidir en la formación de moderadas expectativas de inflación.

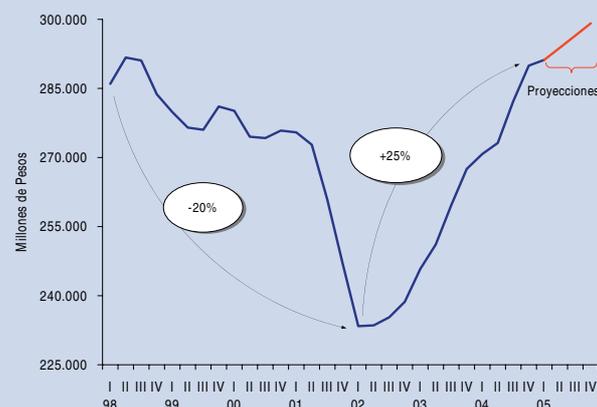
La preservación del entorno de estabilidad macroeconómica y financiera y de los incentivos a la producción, la inversión y el empleo provistos por el actual esquema de política económica, en un contexto de continua reducción de la carga de la deuda, son requisitos indispensables para que se consolide la trayectoria de crecimiento sostenido que viene exhibiendo la economía argentina. La continuidad del crecimiento y el empleo, la recuperación de los niveles salariales asociada a las ganancias de productividad y a la situación de rentabilidad específica de los diferentes sectores de actividad, junto con adecuadas políticas públicas, permitirá una reducción sostenida de la pobreza y la indigencia y la mejora de la distribución del ingreso, luego del profundo deterioro experimentado por todos los indicadores sociales durante la década pasada y la reciente crisis. La resolución de este problema crucial, a través del logro de continuos progresos en el plano social y la mejora sostenida del bienestar, es el objetivo fundamental de la política económica y de la acción del conjunto del gobierno.

Actividad: convergencia a tasas de crecimiento sostenibles

Durante el primer semestre del corriente año la economía argentina continuó exhibiendo crecimiento, y acumula ya trece trimestres de recuperación ininterrumpida. En lo que va de 2005 la economía comenzó a mostrar una paulatina convergencia a tasas de crecimiento compatibles con la sostenibilidad de largo plazo, más allá de la desagregación de los datos en trimestres particulares.

Específicamente, durante el primer trimestre de 2005 se produjo una suavización mayor a la esperada del ritmo de crecimiento, al mostrar el PIB ajustado por estacionalidad (a.e.) una tasa trimestral positiva del 0,5%, la que resultó inferior en 1,7 puntos porcentuales a la tasa trimestral promedio de los dos últimos años. Sin embargo, si se confirman los datos

Gráfico 1
Producto Interno Bruto
A precios constantes - Sin estacionalidad



Cuadro 1

Indicadores de Oferta

Series desestacionalizadas - Var. %

	I-04/ IV-03	II-04/ I-04	III-04/ II-04	IV-04/ III-04	I-05/ IV-04	II-05/ I-05
Industria (EMI)	3,2	2,0	1,6	1,6	1,9	1,5
Construcción(ISAC)	6,0	0,8	0,6	3,4	0,5	7,0
Ss Publicos	6,0	4,8	5,6	8,7	4,3	3,3

positivos que exhiben la mayoría de los indicadores adelantados de la economía, el PIB a.e. del segundo trimestre manifestaría una tasa de crecimiento de alrededor de 1,5%⁽¹⁾.

Teniendo en cuenta esta recuperación más el arrastre estadístico del año pasado, y si se supone un crecimiento nulo del PIB a.e. de aquí a fin de año, el crecimiento económico de 2005 alcanzaría un piso de 6,5%. Las estimaciones privadas del Relevamiento de Expectativas de Mercado que publica el Banco Central, mientras tanto, sugieren un crecimiento del 7% para el mismo año.

Del lado de la oferta, la contribución principal al crecimiento del primer trimestre fue de los servicios, sobre todo a partir del dinamismo que exhibieron los rubros de transporte y comunicaciones, la intermediación financiera y los servicios de salud. Del lado de los bienes, el buen desempeño del agro no logró compensar una *performance* menor a la esperada en construcción, y la transitoria interrupción del crecimiento del PIB industrial a.e.⁽²⁾

Cabe destacar, sin embargo, que la industria mantiene una *performance* destacada en el segundo trimestre del año. El Estimador Mensual Industrial, que había mostrado un crecimiento de 2% durante el primer trimestre⁽³⁾, continúa con un ritmo más que aceptable en el segundo trimestre (1,5% en términos desestacionalizados). La desagregación mensual, mientras tanto, muestra subas y bajas alternadas desde principios de año, aunque los meses de crecimiento superan con creces los de caída. El último dato del mes de junio observa una leve caída de 0,5% a.e. respecto del mes anterior, que está asociada con paradas técnicas en las plantas de algunas industrias, lo que implica que no hay razón para suponer un cambio en la tendencia de crecimiento del sector manufacturero para el resto del año, aunque sus tasas deberían exhibir cierta moderación en congruencia con la convergencia del PIB a su ritmo sostenible.

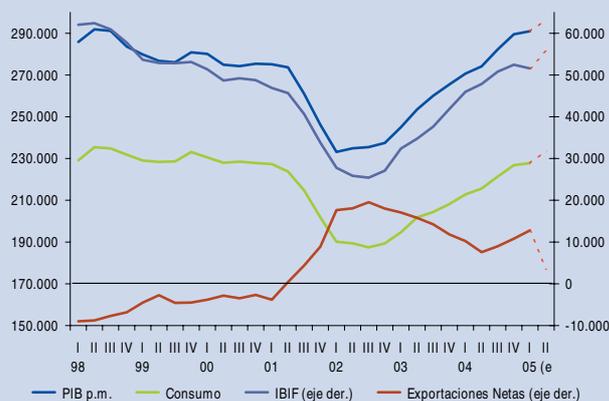
La evolución de los indicadores adelantados del resto de los sectores de la economía sugiere que durante el segundo trimestre los bienes van a acompañar a los servicios en la recomposición de las tasas de crecimiento del PIB. En particular, el sector agropecuario exhibiría durante el segundo trimestre un fuerte aumento, teniendo en cuenta lo sucedido durante los meses de abril y mayo. La construcción, mientras tanto, ha mostrado una notoria recuperación hacia el segundo trimestre del año, mostrando el ISAC a.e. un crecimiento del 7%, la mayor tasa desde principios de 2003.

El segundo trimestre también muestra un buen desempeño del comercio; y los servicios, tanto públicos como privados, continúan mostrando tasas de crecimiento positivas. Todo hace su-

Gráfico 2

Oferta y demanda globales

Serie desestacionalizada y estimaciones segundo trimestre de 2005



(1) Debido a las características propias del proceso de desestacionalización, los datos del primer trimestre serán revisados con la aparición de los datos del segundo trimestre. Algunas estimaciones preliminares sugieren que el dato del PIB a.e. correspondiente al primer trimestre se ubicaría bien por encima del 0,5%.

(2) Al igual que en el caso del PIB agregado, se espera que los datos del segundo trimestre produzcan un ajuste en los coeficientes de estacionalidad, de modo que el dato de la industria del primer trimestre seguramente sea revisado al alza. Esta es una de las razones por las cuales los datos del PIB industrial (recogidos hasta el primer trimestre) y los del Estimador Mensual Industrial (recolectados hasta el segundo trimestre), registran resultados diferentes para los primeros tres meses del año.

(3) A pesar del crecimiento prácticamente nulo que exhibió el PIB industrial. Para explicar estas diferencias, valen las consideraciones de la nota al pie anterior.

poner, por tanto, una recuperación importante del PIB durante el segundo trimestre del año.

En cuanto a la demanda agregada a.e., y tal como viene ocurriendo desde mediados del año pasado, se observa una fuerte contribución al crecimiento del primer trimestre por parte de las exportaciones netas. La absorción interna, mientras tanto, mostró una transitoria detención en su crecimiento, lo que se explica por una leve caída de la inversión (-1,7%) y del consumo público (-0,6%), comportamiento que no alcanzó a ser compensado por el crecimiento del consumo privado (0,6%).

Como se dijo, el consumo privado exhibió un aumento moderado durante el primer trimestre del año, durante el cual creció a un ritmo inferior al promedio de 2,6% que se había verificado durante 2003 y 2004, una desaceleración congruente con la disminución en el nivel de actividad del período⁽⁴⁾. Una de las razones de este comportamiento ha sido la evolución menos dinámica del empleo, que parece haber exhibido una estacionalidad muy marcada este año, la cual había pasado desapercibida durante 2004 como consecuencia del adelantamiento de planes de producción de algunas industrias que habían previsto dificultades energéticas que luego no se verificaron.

Adicionalmente, la postergación del pago del impuesto a las ganancias del año 2004 pudo tener algún impacto suplementario sobre la desaceleración de la demanda agregada. Por otra parte, a pesar de que la economía mostró una recuperación del salario real durante el primer trimestre, no debe descartarse que la moderada aceleración inflacionaria ocurrida en este período haya producido algún tipo de conducta precautoria en el consumo de las familias.

Sin embargo, todos los indicadores asociados al consumo muestran una recuperación durante el segundo trimestre. El ingreso mostraría una recuperación importante, con una importación de bienes de consumo que mantiene una tendencia positiva. El empleo, mientras tanto, está mostrando durante los últimos meses un mayor dinamismo (aunque con una elasticidad empleo-producto menor a la de 2003 y 2004), y la recuperación de los salarios públicos puede aportar una mayor demanda de consumo. Finalmente, el crédito al consumo sostiene una evolución positiva, lo que daría espacio para financiar la recuperación de esta variable.

Por su parte, como ya fuera comentado más arriba, la IBIF a.e. mostró una caída en el primer trimestre. A esta reducción contribuyeron la baja de la tasa de crecimiento del componente de equipo durable y de la construcción (del -1,7% observado, aproximadamente un punto se debió a construcción). El equipo nacional (maquinaria nacional más material de transporte) tuvo una contribución nula, y el equipo importado fue responsable del resto de la caída del trimestre. Sin embargo, de acuerdo con los datos del ISAC, la construcción habría mostrado una recuperación vigorosa durante el segundo trimestre, exhibiendo una tasa de crecimiento desestacionalizada de 7%, la mayor variación desde el cuarto trimestre de 2003.

En segundo término, la brusca caída de los precios de los productos pri-

(4) Por otra parte, también vale para el consumo la misma aclaración metodológica realizada en la nota anterior respecto del futuro ajuste de los datos desestacionalizados del PIB y de la industria.

Cuadro 2
Indicadores de Demanda
Serie desestacionalizadas - Var. %

	I-04/ IV-03	II-04/ I-04	III-04/ II-04	IV-04/ III-04	I-05/ IV-04	II-05/ I-05
PIB	2,0	1,3	3,0	2,6	1,5	
EMAE	1,7	0,8	3,2	2,9	1,2	1,3
Consumo						
Import. de Bs. de Consumo	5,6	5,3	3,3	6,1	8,3	3,5
Vtas Supermercados (Q)	1,8	2,0	0,5	2,7	1,7	3,0
Vtas Centros de Compras (Q)	4,6	7,8	-0,3	5,3	3,2	1,9
IVA DGI a precios Constantes (*)	10,9	-2,7	1,8	0,7	2,6	2,1
Créditos al Consumo (*)	5,0	11,2	13,7	14,3	11,2	8,7
Inversión						
Import. de Bs. de Capital	46,1	-0,8	17,1	10,1	-0,9	35,0
Construcción (ISAC)	6,0	0,8	0,6	3,4	0,5	7,0
Expo Netas						
Exportaciones	6,4	1,3	5,5	5,6	0,7	2,4
Importaciones	23,9	5,7	4,2	7,8	11	8,7

(*) Series con estacionalidad

marios exportables, que se redujeron 21,6% desde el segundo trimestre de 2004, ha podido tener efectos sobre la demanda de maquinaria agrícola. Sin embargo, la lenta recuperación de los precios internacionales de los *commodities*, más los excelentes resultados en términos de exportaciones primarias del primer semestre de este año, proveen incentivos para una recuperación futura de la demanda de maquinaria agrícola.

En tercer lugar, las importaciones de bienes de capital, que durante el primer trimestre no tuvieron un desempeño particularmente destacable⁽⁵⁾, vienen recuperando su dinamismo. En efecto, en el segundo trimestre se observa una tasa de crecimiento de 64% interanual (i.a.), tasa que se aproxima más a las verificadas durante la etapa de recuperación de la economía que al ritmo observado en el primer trimestre, que había sido del 17% i.a.

Cuarto, el moderado crecimiento del sector industrial, en un contexto en el que ciertos sectores todavía no acceden al crédito, pudo haber relegado algunas decisiones de inversión que requerían financiamiento con fondos propios. En este sentido, tanto la recuperación de la actividad manufacturera del segundo trimestre como el crecimiento del financiamiento bancario local, e incluso internacional, estaría dando lugar a la posibilidad de financiar nuevos proyectos. De hecho, en la industria se observa una evolución más rápida de la producción que de la utilización de la capacidad instalada, lo que sugiere que este sector ha aumentado su formación de capital en los últimos meses.

Finalmente, es razonable suponer que algunas decisiones de inversión se hayan postergado hasta conocer los resultados definitivos del proceso de reestructuración de la deuda pública, y que a partir de ahora comiencen a destrabarse. Más aún, en la práctica se observa que la relación entre el precio de demanda y el precio de oferta de ciertos activos productivos es hoy beneficiosa para la consecución de nuevos proyectos. En los últimos meses este cociente, que refleja la relación entre la rentabilidad proyectada de un negocio y su costo de reposición (la "Q de Tobin"), ha crecido a mayor velocidad que la inversión, lo que permitiría anticipar una aceleración en la tasa de crecimiento de esta última variable en los próximos trimestres.

De todos modos, y puesto que la evolución de la inversión es considerada prioridad por parte del Gobierno Nacional, se han venido llevando a cabo una serie de políticas destinadas a fortalecer la misma. En junio, el gobierno realizó el segundo llamado a licitación para la presentación de proyectos a ser beneficiados con los incentivos de la Ley de Promoción de Inversiones. Durante el mismo mes, también se enviaron al Congreso una serie de medidas fiscales destinadas a promover el desarrollo de reservas de petróleo y gas. En julio se creó el régimen de incentivos a la competitividad de las autopartes locales, que incluye reintegros sobre el valor de compra de estos bienes. Además, el gobierno impulsó una iniciativa de devolución de saldos técnicos de IVA para las empresas que lleven adelante proyectos de inversión, y otro anuncio prevé un régimen de promoción para empresas dedicadas a la biotecnología.

Estas evidencias sugieren que en lo que queda del año la inversión mostrará nuevamente tasas de crecimiento positivas. En particular, con un crecimiento de la IBIF del orden del 15% para 2005 (la estimación para el primer trimestre es algo mayor a este porcentaje), la participación de la IBIF en el PIB se aproximaría a un promedio de 21%, frente al 19,1% promedio observado en 2004. Esta participación es mayor aún a la máxima de los años 90s, y converge a los niveles requeridos para sostener una tasa de crecimiento sostenible.

Desde el segundo trimestre de 2004 se ha observado una creciente contribución de las exportaciones netas al crecimiento. Esto es consecuencia de que las exportaciones en términos reales mostraron un crecimiento trimestral de 4,5% a.e., al tiempo que se produjo una caída de 0,4% de las importaciones. El buen comportamiento de las exportaciones

Gráfico 3
IBIF / PIB a Precios Corrientes



(5) Debe mencionarse, además, que se produjo un cambio notorio en los patrones de estacionalidad de la IBIF como consecuencia de la presencia de un dato de importaciones de bienes de capital inusualmente alto durante enero de 2004. De hecho, el indicador de tendencia-ciclo, que remueve el efecto de este tipo de outliers, confirma que sin éstos la variación trimestral de la IBIF hubiera resultado sólo levemente negativa (-0,2% en lugar de -1,7%).

(este punto se desarrolla en el acápite correspondiente al sector externo) promete continuar durante el segundo trimestre, para el cual se espera un crecimiento de las mismas por encima del 2% a.e. Del mismo modo, se espera que las importaciones crezcan a un ritmo de entre un 8% y un 9% a.e. en dicho trimestre.

Empleo e Ingresos

Durante el primer trimestre de 2005 la tasa de empleo registró un nivel de 37,9%, lo que refleja un aumento interanual de 0,5 pp. Debe destacarse que el empleo pleno (que excluye planes y a subocupados horarios) tuvo un crecimiento de 2,1 pp en términos interanuales, y que con respecto al trimestre anterior se mantuvo estable. Para el total del empleo la comparación con el trimestre anterior registró una caída de 1 pp.

La tasa de desempleo, mientras tanto, mostró en el primer trimestre de 2005 una reducción interanual de 1,4 puntos porcentuales. Con respecto al trimestre anterior, sin embargo, se verificó un aumento de 0,9 pp. Debe mencionarse que debido a la escasez de observaciones en el primer trimestre (sólo tres datos desde que comenzó la EPH continua) no es posible interpretar de manera definitiva en qué medida esta reducción se debió a *factores* estacionales en los aglomerados de la Encuesta.

Sin embargo, algunos elementos sugieren que el patrón estacional del primer trimestre es parcialmente negativo. En primer lugar, en la anterior comparación del primer trimestre de 2004 y 2003, se observó una leve caída del empleo, y una reducción de apenas 0,1 pp en el desempleo. Esto se dio incluso en un contexto de vigoroso crecimiento de la economía, en el que varios sectores decidieron un adelantamiento en los planes de producción por las previsiones de eventuales dificultades futuras en la provisión de energía. En el primer trimestre de 2005, en cambio, el crecimiento sufrió una desaceleración, lo que pudo haber puesto en evidencia la existencia de un patrón de estacionalidad que había estado “disimulado” por el alto nivel de actividad del primer trimestre del año anterior.

Por el lado de la oferta de trabajo, mientras tanto, en el primer trimestre de ambos años se ha producido una caída en la tasa de actividad, lo que podría reflejar el hecho de que los trabajadores suponen que durante esa época del año resulta más difícil encontrar empleo. El Ministerio de Trabajo, en un informe reciente, abona la hipótesis de estacionalidad negativa con evidencia del sector servicios educativos y el comportamiento de trabajadores informales.

De todos modos, se espera que el renovado dinamismo que experimentó la actividad durante el segundo trimestre produzca una caída apreciable en la tasa de desempleo durante ese período. Al respecto, la Encuesta de Indicadores Laborales que publica el Ministerio de Trabajo muestra una fuerte aceleración en el crecimiento del empleo registrado en el trimestre de marzo-mayo 2005.

Por su parte, paralelamente al aumento del empleo, durante el primer trimestre las remuneraciones promedio aumentaron 2% en términos reales respecto del primer trimestre de 2004. Un hecho que vale la pena mencionar es que se ha producido un cambio en el origen de los aumentos salariales, que pasaron a ser en su mayoría el resultado de la negociación colectiva⁽⁶⁾. La recuperación de la institución de las paritarias es esencial para que los ajustes salariales reflejen más fielmente la situación de rentabilidad y productividad específica de cada uno de los sectores de la economía.

Uno de los resultados más importantes de las negociaciones paritarias fue el que se alcanzó en el Sector Público. Con vigencia a partir de julio se acordó un aumento de salarios para los trabajadores públicos de la Administración Pública Nacional y fuerzas de defensa y seguridad, que entre otras mejoras consiste básicamente en un ajuste del 20% para todas las escalas.

Con respecto a los indicadores de desigualdad, se apreció una nueva mejora en la distribución de los ingresos. El coeficiente de Gini de los ingresos laborales se redujo entre el primer trimestre de 2004 e idéntico período de 2005, de 0,449 a 0,438. Consistentemente, la distribución del ingreso de los hogares mostró una mejora de la participación en el ingreso total de los 3 quintiles más pobres.

(6) Los acuerdos cuyo objeto central fue la mejora de salarios y, en particular los trabajadores alcanzados por los mismos, mostraron un notable aumento a partir de 2004.

Cuadro 3

Estructura porcentual de los impuestos

	1° sem. 2003	1° sem. 2004	1° sem. 2005
TRADICIONALES	62,0%	68,2%	68,2%
IVA bruto	27,1%	29,8%	30,2%
Ganancias	21,8%	26,3%	25,2%
Seguridad Social	13,1%	12,1%	12,8%
NO TRADICIONALES	21,9%	17,5%	18,2%
Derechos de Exportación	13,9%	10,1%	10,6%
Sobre Débitos y Créditos	8,1%	7,4%	7,6%
OTROS	16,1%	14,3%	13,6%

La Situación Fiscal, fortalecida

Durante el primer semestre del año, el Sector Público Nacional no Financiero presentó un superávit primario del orden de 4,6% del PIB, y un superávit financiero que representa un 2,3%. Estos resultados son especialmente destacados si se tiene en cuenta que a fines de mayo se produjo el primer pago de intereses por 1.774,5 millones de pesos correspondientes a la deuda pública reestructurada. Para los próximos meses, si bien se espera una disminución en la acumulación de saldos favorables debido a razones estacionales, no se presentan dificultades que impidan alcanzar la meta presupuestaria de superávit primario del 3% del PIB.

La muy buena evolución de las finanzas públicas se explica principalmente por el com-

portamiento de los ingresos totales, que durante el primer semestre representaron un equivalente al 24% del PIB. En particular, si se comparan los últimos 12 meses acumulados hasta junio del año en curso con los 12 meses acumulados a junio de 2004, se observa un crecimiento de 21,5% i.a. de los ingresos totales, y de un 25,4% de los gastos totales. Debe aclararse que esta dinámica no sólo es perfectamente compatible con los requerimientos fiscales y financieros del año, sino que además se enmarca con amplitud dentro de la noción de sostenibilidad fiscal de mediano y largo plazo comprometida por el gobierno.

La favorable *performance* de la recaudación se debió en parte a la evolución del PIB nominal, a lo que hay que agregar el dinamismo que exhibieron las variables que determinan la recaudación de tributos relacionados con el comercio exterior, más un aumento en la cantidad de empleados registrados. De todos modos, el buen desempeño de las exportaciones y sus efectos sobre la recaudación de derechos no ha implicado un aumento sustantivo en la participación de los impuestos no tradicionales, que representan hoy el 18% de la recaudación (Cuadro 3).

En cuanto a los gastos totales, puede ser útil diferenciar la evolución de aquellos gastos comprometidos o de naturaleza automática, cuya dinámica puede considerarse difícil de alterar en el corto plazo, de aquellos que puedan ser afectados, aunque sea relativamente, por decisiones autónomas de política⁽⁷⁾.

En esta clasificación sencilla, los primeros incluirían los pagos de intereses de la deuda pública, de naturaleza contractual, más los gastos de coparticipación, cuya evolución está atada automáticamente a la evolución de la recaudación tributaria. Respecto de la evolución de estos gastos, se destaca que en los primeros seis meses el país ha retomado los pagos de la deuda pública de manera regular, a lo que hay que agregar que estas obligaciones incluyen pagos devengados durante el año 2004. Esto implicó un incremento de los intereses pagados totales, que pasaron de \$ 2.800 millones en el primer semestre de 2004 a casi \$ 5.800 millones en la primera mitad de 2005. A este efecto debe agregarse el impacto del aumento automático de las transferencias por Coparticipación, que crecieron 19% en el mismo período. Sumando estos dos rubros, se explica el 44% del crecimiento del gasto del SPNNF entre los primeros seis meses de 2005 y 2004.

En lo que hace a los gastos sujetos a "decisiones de política", tal como viene sucediendo desde fines de 2004, la evolución del mismo sigue emparentada tanto con las necesidades sociales como con los requerimientos de infraestructura, que sostienen la necesaria complementación entre la inversión privada y pública. En cuanto al gasto social, entre los primeros semestres de 2005 y de 2004 se ha producido un crecimiento del 11% en el rubro Prestaciones Sociales. La inversión pública, por su parte, continúa su tendencia creciente, con el objetivo no sólo de proveer eficazmente servicios públicos esenciales, sino también de tender a un mayor equilibrio regional entre las distintas latitudes del país. En los primeros seis meses, de hecho, la IP creció

(7) Debe notarse, no obstante, que algunos de los gastos incluidos en este grupo muestran de hecho un grado de flexibilidad relativamente bajo.

90% respecto del mismo período de 2004. Al considerar aisladamente la evolución de los gastos que aquí se han definido como “autónomos” (esto es, el gasto primario sin coparticipación), se percibe que actualmente la participación del mismo en el PIB es del 14,8%, lo que representa un aumento de 0,8 pp respecto de junio de 2005.

Retorno a los mercados financieros en el marco de una estrategia de reducción del endeudamiento neto

La reestructuración de la deuda pública ha tenido la consecuencia fundamental de transformar la carga de la deuda en un conjunto de compromisos que, no sin esfuerzo, son ahora afrontables por la economía argentina. El futuro cumplimiento de las obligaciones se sostiene sobre tres resultados claves de la reestructuración. El más importante, sin duda, fue la contribución del proceso a la reducción nominal de la deuda pública bruta total. Al primer trimestre de 2005 la misma alcanzaba los 126.000 millones de dólares (aproximadamente un 73% del PIB), lo que implica una caída del 35% si se compara con los 192.000 millones de dólares de stock de deuda (111% del PIB) de fines de 2004.

Sin embargo, el stock de deuda bruta no refleja acabadamente la verdadera posición financiera de la Nación, puesto que ésta no resta un conjunto de activos financieros, entre los que resaltan los bonos emitidos con cargo a las provincias y las reservas internacionales. Una vez descontados estos activos, la deuda neta del Gobierno Nacional alcanza los 86.600 millones de dólares, lo que representa aproximadamente un 50% del PIB.

Un segundo resultado que apunta a asegurar los pagos futuros está relacionado con el cambio en el perfil temporal de la deuda. El perfil de vencimientos se ha extendido de tal modo que los compromisos de capital e intereses durante los próximos 5 años representan a marzo de 2005 un 53% del total de deuda neta, frente al 88% que se observaba en diciembre de 2001.

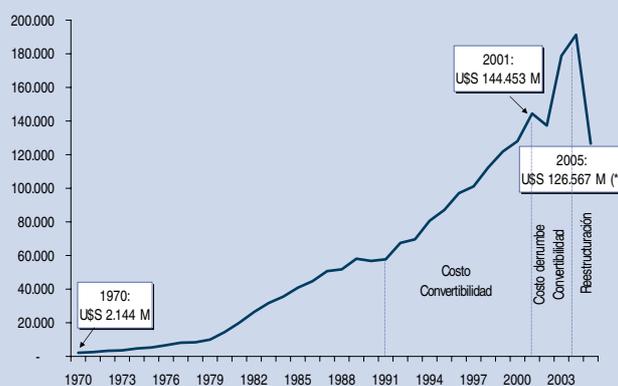
El tercer ingrediente tiene que ver con el cambio en la composición de monedas de la deuda. Al pasar la participación de la deuda denominada en pesos a representar de un 3% a un 37%, se ha reducido sustancialmente el riesgo de cambiario derivado del descalce de monedas.

A partir de los resultados obtenidos se observa una mejora notoria en los indicadores macroeconómicos de fragilidad y solvencia de la economía. Comparando diciembre de 2001 con marzo de 2005, los intereses pagados en relación a las exportaciones pasaron de un 38% a un 9%, lo que en términos de PIB supone pasar de servicios que representaban un 8% a un mucho más razonable 2%. A su vez, la deuda pública bruta en moneda extranjera en relación a las exportaciones pasó de 5,3 a 2,3 veces, lo que representa una sustancial reducción de las necesidades de divisas y por lo tanto del ajuste en materia de superávit de la balanza de pagos.

Luego del exitoso cierre del proceso de reestructuración de la deuda pública, el gobierno salió por primera vez desde 2001 a los mercados financieros en el marco de tres licitaciones de Boden 2014, realizadas la primera en mayo, y las dos restantes a principios de julio del corriente año. Estas licitaciones fueron realizadas como parte de un programa de reducción de la deuda neta, puesto que el financiamiento obtenido a partir de las mismas fue utilizado plenamente para la cancelación de vencimientos de deuda de acuerdo con el Programa Financiero en marcha. Los nuevos bonos tienen como moneda de denominación el peso, y su capital se ajusta por CER, con 8 pagos de amortización semestrales consecutivos que comienzan en el año 2011, pagando un cupón anual de 2%.

La respuesta de los mercados fue sumamente positiva. La emisión de mayo tuvo una so-

Gráfico 4
Evolución de la Deuda Pública
En millones de US\$



(*) Cifras preliminares. No hace referencia a aquellos bonos elegibles no presentados en el canje.

breoferta de algo más del doble de lo licitado por el Gobierno Nacional. Como consecuencia, el precio de corte fue de un 79% del valor nominal, lo que implica una tasa promedio anualizada de 6,5% en términos reales, a pagar por un financiamiento de casi 800 millones de pesos. Las licitaciones de julio resultaron todavía más exitosas, y debido al excedente de ofertas privadas, el Gobierno debió aceptar en promedio apenas el 15% de las mismas. Ambos títulos se colocaron aproximadamente al 85% del valor nominal, lo que implicó que el Gobierno recibió más de 1.700 millones de pesos por ambas licitaciones, y deberá pagar por esta suma un interés real de aproximadamente el 5,5%.

Sin embargo, debe reconocerse que la buena respuesta observada en estas tres licitaciones se debió a que, además de la renovada confianza en el cumplimiento de las nuevas obligaciones en el marco de un programa financiero que reduce la deuda pública neta, los rendimientos nominales habían resultado exageradamente elevados, como consecuencia de la transitoria aceleración inflacionaria del primer semestre del año. En un contexto de tipo de cambio estable, estas ganancias extraordinarias pueden incentivar ingresos de fondos desde el exterior, proceso que se exagera por el hecho de que este tipo de entradas de capital están exentas de realizar el depósito de encaje no remunerado dispuesto en junio por el Gobierno. Las altas tasas de interés en pesos, por tanto, al incentivar nuevos ingresos de capitales determinan una mayor presión sobre la oferta monetaria. Si el BCRA se viera obligado a compensar este nuevo circulante con operaciones de esterilización, esto podría repercutir en el mercado con una nueva suba de tasas, que incentivarían nuevos ingresos de capital.

A fin de poner un límite a esta dinámica inconsistente de aumento de tasas de interés y entrada de capitales, el Gobierno ha decidido suspender transitoriamente las emisiones en pesos. En julio, se realizó la primera emisión de BODEN 2012 por US\$ 1.000 millones. Este bono en dólares, que amortiza en 8 pagos anuales, incluye un cupón que paga una tasa LIBOR + 2%. Las ofertas triplicaron el valor nominal emitido por el gobierno, lo que redundó en una tasa de retorno nominal promedio de alrededor de un 8%, lo que implica un costo fiscal sensiblemente más bajo respecto de las emisiones en pesos anteriores.

Sector externo: se consolida el crecimiento de las exportaciones

En lo que hace al sector externo, la balanza comercial mostró durante el primer semestre de 2005 un superávit de casi 5.500 millones de dólares, algo menor al observado durante el mismo período de 2004 (6.600 millones). Parte de este menor superávit observado se debe a que las importaciones siguen creciendo (23,8% i.a. comparando ambos semestres), aunque a un ritmo menor al que exhibieron durante 2003 y 2004 (62% y 54% respectivamente). Sin embargo, debe destacarse especialmente el comportamiento de las exportaciones, que desde el último trimestre de 2004 han mostrado un nuevo ascenso de 13,5% pese a una caída en los precios internacionales.

A nivel de la cuenta corriente, sin embargo, el superávit comercial ha sido compensado totalmente, por lo que el saldo de la balanza corriente durante el primer trimestre resultó nulo. Esto se debe, por un lado, a que las utilidades remitidas al exterior siguen mostrando un crecimiento asociado a la mejora de la actividad económica y de la rentabilidad privada. Por el otro, la cuenta intereses todavía registra las operaciones financieras del sector público a partir de la deuda no reestructurada, por lo que la cuenta corriente incluye el pago de intereses “devengados” (aunque no pagados efectivamente) del sector público antes de la reestructuración. Sin contar estos pagos, la cuenta corriente “caja” habría mostrado durante el primer trimestre un saldo positivo de 1.350 millones de dólares, alrededor de 3,5 puntos del PIB. Asimismo, debe notarse que a partir del segundo trimestre del año, y dado que el país ha normalizado el pago de sus obligaciones externas, la cuenta corriente “devengada” y “caja” serán coincidentes.

Para lo que queda del año, se prevé que continúe el buen comportamiento de las exportaciones, y se espera que resulten algo mayores a 38.000 millones de dólares para el total del año, un 11% mayores a las de 2004. Las importaciones, cuya tasa de crecimiento se moderó durante el primer trimestre del año pero se volvió a acelerar durante el segundo, exhibirían un ritmo de crecimiento promedio sustancialmente menor al del año pasado (27% i.a.), de modo que para 2005 se espera rondan los 27.000 millones de dólares. De este modo, el superávit comercial estimado para el año rondaría los 11.000 millones de dólares, aproximadamente un 6% del PIB.

Dentro de la balanza comercial, sobresale el notable crecimiento operado en las exportaciones, que en el primer semestre de 2005 alcanzaron tasas de crecimiento del 18% interanual promedio en cantidades, un hecho que no se producía desde hace 10 años.

El crecimiento sostenido de las exportaciones tiene importantes implicancias desde el punto de vista de la sostenibilidad macroeconómica. A este respecto, debe notarse que, de las variables que componen la demanda agregada, las exportaciones

suelen ser la de menor correlación con el ciclo económico (ver Gráfico 5). Este comportamiento de las exportaciones argentinas se verifica aún cuando el país enfrenta precios sumamente volátiles para sus productos primarios, que dan cuenta de alrededor de un 20% de sus exportaciones totales.

Una probable interpretación parcial de esta baja relación con el ciclo de las exportaciones estriba seguramente en la limitada posibilidad de sustitución de la producción agropecuaria por producción de bienes con destino al mercado interno ante una eventual caída de precios internacionales. Evidentemente, una baja en los precios internacionales no impacta sustancialmente sobre el nivel de exportaciones primarias, lo que sugiere que este tipo de *shocks* no tienen a su vez una repercusión decisiva sobre la actividad económica en general.

Para el resto de las ventas externas, es posible que la baja correlación con el ciclo tenga que ver con que, una vez "ganados" los mercados, los productores argentinos logran sostener los mismos más allá de lo que ocurra con el nivel de actividad económica interna. Así, en la medida que las exportaciones cobran una mayor participación en la economía, la baja correlación de las mismas con el ciclo parece contribuir a una reducción de la volatilidad agregada.

A este efecto debe sumarse el hecho de que las ventas argentinas al exterior están mostrando una tendencia hacia la diversificación, tanto en lo que hace a su valor agregado como a los destinos finales de las exportaciones. Durante el primer semestre, las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) registraron un incremento de 12% i.a. en sus cantidades vendidas. Las MOI ya representan el 30% de las ventas externas del país. En cuanto a la mayor multiplicidad de destinos, del aumento de casi 1.000 millones de dólares de las exportaciones interanuales del semestre, casi el 40% representa un aumento de las ventas a destinos "no tradicionales" (esto es, los países no incluidos en América del Sur, Nafta y la Unión Europea). Esta dinámica de creciente diversificación de las exportaciones en un contexto en el cual los precios internacionales han tenido un influencia menor, favorece la hipótesis de que la recuperación de las mismas no ha sido consecuencia únicamente del excelente desempeño de crecimiento de América Latina, sino además de una consolidación de las expectativas de mediano plazo empresariales, que han encarado la explotación de nuevos negocios y mercados en un entorno macroeconómico que ha contribuido a conformar un horizonte mucho más previsible para la actividad privada.

La inflación durante la primera mitad del año

Luego de un primer trimestre donde los precios mostraron cierta aceleración como consecuencia de un conjunto de factores puntuales (ver Informe Económico anterior), durante los meses de abril y mayo éstos registraron una clara disminución en su ritmo de crecimiento. Sin embargo, el reciente mes de junio volvió a mostrar una suba de 0,9% mensual, y se espera que el mes de julio traiga aparejado un aumento de precios de una magnitud similar. En el semestre, los precios crecieron un 6,1% acumulado, lo que en términos anualizados representa un 12,6%. Mientras tanto, la variación del IPC Resto, que aproxima la tendencia inflacionaria, ha exhibido un alza hasta junio de 7,2%, mayor a la del propio IPC. En términos de incidencias relativas, el IPC Resto contribuyó en un 85% al aumento del IPC general, mientras que los componentes estacionales y regulados aporta-

Gráfico 5

PIB y sus componentes

Datos sin estacionalidad, en millones de pesos a precios de 1993

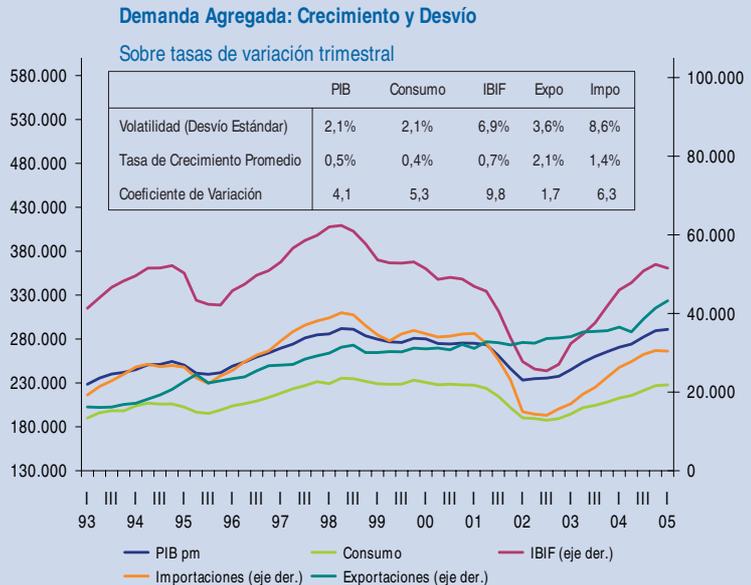
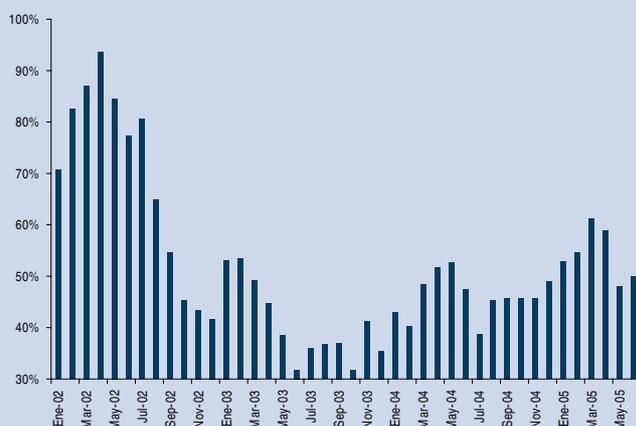


Gráfico 6

Difusión de aumentos

% de variedades de "Resto IPC" con aumentos mayores a 0,4%



ron un 5% y un 10% respectivamente.

Dado que el IPC Resto suele utilizarse como una *proxy* de la inflación subyacente, estos resultados podrían dar la impresión de que la aceleración reciente de la inflación es de naturaleza permanente. Sin embargo, y tal como se explica más abajo, dentro del IPC Resto se está verificando un proceso de ajuste de precios relativos de naturaleza transitoria, a lo que se suman subas puntuales en los precios de algunos alimentos cuyas ventas externas han aumentado sustancialmente, y una mayor presión de costos en algunos sectores, consecuencia del aumento de tarifas mayoristas de servicios públicos y de un proceso de alzas salariales.

Este conjunto de procesos ha inducido desde enero de 2004 una creciente difusión de precios⁸. Se observa que pese a que este indicador se redujo parcialmente en los meses subsiguientes, persisten niveles que se asemejan a los más altos que se observaron durante 2004 (Gráfico 6).

Si bien el diagnóstico oficial considera que la suma de los procesos descriptos dan cuenta de un fenómeno esencialmente transitorio, tanto los indicadores de inflación tendencial (IPC Resto) como de difusión pueden haber afectado al alza las expectativas privadas, al enviar una supuesta señal de una aceleración de precios que tienda a perpetuarse. Es por eso que el gobierno está tomando decisiones a fin de impedir que el proceso redunde en un alza de las expectativas de inflación, tornando así permanente un desarrollo que tiene en lo esencial características transitorias. Hoy es una prioridad del Gobierno asegurar que las tasas de inflación que exhiba la economía argentina en los próximos meses se ubiquen dentro de las pautas presupuestarias (8% a 10,5% anual), a fin de evitar que los aumentos recientes desarrollen una inercia propia sobre el proceso inflacionario, que obligue a una corrección posterior más costosa.

La explicación que justifica la ausencia de un fenómeno de inflación subyacente de naturaleza permanente proviene del análisis de los "fundamentals": la economía argentina presenta hoy un conjunto de equilibrios macroeconómicos sólidos y duraderos. En particular, el superávit fiscal predominante y el superávit externo proveen "anclas" consistentes, cuya función es mantener bajo control los impulsos fundamentales de la inflación.

Conviene repasar con cierto detenimiento los procesos que han contribuido a la dinámica de los precios durante el primer semestre. En primer lugar, está en marcha un proceso de reacomodamiento paulatino, aunque desperejo, de algunos precios relativos. En particular, desde diciembre de 2004 se viene observando, por un lado, una recuperación de los precios de los servicios en relación a los bienes y, por el otro, un proceso de recomposición de márgenes minoristas. El Gráfico 7 muestra la evolución del precio relativo de los servicios versus los bienes. Se observa la fuerte caída provocada por el cambio de régimen, que redujo la relación en un 35% hacia principios de 2003. A partir de allí, se percibe una recuperación paulatina de los precios de los servicios por sobre los de los bienes, más marcada cuando se observa la relación entre servicios y bienes correspondientes al componente IPC Resto.

El Gráfico 8, mientras tanto, muestra un proceso similar para la relación entre los precios de los bienes en el segmento minorista y el precio mayorista de los mismos, aproximados por el IPIM manufacturero. Tras una continua caída desde la devaluación de 2002, que alcanzó su mínimo a fines de 2004, esta *proxy* de los márgenes ha comenzado su recuperación desde principios de 2005.

Debe aclararse, no obstante, que si bien estos ajustes están en pleno desarrollo, el hecho de que se produzca una re-

8 En este caso particular, la difusión se mide como la cantidad de variedades del IPC Resto que mostraron un aumento mayor al 0,4%. El umbral de 0,4% mensual es compatible con una tasa de inflación anual moderada, de alrededor de 5%.

cuperación de ciertos precios rezagados no implica en modo alguno que esta recomposición conduzca a una estructura de precios semejante a la que rigió durante la Convertibilidad. De hecho, el nuevo contexto macroeconómico permitirá a la economía converger a una estructura de precios relativos que favorece (aunque seguramente en una proporción algo más moderada que en la actualidad), a los sectores transables.

La lógica de los ajustes de precios relativos en el contexto actual puede ser entendida de la siguiente manera. Por un lado, en la medida que el proceso de crecimiento se generaliza y comienza a derramar sus beneficios a todos los sectores de la economía, es razonable esperar una recomposición de los precios tanto de los no transables como del margen minorista.

En segundo término, la notoria inflexibilidad a la baja nominal de precios que exhibe históricamente la economía argentina, en un contexto en el que el gasto privado continúa su expansión, provoca que los ajustes de precios relativos se lleven a cabo mediante una suba de precios en aquellos sectores más "retrasados", y no mediante una deflación de los precios "adelantados". Más allá de las consideraciones estructurales que puedan citarse como causales de este comportamiento,

es evidente que el aumento sostenido de la demanda agregada que la economía viene experimentando desde hace casi tres años contribuye decisivamente a que se lleve a cabo una dinámica de ajuste de precios relativos privilegiando las alzas a las bajas.

Tercero, es importante destacar que durante el primer semestre estos ajustes se han llevado a cabo de manera desparramada, es decir, con saltos discretos (subas puntuales) de algunos rubros en meses determinados, y de rubros de distintos servicios en otros meses. Durante enero, por ejemplo, se produjo una recomposición del precio de algunos servicios regulados (taxis principalmente), y se percibió también un aumento de ciertos servicios estacionales aún por encima del típico patrón de estacionalidad (caso turismo). Luego, fueron los servicios para la salud (prepagas) los que mostraron efectos no menores sobre los índices de enero, febrero y marzo. Los servicios educativos, mientras tanto, tuvieron ajustes durante los meses de marzo y abril. En mayo fue "el turno" de los efectos del plan de ahorro de energía eléctrica (PUREE), cuyo aumento, si bien está relacionado con la evolución del consumo de los usuarios, tuvo un impacto pleno sobre el nivel general debido a las características de cálculo

Gráfico 7
Precio Relativo Servicios/Bienes
Dic.2001 = 100

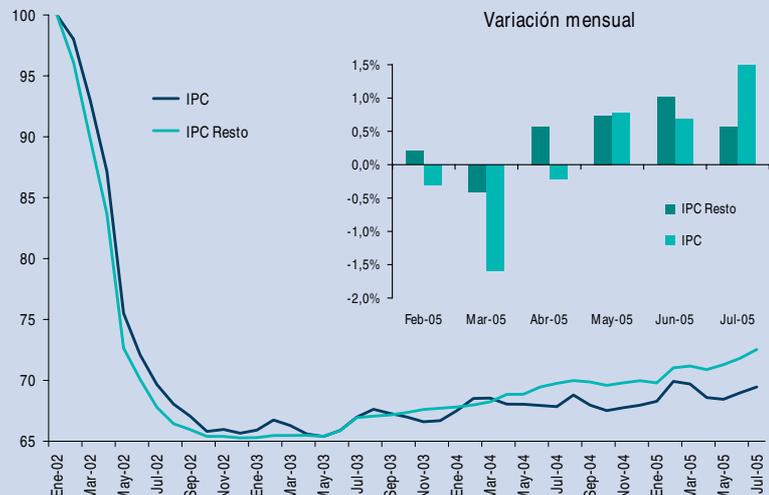


Gráfico 8
Proxy Márgenes Minoristas
IPIC/IPIM Manufacturas - Dic.2001 = 100



del índice⁽⁹⁾. Durante junio tuvieron un impacto importante los servicios relacionados con el mantenimiento del hogar, tanto por los aumentos derivados de los gastos comunes de la vivienda (expensas), como por el efecto arrastre del PUREE.

Un segundo aspecto del proceso inflacionario actual tiene que ver con el aumento de costos. Se observa que, pese al nivel de desempleo todavía elevado, algunos segmentos del mercado de trabajo enfrentan excesos de demanda debido a algunas restricciones observadas en la oferta de ciertas capacitaciones laborales específicas. En este sentido, y si bien durante la primera etapa de recuperación y consolidación macroeconómica el Gobierno instrumentó un conjunto de iniciativas de política destinadas a recuperar el ingreso de aquellos sectores de la población de menores recursos, a partir de la etapa iniciada en 2005, el gobierno ha propiciado para la recuperación salarial la negociación descentralizada con el arbitraje del Estado. Esta instancia institucional de resolución de conflictos había sido virtualmente desactivada durante la Convertibilidad, y no fue practicable *de facto* durante la severa crisis que acompañó al estallido de la misma y sus secuelas, debido al extremo estado de indefensión del poder de negociación de los trabajadores. Desde 2005, en general, las negociaciones paritarias han contribuido sustancialmente a encauzar con éxito la puja distributiva, logrando que los ajustes de salarios se produzcan, en cada sector, en línea con los aumentos de productividad y/o la rentabilidad de cada uno de ellos. No obstante, el mayor poder de negociación por parte de los trabajadores de algunos sectores ha contribuido durante los últimos meses a algunos aumentos de costos no asociados plenamente con la evolución de la productividad y rentabilidad, lo que implicó que finalmente éstos fueran trasladados a precios.

Por otro lado, el Gobierno no considera razonable la estrategia de indexación generalizada de salarios, ya que, como lo muestran episodios pasados de la propia historia económica de la Argentina, se corre el riesgo de que los empresarios, persiguiendo la recuperación de un margen de ganancia o *mark up* deseado, trasladen a precios esos aumentos, lo que podría desembocar en la aceleración de la tasa de inflación, lo que finalmente terminaría por perjudicar aún más el poder de compra de los asalariados. Por el contrario, se enfatiza que los aumentos salariales estén en línea con las mejoras en la productividad y con la evolución de la rentabilidad de cada sector. En este sentido, y ante lo sucedido con los recientes aumentos de precios, se vuelve necesario monitorear los acuerdos salariales alcanzados para evitar que eventuales aumentos de costos se vean reflejados en una inflación creciente.

Además de algunos aumentos salariales, hay sectores que han enfrentado ciertos aumentos de costos derivados del alza observada en el precio de sus insumos. Entre estos aumentos, deben citarse especialmente ajustes de tarifas ocurridos a nivel mayorista, que contribuyeron a comprimir los márgenes en algunos sectores puntuales. En un contexto de continuo crecimiento de la demanda agregada y una mayor utilización de la capacidad utilizada en ciertos sectores puntuales, se produjo una traslación de parte de estos incrementos al precio final, permitiendo así una recuperación de márgenes.

El tercer aspecto a destacar de la aceleración inflacionaria reciente es que durante el primer trimestre del año se han detectado un conjunto de causas puntuales de alzas en los precios de los bienes relacionadas con un aumento del grado de transabilidad de algunos de ellos, principalmente carnes y lácteos. A este respecto, los acuerdos de precios implementados por el Gobierno con estos sectores a partir de marzo, mientras estuvieron vigentes, no sólo han tenido éxito en evitar que las nuevas oportunidades de exportación afectaran el poder adquisitivo de los consumidores, sino que además lograron interrumpir eventuales "efectos de segunda vuelta" que estos aumentos podrían haber tenido sobre las expectativas.

Teniendo en cuenta que no hay fundamentos para que la tasa de inflación de 2005 resulte más elevada que la pauta por el Gobierno, se continuará llevando adelante una política económica prudente, que preserve los equilibrios macroeconómicos fiscal y externo, de manera que éstos actúen como anclas efectivas de las expectativas de precios. En sintonía con estas políticas, el BCRA continúa con una política monetaria prudente, que busca combinar una política contracíclica de acumulación de reservas internacionales, con una creación monetaria en línea con las pautas presentes en el programa monetario, a fin de no convalidar eventuales aumentos en las expectativas de inflación.

En este sentido, el rol de la política económica como proveedor de señales que forman expectativas sobre el sector privado no debe ser soslayado. Por el lado de la política fiscal, el desempeño de las cuentas públicas y el estricto cumplimiento de su restricción presupuestaria intertemporal anclan las expectativas de precios de largo plazo. Pero además, el alto grado de superávit fiscal opera actualmente como contrapeso del aumento reciente del gasto privado. La actual política fiscal contracíclica, por tanto, contribuye decisivamente a la formación de expectativas favorables sobre la evolución de los precios en el mediano plazo, pero además, afecta de hecho la evolución del gasto agregado, moderando su crecimiento a niveles consistentes con el crecimiento estable.

(9) En particular, por construcción del índice de Laspeyres, el "consumidor representativo" del IPC mantiene una canasta de consumo fija, por lo que un régimen que "castiga" al usuario que no ha reducido su consumo con un aumento de precios necesariamente termina impactando sobre el índice. Por tanto, la incidencia en el segundo trimestre de este aumento resultó ser de 0,28 pp, sobre un total de 2 pp que creció el nivel general en ese período.

En cuanto a las políticas de precios sectoriales, y con el objeto de prevenir una eventual caída del poder de compra en un conjunto de alimentos de la canasta familiar básica que afectaría especialmente a los sectores de menores ingresos, el Gobierno continuará monitoreando la evolución de algunos precios. En este marco el Ministerio de Economía, ante la denuncia del acuerdo respectivo por parte de los industriales del sector lácteo, dictó una resolución por la cual se incrementaron en 10 pp los derechos de exportación sobre los productos lácteos, a excepción de los quesos, sobre los que se aplicó una suba menor, de 5 pp.

El Trilemma de la Política Económica y el Control de Capitales

La economía argentina está entrando en una fase decisiva de consolidación de su evolución macroeconómica. La estabilidad macroeconómica se ha alcanzado gracias a un conjunto de políticas económicas consistentes con la evolución de largo plazo, que permiten proveer un marco sustentable de las variables macro principales. Pero una vez lograda, esta estabilidad debe mantenerse en el tiempo, procurando anticipar futuros riesgos a fin de poder lidiar adecuadamente con ellos cuando sea necesario. Uno de esos riesgos potenciales tiene que ver con la dinámica particular que la cuenta financiera del balance de pagos pueda experimentar en los próximos años.

Durante los años 2003 y 2004, Argentina experimentó una creciente recuperación de la confianza interna y externa, lo cual se vio reflejado principalmente en la cuenta financiera del balance de pagos, en particular en la del sector privado no financiero. Tal como se ve en el Gráfico 9, la sistemática fuga de capitales entre 1998 y 2002 fue menguando a partir de 2003, para transformarse en la actualidad en una entrada de capitales neta. La recuperación del crecimiento y el empleo, la consolidación de un marco macroeconómico sustentable y la exitosa reestructuración de la deuda pública han sido las causas principales de este cambio de tendencia. En un contexto de elevado superávit de cuenta corriente, la detención de la fuga de capitales ha dado lugar a un marcado exceso de oferta en el mercado de cambios. A la tradicional estacionalidad del superávit de comercio en el segundo trimestre del año se sumaron un sensible aumento de la liquidación efectiva de exportaciones y menores pagos de importaciones como consecuencia de expectativas de apreciación cambiaria firmemente establecidas en el mercado. De hecho, el superávit por mercancías del mercado único y libre de cambios muestra en los primeros siete meses del año un resultado que superó en alrededor de US\$ 2.000 millones el saldo comercial favorable devengado en ese mismo período⁽¹⁰⁾.

Mientras que los problemas que induce un “círculo vicioso” de fuga de capitales son conocidos y evidentes, las aparentes ventajas que podría producir un “círculo virtuoso” de fuertes ingresos de capital especulativo de corto plazo deben ser también cuidadosamente examinadas, puesto que éstos pueden contribuir a un incremento sensible de la volatilidad macroeconómica y a minar los pilares fundamentales en que se apoya el actual esquema de política económica (vgr. la vigencia de una paridad cambiaria realista y competitiva y la recuperación de equilibrios macroeconómicos básicos en los planos externo y fiscal).

A diferencia de lo que suele ocurrir en el mercado de cualquier bien o servicio, la dinámica de comportamiento del mercado de determinados activos financieros como el tipo de cambio presenta en ocasiones características de funcionamiento “atípicas”. Ello es así toda vez que la conducta de oferentes y demandantes en dicho mercado está afectada no

Gráfico 9
Salida de capitales y Resultado MULC Privado
En millones de US\$



(10) Esta brecha alcanza a más de US\$ 4.500 millones si sólo se consideran los embarques de mercancías sujetos a obligación de ingreso según la normativa que rige el funcionamiento del mercado de cambios.

sólo por sus determinantes usuales sino, también, por las expectativas prevalecientes respecto del precio futuro de dicho activo. Así, si en las condiciones normales de funcionamiento del mercado de determinado producto una baja de su precio tiende a “cerrar” un eventual exceso de oferta, las expectativas acerca del precio futuro de un activo financiero puede dar lugar a burbujas, esto es, situaciones en las cuales la baja del precio del activo tiende a amplificar, en lugar de reducir, el exceso de oferta en dicho mercado, o a la inversa.

En particular, flujos de ingreso de capitales especulativos de corto plazo persistentes pueden inducir un proceso sostenido de apreciación cambiaria, alimentado por las propias expectativas de comportamiento del precio futuro del activo (cuyas “profecías” terminan por autoconfirmarse). Otra consecuencia cambiaria de la excesiva dependencia de los flujos de capital es que la volatilidad de los mismos puede inducir un aumento excesivo de la inestabilidad cambiaria, erosionando las señales de precios relativos e induciendo, por tanto, una mayor incertidumbre macroeconómica con consecuencias dañinas sobre el crecimiento. Un segundo problema potencial es que una entrada pronunciada de divisas financieras de corto plazo puede ser una fuente de expansión “espasmódica” de los agregados monetarios, incompatible con los objetivos de la política monetaria, lo que eventualmente podría contribuir a erosionar el contexto de estabilidad de precios.

Lo señalado en los párrafos anteriores es, en cierto modo, una manifestación del conocido *trilemma* de imposibilidad de la política económica en una economía abierta; vale decir, la dificultad para conciliar el intento de preservar el tipo de cambio en un nivel competitivo y estable en el mediano plazo; un cierto margen de autonomía de la política monetaria para controlar el comportamiento de los agregados monetarios; y simultáneamente, tener una economía plenamente integrada desde el punto de vista financiero a los mercados internacionales. Así como en un dilema se puede elegir sólo una opción entre dos disyuntivas, este *trilemma* indica que no es posible satisfacer los tres objetivos de manera simultánea.

Si bien la restricción que plantea el *trilemma* es de algún modo inevitable, esto no significa que el curso de la política económica se vea continuamente afectada por la misma. De hecho, el *trilemma* se presenta cuando alguna de las variables involucradas presenta un comportamiento incompatible con los objetivos propuestos para las otras dos. Por eso, en la medida que la magnitud de los ingresos de capitales sean consistentes con los objetivos de política monetaria y cambiaria, el *trilemma* no será operativo.

Para ilustrar el punto puede pensarse en tres configuraciones macroeconómicas (o regímenes de política económica) alternativas. Una de ellas consiste en sostener un tipo de cambio fijo con libre movilidad de capitales, de modo que la política monetaria se transforme en la variable “endógena”, esto es, no sujeta al manejo de las autoridades. Este esquema, tal como lo prueba la experiencia argentina en los años de la Convertibilidad, es potencialmente peligroso, ya que (particularmente en las condiciones de funcionamiento de las economías emergentes) puede dar lugar a la generación de tendencias no sostenibles de la cuenta corriente y el endeudamiento que finalmente conducen a severas crisis financieras.

Una segunda posibilidad consiste en un régimen en el cual se mantenga una política monetaria autónoma con libre movimiento de capitales. En este caso, es inevitable la libre flotación cambiaria. Este diseño de política es típicamente utilizado en algunas economías desarrolladas como Estados Unidos o Japón. En estos países, la volatilidad cambiaria se justifica porque las fluctuaciones de la paridad suelen ser moderadas y no están sujetas a “ataques especulativos”, dado el grado de profundización de sus mercados financieros y el elevado margen de maniobra con que cuentan las autoridades para efectuar, en caso de ser necesario, intervenciones estabilizadoras. Así, el tipo de cambio libre suele reflejar, en plazos razonables, las tendencias fundamentales inherentes a cada economía. En los países en desarrollo, en cambio, un régimen de flotación limpia como el descrito resultaría extremadamente riesgoso, puesto que en una economía pequeña el tipo de cambio fluctuaría no sólo por razones fundamentales sino además al compás de la volatilidad de los flujos de capital de corto plazo y las cambiantes opiniones de los inversores internacionales en el contexto de mercados financieros poco profundos y desarrollados.

Una tercera configuración posible consistiría en un régimen caracterizado por la existencia de un tipo de cambio fijo que, al mismo tiempo, conservara la autonomía plena de su política monetaria. Un esquema de esta naturaleza (similar al vigente en la economía internacional del período de posguerra post Bretton Woods) sólo es posible en un contexto de baja movilidad internacional de capitales. Este esquema de “autarquía” financiera plena no sólo implica desaprovechar oportunidades de financiamiento de largo plazo, sino que además, en última instancia, no es realista ni asequible en un mundo globalizado y con una integración financiera creciente.

El esquema elegido por las autoridades argentinas es el de una integración financiera paulatina y sostenible con el resto del mundo, una flotación cambiaria administrada y un control razonable sobre el manejo de la política monetaria. Durante la primera fase de recuperación posterior a la crisis, la continuidad de un cierto flujo de salida neta de fondos de la economía local impidió que el elevado

superávit de cuenta corriente se tradujera en un exceso de oferta marcado en el mercado de cambios. De este modo, fue posible para las autoridades conciliar el objetivo de preservar una paridad cambiaria competitiva y estable (generando fuertes incentivos a la recuperación de la producción interna y el empleo) con un manejo prudente de los agregados monetarios que preservara el entorno de baja inflación y atendiera, al mismo tiempo, la recomposición de la demanda de dinero que acompañó al crecimiento inicial de la actividad.

Sin embargo, una vez consolidado el proceso de crecimiento y finalizado en forma exitosa el proceso de reestructuración de la deuda pública, el exceso de oferta prevaleciente en el mercado de cambios tendió a ampliarse como consecuencia de la reversión del proceso de fuga de capitales y el incipiente ingreso de flujos especulativos de corto plazo a la economía local. La creciente normalización de las relaciones financieras con el exterior y la acentuación del exceso de oferta en el mercado de cambios dieron lugar, entonces, a una definida tendencia declinante en el valor del tipo de cambio y plantearon la posibilidad de que se instalaran firmes expectativas (no necesariamente fundadas) de apreciación cambiaria que podrían potencialmente inducir renovados ingresos de capitales de corto plazo que reforzaran y autovalidaran dichas expectativas.

La firme decisión de evitar que se reprodujeran condiciones típicas de la década pasada favorables al ingreso de fondos externos de carácter especulativo a la economía local que pudieran erosionar la competitividad de la producción doméstica o, alternativamente, comprometer el control sobre los agregados monetarios por parte del BCRA, llevó a las autoridades a perfeccionar el control vigente al ingreso de capitales de corto plazo.

Por un lado, en mayo de este año se decidió una extensión del plazo de permanencia de fondos externos ingresados a la economía local de 180 a 365 días. Posteriormente, a inicios de junio, a través del Decreto 616/05 del PEN se decidió reforzar estas restricciones administrativas con controles de tipo indirecto (basados en mecanismos de mercado) imponiendo la constitución de un depósito no remunerado del 30% por un año de plazo sobre varios flujos de capital de corto plazo, básicamente deudas financieras externas de corto plazo del sector privado e inversiones de portafolio de no residentes. Explícitamente se exceptuó de los controles a los flujos de IED, al financiamiento del comercio exterior y a las emisiones primarias de deuda del gobierno y de acciones y títulos de deuda del sector privado con oferta pública y cotización en los mercados de valores, y se facultó al Ministerio de Economía y Producción para ampliar o modificar el alcance de los controles en función del monitoreo del mercado de cambios y su impacto en las condiciones macroeconómicas. Ello condujo al dictado de la Resolución 365/05 que precisó el alcance de los controles, exceptuando a los financiamientos provenientes de fuentes oficiales o multilaterales y los préstamos financieros de largo plazo, al tiempo que se sujetó a encaje a las repatriaciones de residentes por montos superiores a los US\$ 2 millones mensuales y a las emisiones primarias de instrumentos de regulación monetaria del BCRA.

Nuestro país no ha sido original en la instauración de este tipo de medidas. Existen experiencias de controles a la entrada de capital, siendo los ejemplos más cercanos los de Chile y Colombia en los años noventa, países que lograron enfrentar razonablemente las tendencias a la apreciación cambiaria real, y fundamentalmente extender el perfil temporal de sus obligaciones con el exterior.

La experiencia de los años noventa ha mostrado que el mercado internacional de capitales presenta una marcada volatilidad y un acentuado carácter procíclico. En determinadas coyunturas macroeconómicas ha sido común observar que fuertes ingresos de capitales especulativos pueden generar una fase de euforia, el surgimiento de mercados desequilibrados macroeconómicos y financieros y una tendencia no sostenible de incremento de la deuda que, en algún punto, y frente a determinados eventos que coordinan un cambio súbito en la opinión de los inversores (motivado en muchos casos por la percepción de una fragilidad financiera creciente), dé lugar a una reversión de la dirección de los flujos y a una fase de aceleradas salidas de fondos. El resultado del proceso es generalmente un comportamiento errático de las variables agregadas que culmina usualmente en profundas crisis cambiarias, financieras y/o fiscales.

En este sentido, vale la pena enfatizar que los controles a la entrada de capital no tienen como único objetivo lidiar con el “*trilemma*” (esto es, con las presiones sobre la competitividad o la cantidad de dinero), sino que además, en el marco de un modelo que pondera la sostenibilidad y la reducción de la volatilidad característica del ciclo económico local, se procura desincentivar conductas que generen un elevado riesgo sistémico. En suma, este puede ser un instrumento muy provechoso para evitar sobre-reacciones ante eventuales *shocks* negativos que pueda enfrentar la economía en el futuro.

Situación internacional y posibles factores de riesgo

El conjunto de las acciones de la política económica ha estado encaminado a reducir en forma sistemática la vulnerabilidad de la economía local a cambios adversos en el escenario global. Cabe señalar, sin embargo, que por el momento y pese a alguna

alteración en el balance de los *factores* de riesgo presentes en el escenario de la economía mundial, el contexto internacional sigue siendo propicio para el desempeño de la economía argentina. En efecto, pese a la evidencia desde mediados del año pasado de algunos signos de desaceleración del ritmo de crecimiento del PIB global, la mayoría de los pronósticos indica que la economía mundial continuará creciendo durante el próximo período a tasas elevadas, por encima del promedio de las últimas décadas. Por otra parte, pese a la suba experimentada por el precio del petróleo en los mercados internacionales y su impacto en los índices de precios *headline* de la mayoría de las economías desarrolladas, las expectativas de inflación han permanecido relativamente contenidas, merced en buena medida a la firme reputación en materia antiinflacionaria construida por los principales bancos centrales en las últimas décadas. En este sentido, la expectativa de una acentuación marcada del ciclo de incremento en curso de la tasa de “corto” de la FED ha tendido a reducirse y, por esa misma razón, se espera que, de no profundizarse la tendencia alcista del crudo, el impacto negativo sobre el crecimiento mundial de la suba del petróleo sea más bien moderado. Se anticipa, asimismo, que los precios del resto de las *commodities* se mantengan en niveles similares a los actuales, luego de la recuperación que experimentarían en los últimos meses. Por último, aunque a un ritmo menos pronunciado que durante el año pasado, los flujos de capitales dirigidos a las economías emergentes continuarían exhibiendo una tendencia positiva, en el marco de primas de riesgo soberano que se sitúan cerca de los mínimos alcanzados a mediados de la década del noventa.

Del lado de los *factores* de riesgo negativo que pueden impactar en forma directa sobre la economía argentina a través de una eventual desaceleración de sus ventas externas, se anota la probable reducción del ritmo de crecimiento de la economía brasileña, afectada por las recientes denuncias de corrupción política y un contexto de elevadas tasas reales de interés. Asimismo, pese al panorama relativamente benigno que presenta la coyuntura internacional inmediata, no debe soslayarse que la economía mundial exhibe todavía importantes desbalances (marcados desequilibrios de cuenta corriente y de las cuentas públicas en EEUU, excesiva dependencia del crecimiento global del desempeño de la economía estadounidense y, crecientemente, de China, recurrencia de ciclos de crédito en los mercados de activos financieros y reales que pueden conducir a correcciones bruscas de sus precios) que han tendido a persistir y acentuarse en la última etapa. Una corrección brusca de estos desequilibrios (vgr. una depreciación abrupta de la cotización del dólar en los mercados internacionales de divisas motivada por el menor apetito de los inversores u otros bancos centrales por financiar el desbalance externo de la economía de EEUU o, por caso, una recomposición súbita de la tasa de ahorro de los hogares estadounidenses) es uno de los principales *factores* de incertidumbre en el escenario internacional y podría desencadenar eventuales tendencias depresivas sobre la economía mundial, de no mediar acciones coordinadas y concertadas entre los hacedores de política de las principales economías. En este sentido, la reciente decisión de las autoridades chinas de permitir una leve apreciación del yuan (migrando hacia un régimen de flotación administrada contra una cesta de monedas del tipo de cambio) es una señal que tiende a reducir algunas tensiones, aunque la limitada magnitud del movimiento es juzgada por varios analistas como insuficiente y la simultánea tendencia a cierta desaceleración del ritmo de crecimiento del gigante asiático podría redoblar las presiones, especialmente de EEUU, por una apreciación mayor. Por otra parte, la principal economía del planeta acumula desequilibrios de propio cuño que deberá ir corrigiendo de manera gradual a fin de garantizar un tránsito ordenado de la economía mundial hacia una trayectoria de crecimiento sostenible.

Panorama Internacional

- Pese a los signos de desaceleración del ritmo de crecimiento del PIB global, la mayoría de los pronósticos indica que la economía mundial crecerá durante el próximo período a tasas por encima del promedio de las últimas décadas.
- El PIB de Estados Unidos aumentó 3,8% anual en el primer trimestre de 2005, al igual que en el cuarto trimestre de 2004. La Reserva Federal volvió a subir la tasa de interés de corto plazo, al punto que se tornó positiva frente al IPC por primera vez en más de dos años. Durante el primer semestre de 2005 el dólar recuperó parcialmente posiciones frente al euro en el mercado internacional de divisas.
- En el primer trimestre de 2005 se desaceleró el crecimiento económico de Brasil, pero el período abril-junio fue alentador en materia industrial, de empleo e inversiones. El Banco Central de Brasil ha incrementado el tipo de interés de referencia hasta un 19,75% anual. La apreciación del real frente al dólar y las subas de la tasa de interés, provocaron en mayo una baja de la inflación, mientras que en junio se produjo una ligera deflación.
- Luego de la recuperación que experimentaran durante los últimos meses, se espera que los precios de las commodities que exporta mayormente la Argentina se mantengan en niveles similares a los actuales.

Introducción

De acuerdo con las estimaciones realizadas por el FMI en el Panorama de la Economía Mundial editado en el pasado mes de abril, la economía global presentará en 2005 y 2006 tasas de crecimiento del 4,3% y 4,4%, respectivamente. Si bien las mismas resultarán menores a la suba del 5,1% que se registró en 2004, son todavía superiores al promedio del período 1997-2004. Según pronostica este organismo internacional, las economías avanzadas crecerán 2,6% y 3% en cada uno de los próximos dos años, mientras que las economías emergentes harán lo propio en 6,3% y 6%, luego del 7,2% que crecieron en 2004.

1. Estados Unidos

La economía estadounidense viene mostrando cierta estabilidad en sus tasas de crecimiento. En el primer trimestre de 2005

su PIB aumentó 3,8% (tasa corregida por estacionalidad y anualizada), alcanzando la misma suba que había mostrado en el cuarto trimestre de 2004 y apenas unos 0,6 pp por debajo del crecimiento que mostró en todo ese año. Cabe recordar que la actividad económica finalizó 2004 con un crecimiento interanual estimado en 4,4%, alcanzando el mejor desempeño desde 1999 y superando el aumento promedio del 4,1% del período 1996-2000 (Gráfico 1).

Analizando la composición del crecimiento, se observa que en el primer trimestre de este año fue mayormente impulsado por el incremento de 6,6% de la inversión privada fija (variación trimestral anualizada) -la cual no obstante viene mostrando cierta desaceleración respecto de los trimestres previos- y, en menor medida, del consumo privado (3,6%). La demanda externa en cambio sigue aportando una contribución negativa, tendencia que se viene repitiendo en los últimos trimestres principalmente por la aceleración del ritmo de crecimiento de las importaciones, las cuales fueron fuertemente

estimuladas en los últimos años por los efectos expansivos de las políticas fiscal y monetaria sobre la demanda interna. Por su parte, el gasto del gobierno, que viene creciendo a tasas cada vez menores, mostró una evolución de apenas 0,2% en el primer trimestre de este año. Entre los factores que impidieron un mejor comportamiento de la economía estadounidense en el primer trimestre pueden citarse en primer lugar la elevación de las tasas de interés, factor que afectó principalmente a las ventas de bienes durables. En segundo lugar, el aumento de la inflación –provocada en gran parte por el alza de los derivados del petróleo- que redujo los ingresos reales de los trabajadores. Sin embargo, algunos factores recientes permiten ser más optimistas. Primero, las tasas de interés de largo plazo perdieron terreno a partir de abril, volviendo a los niveles prevaletentes a fines de febrero. Segundo, las ventas minoristas, luego de caer en enero, aumentaron a tasas crecientes entre febrero y abril.

En materia de ocupación, luego de tres años consecutivos de destrucción de puestos de trabajo, con una pérdida acumulada de aproximadamente 2,1 millones de empleos, el avance de la actividad económica en 2004 permitió revertir esta tendencia con la creación de casi 2,2 millones de nuevos puestos, a un ritmo mensual promedio de 181 mil empleos. En el año 2005 los datos de empleo fueron sorprendentes: el mercado de trabajo siguió

Gráfico 1
Estados Unidos. Tasa de crecimiento del PIB Real
Var. % anual



Cuadro 1
Contribución al crecimiento del PIB
En puntos porcentuales

	2002	2003	2004	I Qtr. 2005
PIB (Var % anual)	1,9	3,0	4,4	3,8
Consumo Privado	2,1	2,3	2,7	2,5
Inversión Privada	-0,4	0,7	2,0	1,8
Inver. y Cons. Público	0,8	0,5	0,4	0,0
Exportaciones Netas	-0,7	-0,4	-0,6	-0,6

con un crecimiento sostenido y en los primeros 6 meses del año se crearon aproximadamente 1,1 millones de puestos de trabajo, a un promedio mensual de 185 mil empleos. Por su parte, la tasa de desempleo cerró en el mes de junio en torno al 5%.

Si se considera la recesión que había tenido lugar en 1991, previa a la última de 2001, en aquella ocasión la creación de nuevos empleos en los tres años posteriores había sido de aproximadamente 7,8 millones. En cambio, tras la más reciente experiencia recesiva de 2001, en los tres años y medio subsiguientes se han creado sólo 2,2 millones de puestos en el mismo intervalo.

En la primera mitad de 2005 la inflación ha mostrado cierta desaceleración. Si bien el acumulado de 12 meses en abril había alcanzado al 3,5%, posteriormente los aumentos se moderaron. De esta forma, en Junio de 2005 la inflación acumulada descendió hasta 2,5% anual. No obstante, si se excluyen los alimentos y la energía, la variación del IPC "subyacente" se ubica en sólo 2,1% anual, muy similar al valor de 2,2% que mostraba a fines de 2004. Por otra parte, la inflación mayorista "núcleo" también bajó un 0,3% entre marzo y junio de 2005, ubicándose a mediados de este año en valores muy similares a los de los precios al consumidor (con un incremento del 2,2% anual).

En este contexto, la Reserva Federal de Estados Unidos, que a través del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) viene instrumentando a partir de junio de 2004 una política de suba gradual de la tasa de interés de los fondos de corto plazo (a un ritmo de 0,25 pp por vez), al mes de Julio de 2005 determinó una tasa de referencia del 3,25% anual. De esa manera, a mediados de 2005 la tasa de corto plazo se tornó positiva frente al IPC por primera vez en más de dos años (ver Gráfico 4).

La cotización del dólar, por su parte, mostró en 2004 una tendencia a la baja que se extendió por un período de tres años, depreciándose principalmente con respecto al Euro. En línea con lo anterior, el Tipo de Cambio Real Multilateral norteamericano mostró también la depreciación global del dólar con respecto a la canasta de monedas de los principales socios comerciales de Estados Unidos, con una caída del 5,7% anual (a Diciembre de 2004) (Gráfico 5).

Gráfico 2

Estados Unidos. Creación de nuevos puestos de trabajo en el sector privado no agrícola En miles de personas

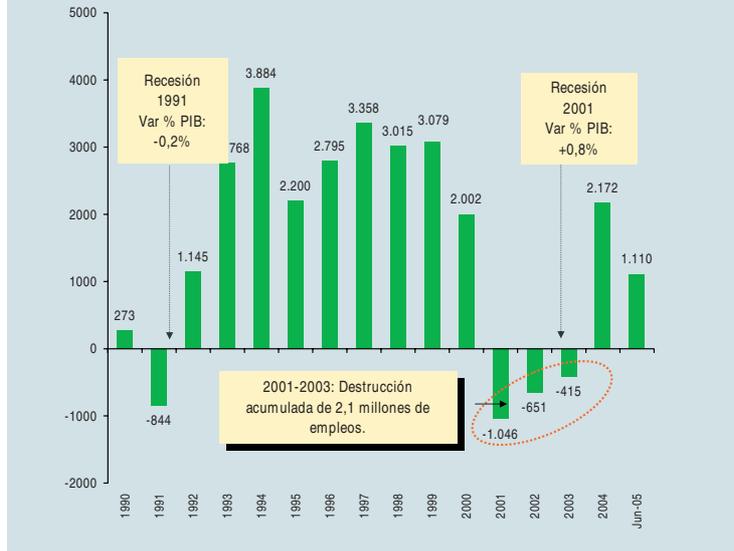


Gráfico 3

Estados Unidos. Actividad industrial y Desempleo



Gráfico 4

Tasa de Interés de Referencia e Inflación

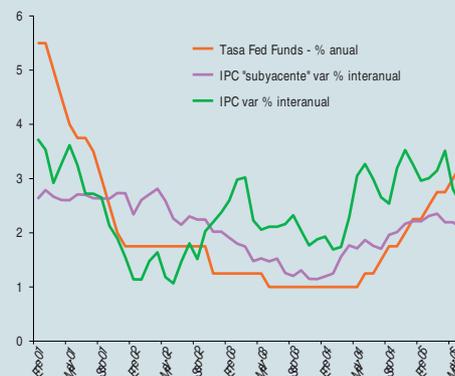
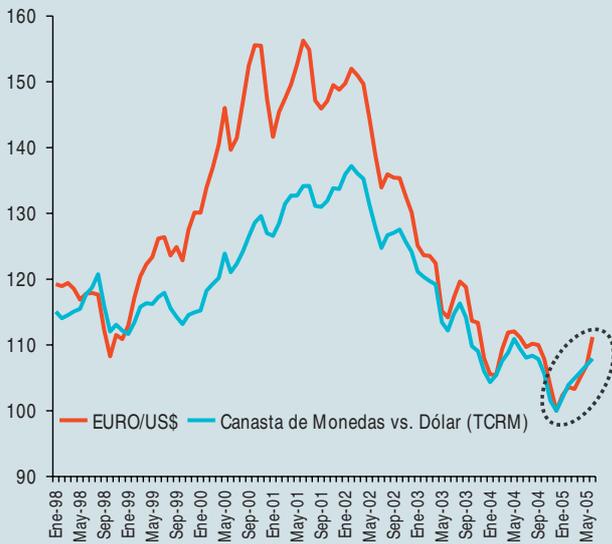


Gráfico 5
Cotización real del dólar
Deflactado por precios minoristas
Indices base Dic. 2004 = 100



Sin embargo, durante el primer semestre de 2005 el dólar recuperó parcialmente posiciones en el mercado internacional de divisas, impulsado por las declaraciones del titular de la Reserva Federal, Alan Greenspan, sobre la posibilidad de que el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos se establezca en el corto plazo, y por la presentación del proyecto de Presupuesto 2006, que intentaría contener el elevado nivel de gasto.

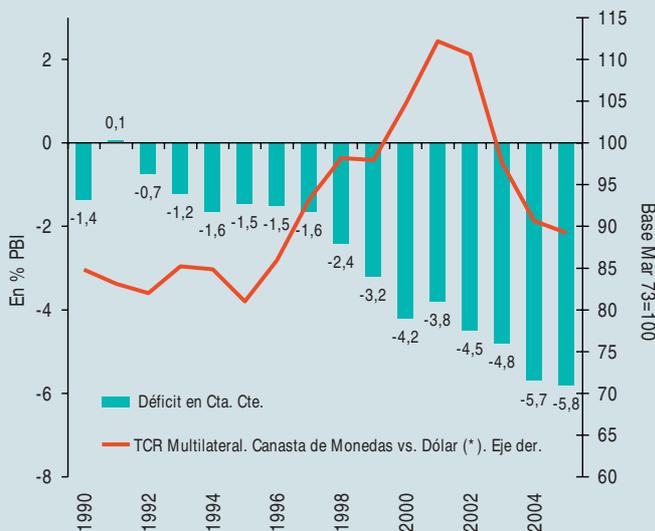
Entre los factores principales que guiarán la futura evolución del dólar figuran los diferenciales de tasas de interés entre las economías centrales y la evolución de los desequilibrios macroeconómicos en Estados Unidos. Consecuentemente, uno de los principales desafíos que enfrenta la economía norteamericana hacia el futuro es precisamente la reducción de estos abultados y persistentes desequilibrios en el ámbito externo y fiscal, denominados "déficit gemelos", los que actualmente alcanzan niveles máximos históricos.

En particular, durante la recesión de 2001 el déficit en Cuenta Corriente ascendía al 3,8% del PIB, mientras que en 2004 este desequilibrio aumentó hasta alcanzar un nivel aproximado al 5,7% del PIB. Hasta el momento, la depreciación del dólar no ha sido capaz por sí sola de cerrar esta brecha externa, la que por el contrario se ha ido profundizando en los últimos años, mostrando que la economía no ha podido aún capturar los beneficios de la mayor competitividad.

El déficit de la balanza comercial parece haberse estabilizado en torno de los US\$ 60 mil millones mensuales en los últimos seis meses, después de tres años de crecimiento ininterrumpido, una vez que tanto las importaciones como las exportaciones comenzaron a crecer a ritmo similar. La ampliación del déficit comercial en los últimos años se debió principalmente a un aumento en las cantidades importadas muy superior a las exportadas, y a un empeoramiento de los términos del intercambio, aunque con una menor intensidad.

Los desequilibrios fiscal y externo de los Estados Unidos continúan siendo una de las dos principales fuentes de incertidumbre en la economía mundial, junto con la evolución de los precios del petróleo. La tasa de cambio del dólar con las monedas de sus principales socios sufrió una gran depreciación entre principios de 2002 y principios de 2005, si bien en los últimos meses la divisa estadounidense se estabilizó, en virtud del mejor desempeño rela-

Gráfico 6
Estados Unidos. Déficit en Cuenta Corriente y Tipo de Cambio Real



(*) Major Currencies Dollar Index - Ajustado por precios- Promedio anual. Fuente: FED.

Sobre la base del Promedio Ponderado de un conjunto de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU.

Un alza en el índice implica la apreciación del dólar, una baja implica la depreciación del mismo.

tivo de la economía de los Estados Unidos y de las mayores tasas de interés. Sin embargo, desde inicios del segundo trimestre las tasas "largas" volvieron a retroceder, en la medida que se atenuaron los temores de aceleración de la inflación, produciéndose así una menor inclinación en la estructura temporal de tasas de interés.

De acuerdo con el FMI, los Estados Unidos deberían alcanzar un crecimiento del PIB del 3,6% en el corriente año y en el próximo.

El aumento de las ganancias y de la masa salarial permitió un aumento del 14% i.a. en los ingresos fiscales en los primeros siete meses del año fiscal de 2005 (desde octubre de 2004 hasta abril de 2005), superando al crecimiento en los gastos, que fue de 7% i.a. De tal manera, en los 12 meses terminados en Abril el déficit alcanzó los U\$S 399 mil millones, bien por debajo de los U\$S 455 mil millones de igual período de 2004. A pesar de esa mejora, el resultado todavía está por debajo de la previsión oficial hecha por la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, según sus siglas en inglés), que consistía en un déficit de U\$S 368 mil millones para el final del año. Entre tanto, el propio CBO ya reconocía, en la presentación hecha al Congreso en febrero pasado, que los gastos militares forzosamente aumentarían por encima de lo previsto, llevando la estimación final del déficit presupuestario a cerca de U\$S 400 mil millones.

II. Eurozona

Según las estimaciones preliminares publicadas por el instituto de estadísticas Eurostat, el crecimiento del PIB del primer trimestre del 2005 fue del 1,4% anual (0,5% trimestral), tanto por el impulso de la demanda interna como de las exportaciones, pero con un comportamiento muy asimétrico entre los países que componen la Eurozona.

En el Gráfico 7 puede apreciarse un fuerte crecimiento de Alemania y España (1% y 0,9% trimestral, respectivamente), un bajo crecimiento en Francia (0,2%), y un crecimiento negativo tanto para Italia como para Holanda. En el caso de Italia, éste ya es su segundo trimestre consecutivo con variación negativa, por lo que puede hablarse de una situación técnica de recesión. Los países que más crecieron en este período fueron Grecia (2,4%), Letonia (2,0%) y Estonia (1,8%).

Gráfico 7
Eurozona. Evolución del PIB
de los principales países
Primer trimestre de 2005

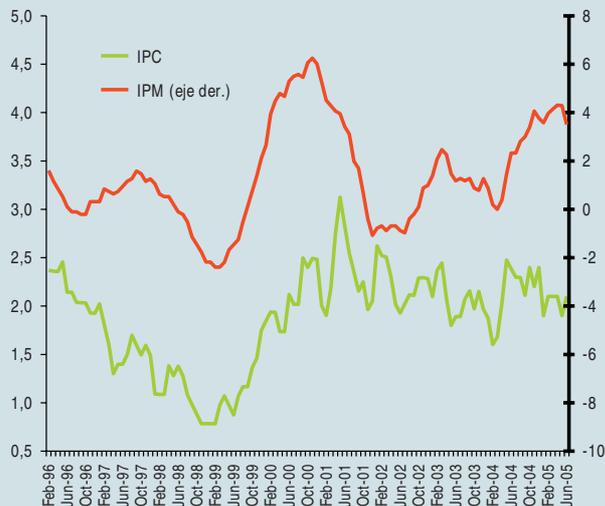


Gráfico 8
Eurozona. Evolución del Nivel de Actividad.
PIB - Var. % anual



Tanto para 2005 como para 2006 la OCDE ha bajado sus previsiones de crecimiento. Para este año se espera un aumento

Gráfico 9
Eurozona. Inflación Minorista y Mayorista
Variación % anual



del orden del 1,4%, cuando anteriormente se preveía del 2%. Con respecto al próximo año, la previsión cayó del 2,6% al 1,9%. El Banco Central Europeo (BCE) también estima un menor crecimiento del PIB para 2005, ubicándolo dentro de un rango del 1,1%-1,7%, debido a la incertidumbre sobre la demanda interna en el corto plazo y a los altos precios del petróleo.

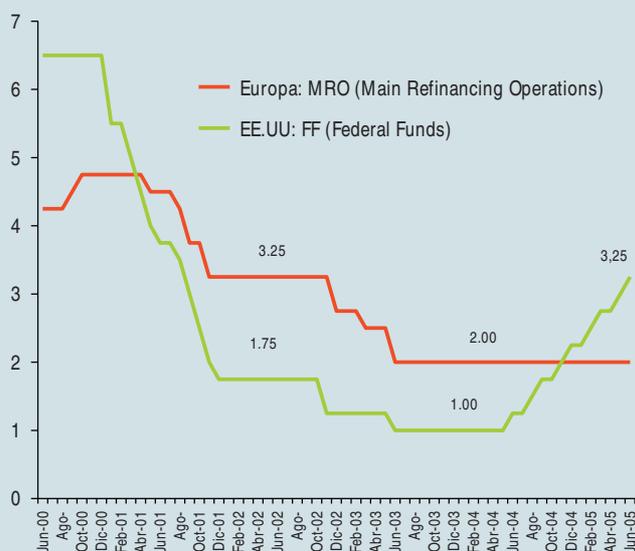
Con respecto a la inflación, en mayo la variación fue del 0,17% mensual y del 1,9% respecto del mismo mes del año anterior, reflejando de este modo una notable estabilidad. En lo que va del año la inflación acumulada es del 1,03%, y el rango para todo el año se sitúa entre 1,8%-2,2%. El BCE percibe riesgo al alza de precios por el impacto del crudo, pero también hay cierta preocupación por los crecimientos del M3 y del crédito al sector privado, que fueron del orden del 6,5% y 7,6% en marzo, muy por encima del objetivo.

Los precios de producción crecieron en mayo al 3,5% i.a., con una baja en relación al mes anterior, la cual fue la más alta del año (4,3%). La inflación acumulada desde enero es del 2,04%. La moderación salarial, junto a aumentos en la productividad, son la clave que explican la estabilidad de los precios. El BCE ha decidido mantener estable la tasa de interés de referencia en el 2% anual, desde Junio de 2003 a la fecha.

Con relación al déficit fiscal, se prevé que Alemania registre uno equivalente al 3,3% del PIB en 2005. De ser así, Alemania violaría por cuarta vez consecutiva el Pacto de Estabilidad Económica (PEC). Prevé que el país germano logre bajar su déficit al 2,8% recién en 2006.

En 2004 hubo nueve países en situación de déficit excesivo -por encima del 3% del PIB-, pero se prevé que en 2005 cinco de ellos lo reduzcan, si bien entre los cuatro de la zona euro con problemas fiscales, sólo Holanda reducirá el déficit hasta los niveles permitidos por el PEC. En Francia se pronostica un déficit fiscal del 3% del PIB en 2005 y del 3,4% en

Gráfico 10
Tasas de interés de Referencia e Inflación en Estados Unidos y Europa
En % anual



2006, y Grecia lo reducirá hasta el 4,5% y al 4,4% del PIB en cada uno de esos años.

Luego del rechazo en Francia y Holanda al proyecto de constitución europea, el euro se contagió de la volatilidad del dólar. Tras los sendos triunfos del "No" en esas dos naciones, la relación euro-dólar se situó en torno a 1,20. Esto hizo que los inver-

sores evaluarán la ventaja de diversificar sus tenencias entre otras monedas, como la libra esterlina. La crisis del euro llevó la cotización de la libra desde 1,41 en enero de 2005 hasta 1,45 a fines de julio día; esto significó una depreciación del euro contra la moneda británica del 3,5% en 6 meses.

III. China

La actividad económica mostró en 2004 el mayor ritmo de crecimiento desde 1996, finalizando el año con un avance del 9,5% i.a.. Este ritmo de crecimiento tan rápido genera riesgos de aceleración de la inflación y de la consiguiente suba de las tasas de interés. En este sentido, con el objetivo de moderar la velocidad del crecimiento, el Banco Central de China elevó, por primera vez en nueve años, las tasas de interés tanto para los depósitos como para los préstamos a un año, situándolas en el 2,25% y 5,58% anual, respectivamente. Estas medidas pretenden limitar el acceso al sistema crediticio en particular de aquellos sectores "recalentados" de la economía, tales como acero, cemento y aluminio. Hasta el momento los resultados, si bien moderados, se vienen reflejando en la paulatina disminución de la inversión en activos fijos y en la desaceleración del ritmo de crecimiento de los agregados monetarios.

Las tendencias recientes sugieren que en el gigante asiático la demanda interna se está enfriando, pero la demanda externa mantiene al PIB en continuo crecimiento. El crecimiento real de la inversión en activos fijos se estima cercana al 17,2% i.a. en el primer trimestre de 2005, y si bien representa un retroceso respecto del 24,9% que mostró en 2004, se sitúa algo por encima del 15,5% i.a. que registró en el último trimestre del año pasado.

La inversión está dirigiéndose a otros sectores, disminuyendo relativamente en aquellos considerados previamente sobreinvertidos (como los del acero y del cemento). El crecimiento de las ventas al por menor ha estado acelerándose. El índice de confianza de los consumidores sigue una tendencia alcista, llegando hasta 94,4 puntos en marzo (1,2% más que en diciembre de 2004).

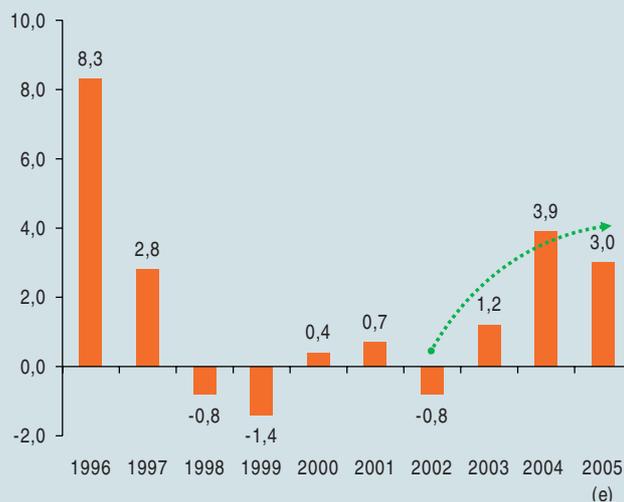
Durante el primer trimestre de 2005 la economía ha crecido aceleradamente. Las últimas cifras hablan por sí solas: el PIB creció un 9,5% i.a., la producción lo hizo en 16,2% i.a. y el comercio exterior en un 23,1% i.a. El aumento de las exportaciones fue el motor del crecimiento para la industria.

Las perspectivas macroeconómicas para el resto de 2005 son favorables. Se espera que el crecimiento global chino sea inferior al récord de 2004 (Gráfico 12). Para el futuro cercano se espera un crecimiento de la demanda interna inducido por la

Gráfico 11
China. Evolución del nivel de actividad
PIB- Var % anual



Gráfico 12
China. Inflación minorista
Variación % anual



Cuadro 2
China. Indicadores económicos seleccionados

	2002	2003	2004 (1)	2005 (2)	2006 (2)
Economía real (variaciones %)					
PIB real	8,0	9,3	9,5	8,5	7,5
Consumo	7,4	6,1	6,5	6,5	7,0
Formación de capital fijo	14,1	19,9	14,0	14,0	11,8
Exportaciones (bienes y servicios)	29,4	26,8	19,7	19,7	14,4
Importaciones (bienes y servicios)	27,5	24,8	23,0	23,0	19,3
Agricultura	2,9	2,5	6,3	3,5	2,8
Industria	9,8	12,7	11,1	9,5	8,0
Servicios	8,7	7,3	8,3	8,5	8,6
Inflación	-0,8	1,2	3,9	3,5	2,9
Cuentas fiscales (% PIB)					
Balance fiscal	-3,4	-2,8	-1,5	-2,0	-1,8
Ingreso total	18,2	18,7	20,5	20,1	20,0
Gasto total	21,6	21,6	22,0	22,1	21,8
Balance de Pagos (U\$S miles de mill.)					
Cuenta corriente	35	46	72	89	90
Cuenta capital	32	71	135	125	85
Reservas	-76	-117	-206	-214	-175
Otros					
M2	16,8	19,6	14,6	15	15

(1) Preliminar

(2) Proyectado

Fuente: Banco Mundial

inversión.

Con respecto a la inflación, lo probable es que permanezca dentro del rango que estima el gobierno, mientras China conserve su sólida posición fiscal y su fortaleza externa. Se proyecta un crecimiento del PIB del orden del 8,3% para 2005, y una inflación que ronde entre el 3% y 3,5%, si se ejecutan políticas prudentes. En este contexto, el ritmo de crecimiento de los precios comenzó a desacelerarse a partir de Octubre de 2004, tras haber alcanzado niveles máximos del 5,3% en Julio/Agosto, estimándose que el año 2004 finalizó con una inflación minorista ubicada en torno al 3% anual.

IV. Brasil

La actividad económica mostró durante 2004 el mayor crecimiento de los últimos 10 años, lo que fue favorecido por un manejo consistente de las cuentas fiscales y de la política monetaria, junto con un contexto internacional favorable. En efecto, el PIB alcanzó un crecimiento anual del 5% real, impulsado básicamente por el

buen ritmo de las exportaciones, a la vez que el consumo y la inversión privada apoyaron también en forma sólida el avance del producto.

Sin embargo, el primer trimestre de 2005 deparó magros resultados en materia de crecimiento económico en Brasil. La elevada tasa de interés y la pesada carga tributaria hicieron temer que ese enfriamiento se acentuara en los trimestres subsiguientes. No obstante, los datos del período abril-junio han sido alentadores en materia industrial, de empleo e incluso de inversiones. Brasil ha sido uno de los países de la región que mejor ha aprovechado el momento favorable de los commodities en el mercado mundial, y también se vio favorecido por su especialización en ciertas manufacturas industriales.

En efecto, tras varios meses consecutivos de desaceleración industrial, en el mes de marzo se ha invertido esta tendencia, con un creci-

Gráfico 13
Brasil. Evolución del PIB real
Var. % interanual



miento de la producción industrial de 15,6% respecto del pasado mes de febrero y un 1,7% interanual. En el mes de abril se produjo un incremento del 6,3% i.a., y en mayo uno de 5,6% i.a. y un 4,5% intermensual (i.m.), reflejando el buen momento que atraviesa la industria brasilera. La producción automotriz, de suma influencia en el crecimiento total (Gráfico 14), subió en marzo 18% i.m. Así registró una variación interanual de 6,7%, como resultado de mayores ventas internas de vehículos. Esta industria continúa creciendo, ya que en mayo el alza fue del 8,9% i.a. y del 1,4% i.m.

Desde el mes de septiembre de 2004 hasta julio de 2005 el Banco Central de Brasil ha incrementado el tipo de interés de referencia (Selic) de un 16% a un 19,75% anual, respectivamente, manteniendo el último valor desde el mes de mayo (Gráfico 15). Pese a la apreciación del real frente al dólar y las continuas subas de la tasa de interés, sólo a partir de mayo pudieron apreciarse resultados en línea con lo previsto, ya que la inflación de abril había sobrepasado su meta.

En efecto, la inflación en el mes de abril fue la más elevada desde diciembre de 2003, con una variación de 8,07% i.a. y un 0,87% i.m. En mayo, sin embargo, declinó por primera vez en 4 meses, ubicándose en 0,49% mensual, y en el mes de junio se produjo una ligera deflación (-0,02%), lo cual no sucedía desde junio de 2003. Los principales rubros que han contribuido a que la tasa de inflación baje son alimentación y combustibles.

Ante las continuas subas de la inflación brasileña, el dato del mes de junio supone un respiro momentáneo para la economía. La inflación acumulada en lo que va del año es de 3,2%, lo cual lleva a pensar que no será problema lograr la meta fijada entre 4,5% y 7% para el año 2005.

La prima de riesgo país fluctúa actualmente en torno a los 400 puntos básicos, y a nivel monetario, la desaceleración de la inflación permite a los analistas pronosticar un sendero descendente para la tasa Selic a partir del tercer trimestre.

Brasil busca minimizar el costo de financiación a largo plazo de su deuda pública federal, o sea la que es responsabilidad del gobierno central, de modo de asegurar niveles prudentes de riesgo y también apoyar el buen funcionamiento del mercado de títulos públicos.

Las líneas generales en la gestión de la deuda pública son las siguientes:

- Prolongar el plazo de los títulos de la Deuda Pública Federal (DPF) por medio del aumento del plazo medio de los títulos emitidos en oferta pública;
- Sustituir gradualmente los títulos remunerados por la Tasa Selic y los indexados por Tipo de Cambio, por los indexados por una tasa de interés fija ó un índice de precios.

La deuda del sector público consolidado reflejó una tendencia creciente desde 1998 hasta 2002, cuando creció un 49,6% real.

Gráfico 14
Producción industrial y Automotriz
Var. % interanual

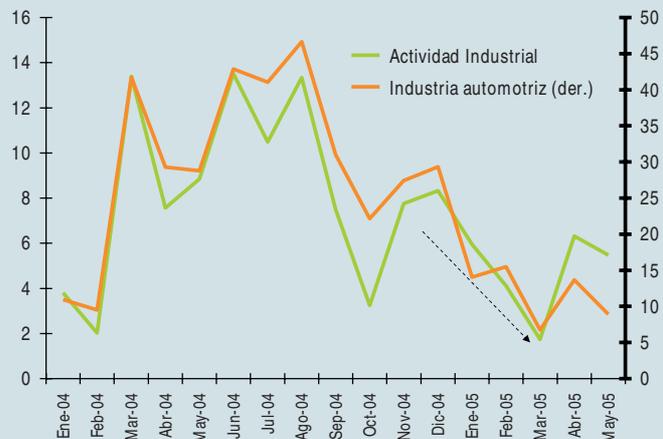


Gráfico 15
Brasil. Tasa Selic
En % anual

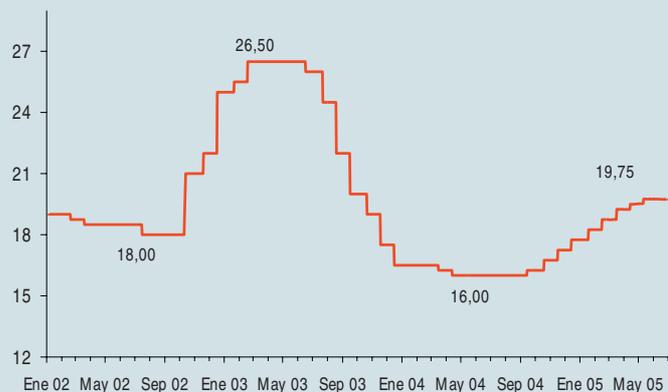


Gráfico 16
Brasil. Inflación Minorista y Mayorista
Var. % acumulada en 12 meses

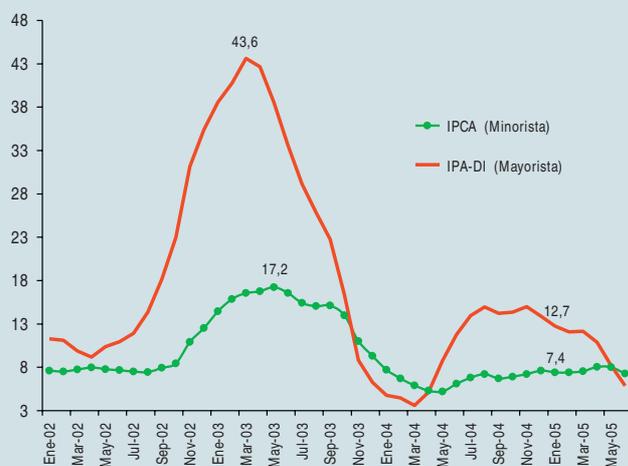
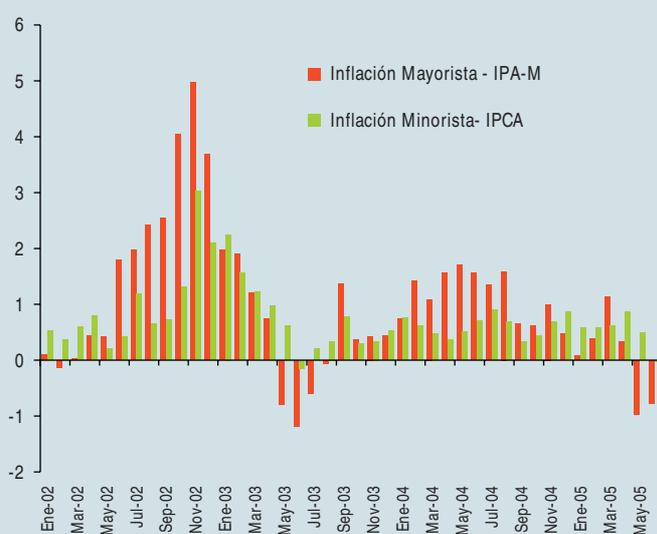


Gráfico 17
Brasil. Inflación Minorista y Mayorista
Var. % mensual



torno de los 400 pb.

VI. Precios Internacionales de Productos Básicos

El índice de precios promedio en dólares de las commodities en el mercado mundial –elaborado por el FMI– continuó subiendo en la primera mitad de 2005. En términos anuales, el aumento alcanzó al 28% promedio, tanto en el primer trimestre como en el segundo (en ambos casos, frente a los respectivos índices de 2004). De esta forma, el indicador registró su valor máximo para las últimas dos décadas, con un incremento acumulado frente al valor base del índice (1995) del orden del 88%. Sin embargo, un análisis detallado revela la dispar evolución de los precios de los diferentes grupos de materias primas en la última década. En efecto, los precios de la energía (en especial el petróleo), que representan casi la mitad del índice, se hallan hasta un 170% más altos que en el año base, mientras que por el contrario el conjunto de las restantes commodities agrícolas registran sólo

Pasó de tener una deuda de un 35,4% del PIB en el primer trimestre del 1998, a una equivalente al 59,6% del PBI en el tercer trimestre de 2002, para luego decrecer hasta un 51,1% en el primer trimestre del 2005. El Gobierno Federal es el principal responsable de estas obligaciones, con más del 60% de la deuda del sector público consolidado.

A diferencia de otras economías Latinoamericanas, la deuda interna del Brasil es significativamente mayor que la externa. El endeudamiento interno ha mantenido un continuo crecimiento, pasando de un 31,9% del PIB en el primer trimestre de 1998 a un 44,8% en el primer trimestre de este año. En contrapartida la deuda externa se ha ido desacelerando desde el primer trimestre del 2003: en aquella fecha año dicha deuda era del 13,1% del PIB, habiendo caído en mayo de 2005 a menos de la mitad (5,1%).

El los primeros dos trimestres de 2005 la balanza comercial (valores FOB) arroja un saldo positivo de US\$ 19.678 millones, US\$ 4.668 millones más que en igual período del año pasado. Las exportaciones e importaciones siguieron creciendo: desde 2002 a 2004 se incrementaron 60% y 33%, respectivamente. Comparando los primeros dos trimestres de 2004 con los primeros dos de este año, las exportaciones aumentaron 23,9% y las importaciones lo hicieron en un 20,1%.

Como consecuencia del contexto de buenos fundamentos macroeconómicos y de políticas económicas consistentes, los indicadores financieros siguieron mostrando muy buena evolución durante 2004. En efecto, luego de dos años consecutivos de apreciación del real en 2002 y 2004, la tendencia se mantuvo en la primera mitad de 2005. En Junio el tipo de cambio subió hasta una paridad inferior a los 2,40 R\$/US\$, por debajo de los 2,66 R\$/US\$ con que había cerrado 2004 y mucho más aún que los 3,20 R\$/US\$ que había registrado en Mayo de 2004. Por su parte, el riesgo país acompañó esta tendencia, estabilizándose en

Quadro 3
Precios Internacionales de Productos Básicos
II Trimestre de 2005

Producto	Unidad	Precio II trim.05	Variac. Anual	Variac. Trimes- tral
Cereales				
Trigo	U\$\$/TM	142	-12,3%	-6,6%
Maíz	U\$\$/TM	96	-25,6%	-1,0%
Arroz	U\$\$/TM	294	17,6%	0,7%
Oleaginosas				
Grano de soja	U\$\$/TM	239	-30,5%	14,4%
Harina de soja	U\$\$/TM	223	-32,2%	19,3%
Aceite de soja	U\$\$/TM	510	-24,4%	9,9%
Aceite de girasol	U\$\$/TM	670	4,2%	3,4%
Bebidas				
Café	U\$\$ cents/LB	125	62,3%	3,3%
Cultivos Industriales				
Algodón	U\$\$ cents/LB	56	-17,6%	5,7%
Lana Fina	U\$\$ cents/Kg	710	1,9%	-2,9%
Azúcar	U\$\$ cents/LB	8,7	24,3%	-3,3%
Carne vacuna	U\$\$ cents/LB	120	8,1%	1,7%
Metales y minerales				
Cobre	U\$\$/TM	3.387	21,8%	3,7%
Aluminio	U\$\$/TM	1.788	6,4%	-6,0%
Mineral de hierro	U\$\$/TM	65	71,1%	38,3%
Níquel	U\$\$/TM	16.418	31,2%	6,6%
Combustibles				
Petróleo Crudo	U\$\$/barril	50,8	42,7%	10,2%
Gas Natural	U\$\$/ 1000 M3	198,4	58,3%	8,9%

en forma muy significativa los embarques dirigidos a China, y se prevé que la demanda del gran país asiático continuará creciendo en los próximos años.

Por su parte, el aceite de girasol, del que Argentina es el principal exportador mundial, subió 4% anual en el segundo trimestre de 2005, ubicándose en niveles históricos altos (U\$\$ 670 por tonelada). Esto sucedió ante la baja de producción en países competidores como Canadá.

El precio de la carne vacuna en los mercados internacionales, durante el segundo trimestre de 2005, aumentó todavía 8% i.a., hasta valores algo superiores a U\$\$ 2.600 por tonelada métrica, los mayores niveles de los últimos 5 años. La reapertura de los embarques a Europa, Chile y Rusia en los últimos años y la declaración de país libre de aftosa con vacunación -que permitiría reanudar también los embarques hacia EE.UU.- provocaron una recuperación del precio mayorista interno, lo que coincidió con un aumento del consumo doméstico en los últimos dos años.

Entre las restantes materias primas agrícolas, el algodón cayó 17,6% i.a., pero se recuperó frente al primer trimestre del año. En Argentina la producción interna disminuyó en los últimos años, ante la fuerte competencia de la soja en la región productora del Noreste. La lana fina, de particular importancia en las provincias de la Patagonia Sur (Chubut y Santa Cruz), varió mínimamente (2% i.a.). El azúcar se recuperó 24% i.a., pero sólo para volver a sus niveles históricos: unos 19 centavos de dólar por kilo en el mercado libre, exceptuando los

Gráfico 20
Balanza comercial en valor FOB

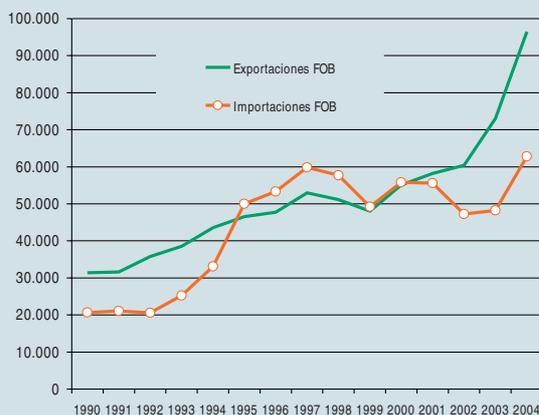


GRÁFICO 21
Brasil. Riesgo país y tipo de cambio



mercados fuertemente subsidiados de Europa y EE.UU. En este caso, la producción argentina de caña de azúcar alcanzaría un récord histórico en 2005.

Los precios de los metales experimentaron una nueva suba en el segundo trimestre de 2005. En ese período el cobre escaló 21,8% i.a., para superar la cota récord de US\$ 3.300 por tonelada métrica. Por el contrario el aluminio, si bien sumó incrementos del 6,4% i.a. en el segundo trimestre, retrocedió frente al período Enero-Marzo de 2005, hasta niveles levemente inferiores a los US\$ 1.800 por tonelada métrica. Por su parte, el valor del mineral de hierro –un producto normalmente de precios estables– aumentó sin embargo 71% i.a. en el segundo trimestre, debido – como en el caso del cobre– a la sostenida demanda proveniente principalmente de Asia. El níquel también escaló un 31% i.a., y alcanzó así un récord para la última década.

El precio promedio del petróleo (de los tipos Brent, Dubai y WTI) subió 42,7% i.a. en el segundo trimestre de 2005, y cerca del 10% frente al período Enero-Marzo de este año. De este modo, alcanzó un nivel de US\$ 51 por barril. La situación en Irak, una demanda mundial sostenida por la reactivación mundial y la falta de capacidad de producción excedente de la OPEP, lo hicieron llegar en Junio de 2005 a un promedio de US\$ 56,4 por barril para el tipo WTI, crudo de referencia en Argentina. Incluso a fines de dicho mes llegó a superar temporalmente los US\$ 60 por barril. Por último, el precio del gas natural subió 58% i.a. en el segundo trimestre, para alcanzar, al igual que el petróleo, valores record para la última década. En una comparación de largo plazo, frente a los valores promedios de los años 2000 a 2003, el petróleo se ubica, en dólares corrientes, un 91% por encima de esos niveles, mientras que el gas natural los supera en un 64%.

Gráfico 22
Precio Spot de Soja de Chicago
US\$/ton.



Gráfico 23
Precio Spot de Petróleo WTI
US\$/barril



Nivel de Actividad

- Si bien el primer trimestre de 2005 mostró una desaceleración en el ritmo de crecimiento, en los meses subsiguientes indicadores como el EMAE y el EMI, que releva el INDEC, señalan que se ha recuperado un mayor dinamismo.
- Durante el primer trimestre continuó observándose un crecimiento más balanceado entre bienes y servicios y la consagración de las exportaciones como principal factor de expansión productivo.
- Aunque la Inversión Bruta se redujo con relación al trimestre anterior (-1,7%), el nuevo marco financiero derivado de la reestructuración de la deuda pública en situación irregular seguramente contribuirá a que la formación de capital vuelva a acelerar su tendencia alcista. En el mismo sentido opera la política de incentivos fiscales instrumentada a través de la Ley 25.924/04, que dispuso un régimen especial para el tratamiento fiscal de las inversiones.
- Para el segundo trimestre de 2005 las perspectivas siguen siendo alentadoras, a un ritmo superior al registrado en el primero. Teniendo en cuenta el alza del 1° trimestre, el arrastre estadístico para el resto del año 2005 es de 4,2 puntos, superior a la pauta establecida en el Presupuesto Nacional. Según el Relevamiento de expectativas de Mercado (REM), que el Banco Central recoge entre las principales consultoras de plaza, el año concluiría con un crecimiento cercano al 7%.

1. Introducción

Durante el primer trimestre de 2005 la economía argentina continuó mostrando una expansión que, aunque algo más desacelerada con relación a lo que ha venido registrando en los dos años previos, parece volver a tomar nuevo impulso a partir del segundo trimestre, consolidando así el proceso de crecimiento del nivel de actividad. Esta desaceleración del primer trimestre no se notó tanto en la tasa de crecimiento interanual del 8%, algo inferior a la de 9% de todo 2004, sino en la suba de apenas 0,5% de la serie desestacionalizada, muy por debajo de las tasas medias de los dos años previos, que habían sido de 2,8% y 2,2% t/t, por cierto bastante elevadas.

El ritmo más moderado de la actividad económica podría haberse debido al impulso inflacionario que mostró el período y desalentó en alguna medida el consumo interno. Por el lado de la inversión, el aumento de los costos, la incertidumbre sobre la disponibilidad de energía y la estabilidad en los precios inmobiliarios actuaron tanto sobre las decisiones de expansión productiva como sobre la construcción. Las dificultades judiciales –luego superadas– que trabaron la concreción del canje de la deuda pública también contribuyeron a generar momentáneamente un clima menos propicio para las decisiones de inversión.

No obstante, los indicadores posteriores al primer trimestre, como el EMAE y el EMI, mostraron un mayor dinamismo del nivel de actividad en los meses de abril y mayo. La tendencia iniciada el año anterior, de un crecimiento más balanceado entre bienes y servicios y la atención de mercados interno y externo, se puso de manifiesto a través de un incremento algo superior de los servicios y un mayor protagonismo de las exportaciones.

El agregado que más sufrió la desaceleración en el primer trimestre fue la IBIF que, a pesar de registrar una variación interanual de 13,9%, retrocedió con respecto al trimestre previo (-1,7% en la serie desestacionalizada). No obstante, continuó creciendo el stock de capital, junto con una composición de la inversión que privilegia el parque reproductivo. A juzgar por la evolución de indicadores como el ISAC y las importaciones de bienes de capital en los meses posteriores, el comportamiento de la IBIF también parece haber mejorado luego del flojo desempeño del primer trimestre.

Un dato por cierto relevante es que, con el incremento en términos desestacionalizados del 0,5%, en el primer trimestre de 2005 la recuperación de la actividad económica ya se extiende a 12 trimestres consecutivos, de modo que acumula desde los inicios de 2002 un aumento del 24,8%. La secuencia, que todo indica seguirá prolongándose, ya supera a la de 11 trimestres consecutivos que habían tenido lugar en el ciclo alcista anterior, correspondiente al período que va del tercer trimestre de 1995 al segundo de 1998, también inédito por lo prolongado de su duración.

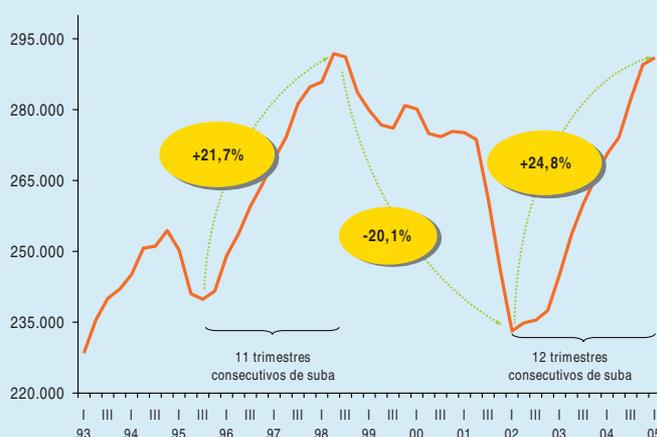
En el último trimestre la confirmación de que las exportaciones se han convertido en un factor expansivo tiene sustento en

el fuerte incremento en los volúmenes despachados al exterior. De hecho, el agregado externo (Exportaciones Netas) fue el que más contribuyó al crecimiento del PIB, constituyendo el tercer período de aporte positivo consecutivo.

El ratio Inversión Bruta / PIB, en cambio, mostró una disminución, de modo que la contribución del agregado resultó negativa en el trimestre. El cociente, que se ubicó en 17,7%, está aún algo por debajo del nivel que parece óptimo para afianzar más sólidamente la recuperación. La culminación del proceso de reestructuración de deuda irregular, concretada en el curso del segundo trimestre y que logró amplia adhesión de la mayoría de los acreedores, se espera que contribuya a la formación de capital, al igual que la política de incentivos fiscales lanzada a través de la Ley 25.924/04, que dispuso un régimen especial para el tratamiento fiscal de las inversiones.

Como se observa en el Gráfico 1, el PIB acumula ya un crecimiento del 24,8% desde el

Gráfico 1
Variación trimestral del PIB a precios constantes
En millones de pesos de 1993
Serie desestacionalizada



Cuadro 1
Evolución del PIB
En %

	2003				2004				2005
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	I Trim.
PIB con estacionalidad									
Variación vs. igual trim. año anterior	5,4%	7,7%	10,2%	11,7%	11,3%	7,1%	8,7%	9,3%	8,0%
PIB sin estacionalidad									
Variación vs. trim. inmediato anterior	3,2%	3,5%	2,6%	2,1%	2,0%	1,3%	3,0%	2,6%	0,5%
Variación anual	8,8%				9,0%				

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

inicio de la fase de recuperación de la actividad económica que tuvo lugar en el segundo trimestre de 2002. Dicho crecimiento equivale en promedio a una tasa del 2% trimestral o del 8% anual, y permite suponer que se alcanzaron los niveles vigentes en 1998, último pico previo, si bien la comparación no resulta del todo pertinente ya que adolece de las marcadas diferencias entre los precios relativos vigentes en aquél momento y los actuales (ver Apartado 1 del Informe Económico N° 51).

Para el segundo trimestre de 2005 las perspectivas siguen siendo alentadoras, a un ritmo todavía superior al registrado en el primero, aunque no se espera que se repitan de aquí en más tasas de crecimiento tan elevadas como las registradas en los dos años previos. De hecho, en el Presupuesto Nacional para 2005 que se elevó en su oportunidad al Congreso, se había trabajado bajo la hipótesis de una tasa de crecimiento mínima de 4% para todo el año, en el entendimiento de que lo relevante es que se ingrese a un sendero de crecimiento con tasas más moderadas pero sostenidas en el tiempo, es decir, de modo que no se generen las condiciones para que se reproduzca la alta volatilidad que fue tan característica de la evolución de la actividad en el pasado.

Teniendo en cuenta el alza del 1° trimestre, el arrastre estadístico para el resto del año 2005 es de 4,2 puntos, superior a la pauta establecida en el Presupuesto, motivado por el buen desempeño que se observó en el segundo semestre del año anterior. Según el Relevamiento de expectativas de Mercado (REM) que el Banco Central recoge entre las principales consultoras de plaza el año concluiría con un crecimiento cercano al 7%¹.

La recuperación de la inversión en los años precedentes, junto con la existencia de capacidad ociosa en algunas ramas industriales, permitiría sostener esta tasa de crecimiento

sin que se produzcan cuellos de botella limitantes más allá del sector energético, donde las inversiones, aún rezagadas, podrán ser solucionadas provisoriamente a través de mayores importaciones de combustibles.

Gráfico 2
Estimación mensual de la actividad económica (EMAE)
Serie desestacionalizada Índice 1993=100



1 Mediana del relevamiento cuyos resultados se publicaron el 27 de julio de 2005.

En cuanto a la demanda, el consumo seguirá viéndose impulsado por niveles de confianza estables y por el aumento de la masa salarial, mientras que la inversión se beneficiará por la menor incertidumbre institucional derivada de la reestructuración de la deuda pública que estaba en situación irregular.

2. Demanda global

Volviendo a las Cuentas Nacionales del primer trimestre de 2005, al igual que en los dos trimestres anteriores la contribución de las exportaciones al crecimiento del producto fue positiva y relevante, a diferencia de lo ocurrido en el año 2003 cuando los motores del mismo se habían centrado principalmente en el consumo y la inversión. Muy probablemente el aporte negativo que

manifestaba entonces el resto del mundo en términos netos se debía a la elevada elasticidad importaciones/producto. En este primer trimestre de 2005, en cambio, puede observarse la contribución decisiva de las exportaciones netas, a raíz del fuerte salto que mostraron las ventas al exterior, junto con una incidencia negativa de la inversión (en los datos desestacionalizados que se presentan en el Gráfico 3).

Con respecto a las tasas de crecimiento interanuales, las estimaciones provisionarias indican una variación positiva en la oferta global, medida a precios del año 1993, del 8,8%. Tal incremento fue generado por los aumentos de 8,0% i.a. en el PIB y del 16,2% i.a. en las importaciones de bienes y servicios reales. Del lado de la demanda global, en la variación interanual pesan aún la participación de la inversión y el consumo, dado el buen desempeño que mostraron en el segundo semestre del año anterior. En efecto, se observó una variación positiva de 13,9% i.a. en la inversión interna bruta fija y una de 18,8% i.a. en las exportaciones de bienes y servicios reales. El alza del consumo privado fue de 8,0% i.a., y el del público 4,1% i.a.

Como resultado de esta evolución, desde el abandono de la Convertibilidad a principios de 2002 tanto el consumo privado como la inversión fueron los impulsores del 24,8% de crecimiento acumulado hasta el primer cuarto de 2005. De ese porcentaje el consumo explica alrededor del 62% de aumento del PIB (Gráfico 4) y la inversión un porcentaje algo menor (41%).

Para el segundo trimestre de 2005 se prevé que tanto el Consumo Privado como principalmente la Inversión hayan recuperado parte del dinamismo que mostraron durante el 2004, y que tal recuperación se extienda para lo que resta del año. En el caso del Consumo Privado

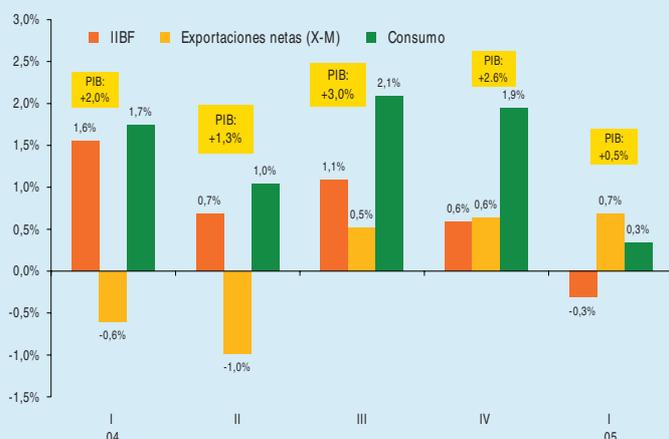
Cuadro 2
Oferta y Demanda Globales a precios de 1993 (*)
Variaciones porcentuales interanuales

Concepto	2003	2004	I Tr 04	II Tr 04	III Tr 04	IV Tr 04	IV Tr 05
Producto Interno Bruto a precios de mercado	8,8	9,0	11,3	7,1	8,7	9,3	8,0
Importaciones de Bienes y Servicios	37,6	39,8	55,8	42,5	38,2	28,9	16,2
Oferta y Demanda Globales	10,5	11,3	14,3	9,5	11,0	10,9	8,8
Consumo Privado	8,2	9,5	11,7	8,3	8,9	9,4	8,0
Consumo Público	1,5	2,7	0,8	-0,8	4,1	6,5	4,1
Inversión Interna Bruta Fija	38,2	34,4	50,3	36,8	33,6	23,6	13,9
Exportaciones de Bienes y Servicios	6,0	8,1	7,7	-0,2	9,2	16,5	18,8

(*) Estimaciones preliminares

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

Gráfico 3
Contribución de los componentes de la demanda al crecimiento del PIB (*)
Variaciones respecto del trimestre anterior
Cifras desestacionalizadas



(*) Las diferencias entre las variaciones del PIB y las del total de sus componentes se debe a la discrepancia estadística

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de INDEC

gravitaría el aumento en la masa salarial, tanto en materia de salarios como en el empleo. En materia de inversión, algunos indicadores de coyuntura como el ISAC y las importaciones de bienes de capital estarían sugiriendo que el flojo desempeño del primer trimestre ha sido transitorio y será revertido.

Una parte de estas mayores inversiones se satisfarían a partir de mayores importaciones de equipo durable. Adicionalmente, el mayor consumo también impactaría sobre las importaciones de bienes y servicios. Sin embargo, la cosecha récord de soja y el dinamismo de las exportaciones de origen industrial, principalmente del sector automotriz, permitirían que el sector externo continúe siendo uno de los motores del crecimiento. De tal manera, durante 2005 las exportaciones sustituirían a la inversión como el sector de mayor expansión de la demanda agregada.

2.1 Consumo

En lo que se refiere al consumo, durante el primer trimestre de 2005 se advirtió una desaceleración del total que creció sólo 0,4%, con respecto al trimestre previo (en términos desestacionalizados), con un comportamiento diferenciado según los sectores público y privado. Mientras que el primero se redujo 0,6%, el privado creció en igual proporción, sustentado en el incremento de la masa salarial –originado a su vez en las mejoras del empleo y las remuneraciones– y la recomposición del mercado crediticio.

Más recientemente, en los meses de abril y mayo, se volvió a advertir un buen desempeño en algunos indicadores de consumo privado, entre ellos, servicios públicos (Gráfico 6) y ventas en supermercados, impulsado también por el aumento de la masa salarial pero esta vez con una mejora del poder adquisitivo dado por la disminución en el ritmo inflacionario.

2.2 Inversión

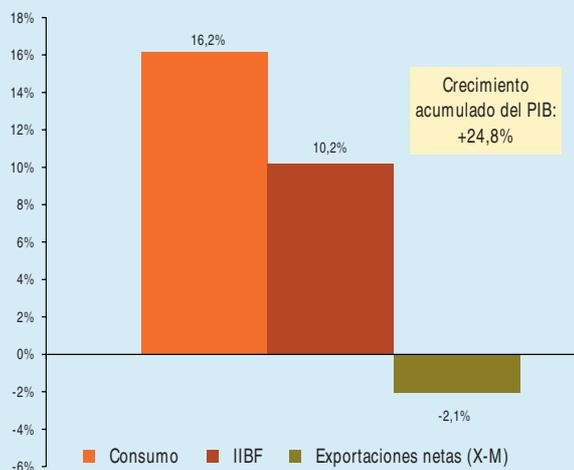
La inversión creció durante el primer trimestre de 2005, en la comparación interanual (13,9%), pero se redujo 1,7% con respecto al cuarto trimestre del año anterior en la serie ajustada por estacionalidad (a.e.), reflejando la desaceleración del ritmo de crecimiento que se venía manifestando a lo largo del año anterior. En el cotejo con el año precedente se destaca la incorporación de equipo durable (cuya participación dentro de la IBIF continúa en ascenso), que se caracteriza por presentar variaciones más marcadas que la construcción, aunque ésta última se mantiene creciendo con cierto vigor.

La caída con respecto al cuarto trimestre determinó una corrección del porcentual que representa la IBIF en términos del PIB (17,7%), ubicándose ligeramente por arriba del promedio del año anterior (Gráfico 7). De

Gráfico 4

Contribución de los componentes de la demanda al crecimiento del PIB (*)

Variación I Trim. 2005 vs. I Trim. 2002



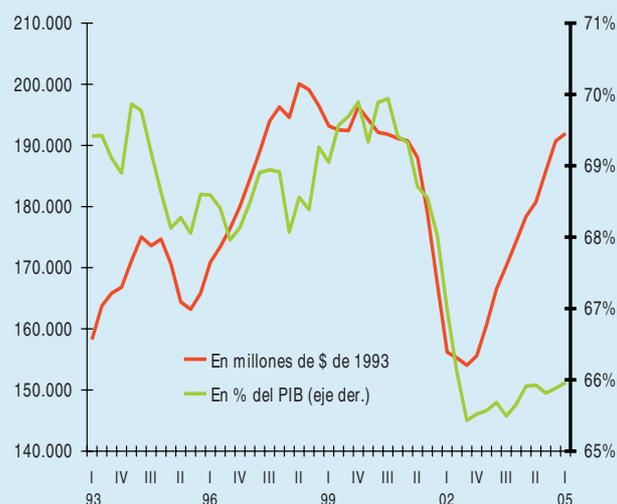
(*) Las diferencias entre las variaciones del PIB y las del total de sus componentes se debe a la discrepancia estadística

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de INDEC

Gráfico 5

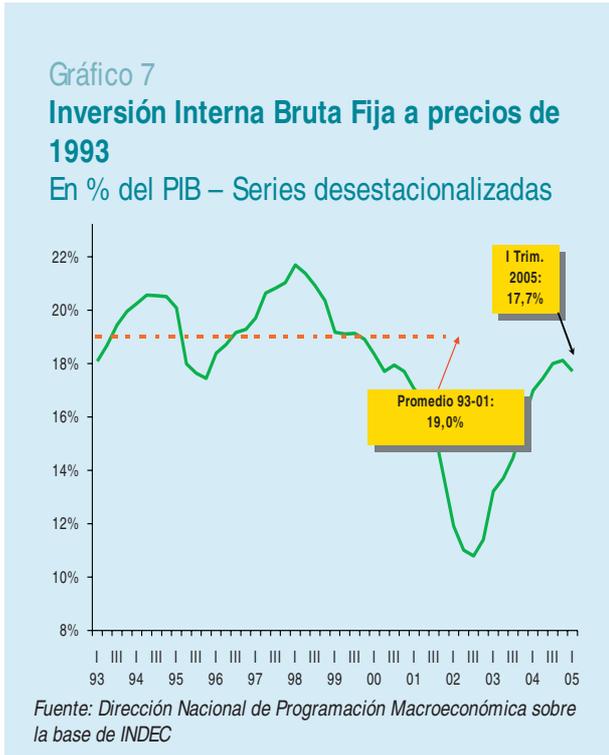
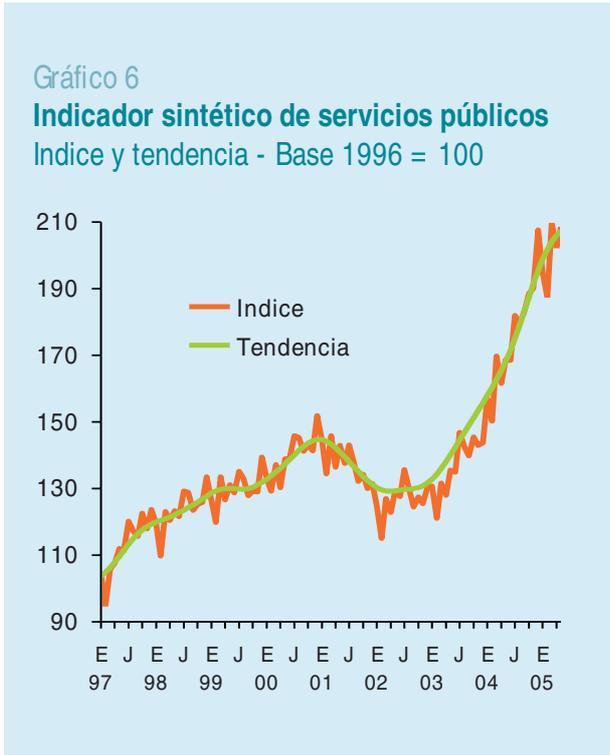
Consumo Privado

Datos desestacionalizados



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de INDEC

De



todos modos siguen imperando buenas condiciones macroeconómicas, caracterizadas por favorables expectativas sobre el rendimiento de la inversión productiva, bajas tasas de interés, mejora del ingreso disponible, buenas perspectivas financieras a partir del canje de la deuda en mora y de políticas públicas de incentivo viabilizadas gracias al desempeño fiscal.

El crecimiento sostenido de la inversión permitió una nueva recomposición del acervo de capital que recuperó el nivel vigente en el primer trimestre de 2002 (Gráfico 8).

Los principales componentes de la inversión también mantuvieron un signo de variación positivo, destacándose la concretada en equipo durable (15,9% i.a.), en la que se mantiene el predominio de la de origen importado (23,5% i.a.), de modo que su participación (37,7%) es una de las más elevadas de los últimos 4 años (Gráfico 9).

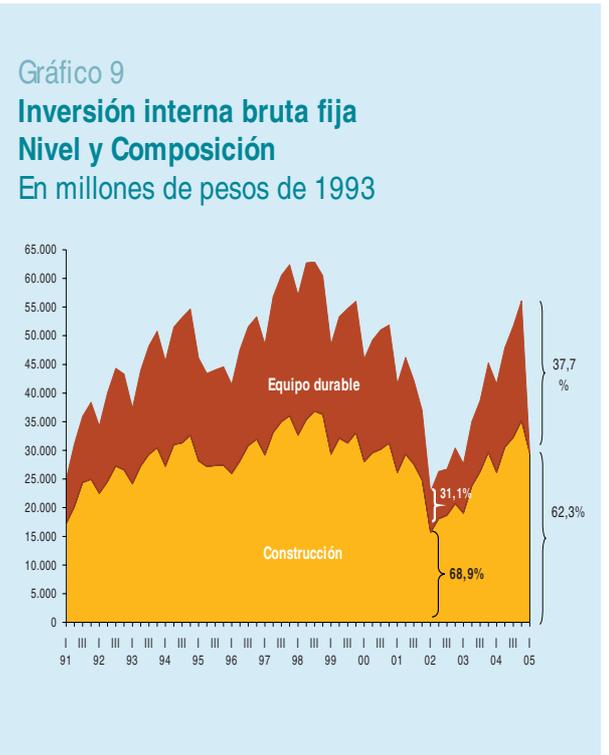
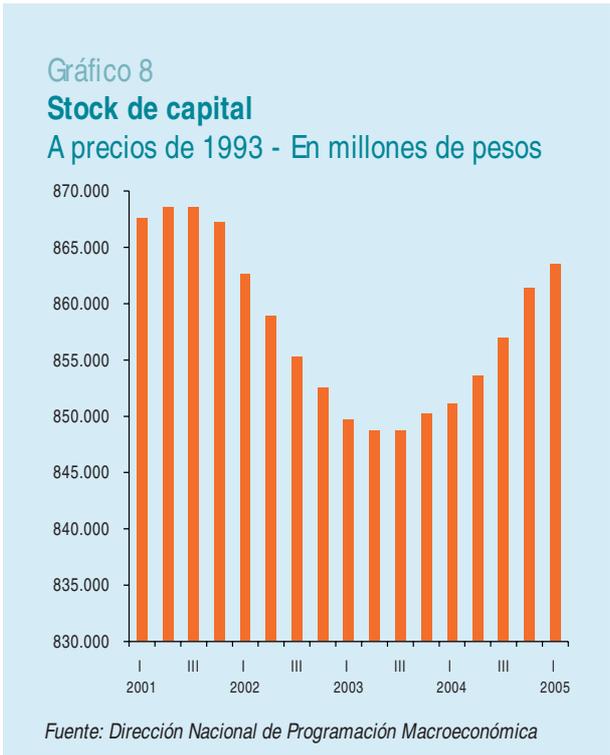
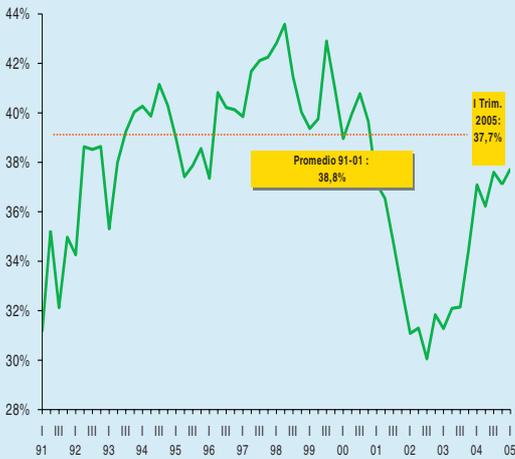


Gráfico 10
Equipo Durable
En % de la Inversión Bruta Fija



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de INDEC

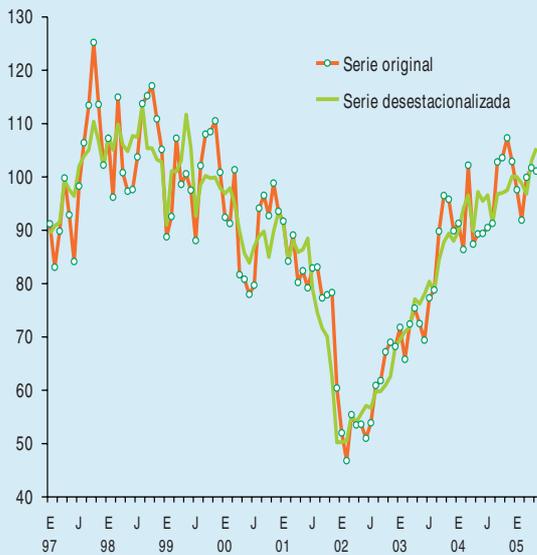
Gráfico 11
Inversión Interna Bruta Fija
Índice de precios implícitos – 1993 = 100



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

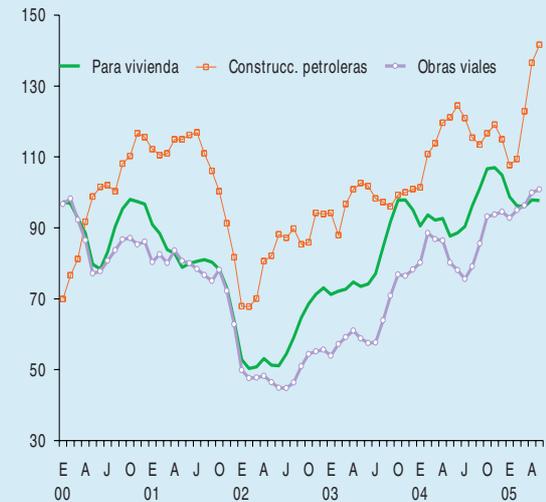
Medida a valores corrientes, la inversión del primer trimestre de 2005 alcanzó los \$ 89.074 millones. La diferente evolución de los precios implícitos incidió en la distribución de los montos invertidos entre el equipo nacional e importado, dado que la caída interanual en los precios del equipo importado (-5,2% i.a.) definió un nuevo aumento en la participación de la maquinaria y equipo importados a expensas del nacional, proporción que alcanza uno de sus valores máximos (55%) (Gráfico 11). El ahorro nacional bruto superó en el trimestre a la inversión y se nota asimismo una recomposición del ingreso de capitales de

Gráfico 12
Indicador Sintético de Actividad de la Construcción
Índice 1997 = 100



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de INDEC

Gráfico 13
Evolución del Indicador Sintético de Actividad de la Construcción por bloques
Índice 1997 = 100.
Promedios móviles de 3 meses



Fuente: INDEC

extranjeros y residentes a partir del canje de deuda en default. No obstante, se intentó desalentar que se dirija a la especulación financiera de corto plazo y no a fines productivos, imponiéndole restricciones².

La inversión en construcción se mantuvo en expansión, aunque a un ritmo algo menor, al registrar una variación a valores constantes de 12,7% i.a. en el trimestre. Los diversos indicadores sobre los datos de ventas y producción de varios insumos clave, las escrituras anotadas en el Registro de la propiedad, los permisos de edificación que releva el INDEC y los puestos de trabajo declarados al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones permiten visualizar que esta expansión se profundizó en los meses subsiguientes.

La superficie autorizada a construir con los permisos de edificación para obras privadas³ creció en el primer trimestre 29,4% i.a. y volvió a expandirse fuertemente en el bimestre abril-mayo (60,7% i.a.), gracias al interés de inversionistas y desarrolladores en las ciudades de Buenos Aires y Córdoba. En estos distritos enfrentan un aumento de la demanda motorizada por la disponibilidad de financiamiento. Del mismo modo el ISAC, que se había desacelerado notablemente en el primer trimestre (3,4% i.a.), retomó un ritmo más elevado en el bimestre abril-mayo al expandirse 14,8% i.a., y también se refleja en las variaciones de la serie desestacionalizada, que al crecer 6,3% y 2,3% m/m en los meses mencionados, condujeron al indicador a alcanzar un valor que no se registraba desde el año 1998 (Gráfico 12).

La apertura de la información que provee el ISAC por bloques⁴ (Gráfico 13) indica un gran dinamismo en las diferentes tipologías de obras, especialmente las viales, de infraestructura y petroleras, en el último bimestre, pero fue también importante la consecución de obras en el sector privado.

Las opiniones sobre el mes de junio de 2005 (contenidas en la Encuesta Cualitativa de la Construcción) resultaron positivas para las empresas que se dedican a obras públicas, y privadas y no difieren sustantivamente de las captadas el mes anterior. La puesta en marcha de nuevos planes de obras públicas y el crecimiento de la actividad económica activan la demanda del sector. Con respecto al personal ocupado también coinciden en esperar incorporaciones de mano de obra y más aún, el 31,6% de los empresarios privados manifestó tener dificultades para satisfacer su demanda de personal, que en el caso de los contratistas públicos alcanzó al 22,7%. Las necesidades de crédito se estiman positivas en ambos sectores, aún cuando una muy elevada proporción declara que no toma crédito. En el caso de las empresas que se dedican a obras privadas, los principales destinos de los créditos recibidos se canalizan hacia financiación de clientes y el pago de salarios, mientras que en las públicas se asignan a la adquisición de bienes de capital y también a financiar clientes.

La inversión en equipo de producción de origen nacional a valores constantes (Gráfico 14) volvió a mostrar en el último trimestre una variación positiva (7,9% i.a.), pero sensiblemente inferior a la observada el año anterior, en el cual había acumulado un alza de 22,7%. En esta ocasión la incorporación de material de transporte (26,7% i.a.) retomó un mayor dinamismo que la inversión en maquinaria y equipo que sólo creció 1,6% i.a.

En el segundo trimestre de 2005 volvieron a registrarse alzas generalizadas en las ventas de automotores, superando un poco las de origen nacional el alza en las de importados. El mayor incremento se observó en los vehículos de carga y pasajeros (46,1% i.a.), automóviles (33,2% i.a.) y utilitarios (23,3% i.a.).

La inversión en bienes de capital importados, medida a precios constantes, mantuvo un buen ritmo de incremento en el primer trimestre (23,5% i.a.), pero desacelerado con respecto a las variaciones registradas en los 2 años anteriores. A valores corrientes el crecimiento fue algo inferior (17,1%), influido por la baja en los precios implícitos del 5,2%, producto de sendas caídas en el tipo de cambio y en los precios de las importaciones de bienes de capital. De acuerdo con los datos de comercio exterior provenientes del INDEC, las compras externas de equipo en el primer trimestre de 2005 alcanzaron los U\$S 1.354,9 millones, con lo cual representaron 22,8% del total de importaciones. El valor importado, 16,4% superior al del año anterior, es el resultante de un importante incremento en las cantidades (21,5%), ya que los precios se redujeron 4,2%.

El alza de las importaciones de bienes de capital durante el primer trimestre de 2005⁵ (15,2%) se notó más entre los productores de bienes transables, registrándose disminuciones notorias en los sectores de transporte y agro (Cuadro 3). Las mayores contribuciones al alza provinieron de la industria manufacturera (9,1%), de las comunicaciones (8%) y de la construcción (6,2%), observándose las mayores compras en equipo de oficina, celulares y maquinaria para la construcción. En la baja del sector

2 El Decreto 616/05 fijó un encaje del 30% por 365 días a los capitales que ingresen bajo determinadas condiciones (ver Anexo del capítulo Dinero y Bancos).

3 La superficie a construir registrada por los permisos de edificación para obras privadas se releva sobre una nómina representativa de 42 municipios distribuidos en el territorio nacional.

4 Ver Cuadro A2.2 del Apéndice Estadístico.

5 Se comentan en este apartado las cifras efectivamente importadas en ese período (U\$S 1.339,5 millones), ya que las mencionadas en el párrafo anterior incluyen estimaciones.

de transporte incidieron las menores compras de aeronaves, con respecto a igual período del año anterior, y en el agro se adquirieron menos segadoras-trilladoras y tractores.

Si se tiene en cuenta la demanda de las diversas ramas industriales, agrupadas de igual modo que el Estimador Mensual Industrial (EMI) que calcula el INDEC, se observa que hubo un aumento en las compras externas de equipo, en valores monetarios, en la mayoría de los sectores considerados, observándose los mayores incrementos porcentuales en las industrias productoras de alimentos y bebidas, caucho y plástico, edición e impresión, metalmecánica, automotriz y papel y cartón. Se notaron, en cambio, menores compras en los productores de tabaco, químicos, metálicas básicas y minerales no metálicos. De estos sectores, el único que redujo su nivel de actividad y la utilización de la capacidad instalada fue tabaco. Los otros presentaron un aumento productivo.

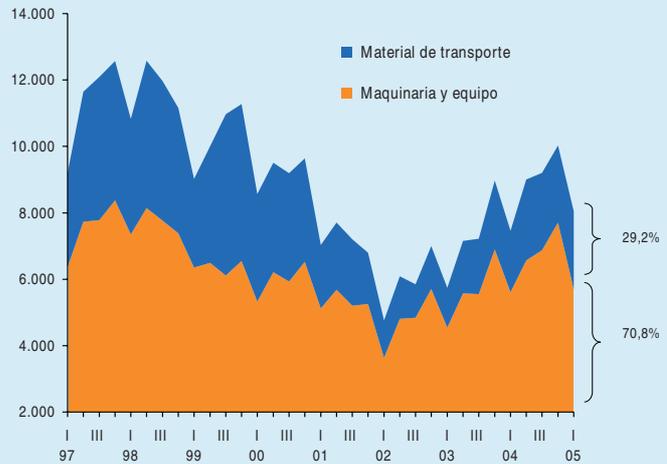
2.3 Exportaciones netas

El primer trimestre de 2005 el saldo de exportaciones netas resultó positivo y decisivo en la contribución (0,7%) al crecimiento desestacionalizado del producto con respecto al cuarto de 2004.

Este resultado fue una combinación del aumento de las exportaciones (4,5%) y una baja en las importaciones (-0,4%). Las primeras comenzaron a exhibir un comportamiento más dinámico que las importaciones a partir del tercer trimestre del año anterior, revirtiendo la tendencia que habían mostrado hasta ese momento en que la recuperación del producto parecía inducir una mayor respuesta de las compras externas, producto de la superior elasticidad ante variaciones en el ingreso, frente a la reacción que experimentan las exportaciones ante variaciones en los precios. En efecto, en el primer trimestre de 2005 el incremento interanual de las exportaciones (18,8%) superó al de las importaciones (16,2%), y ello a pesar de que se notó en el período una baja en los términos del intercambio. Por un lado se redujeron 5,3% i.a. los precios de nuestras ventas externas, contra una suba de los de las importaciones (7,7% i.a.), dando como resultado una baja del 12% i.a. en los términos del intercambio (ver capítulo de Precios).

El incremento interanual de los valores exportados se observó en todos los rubros, especialmente en el de las Manufacturas de origen industrial (MOI)

Gráfico 14
Inversión en equipo nacional – Nivel y Composición
En millones de pesos de 1993



Fuente: INDEC

Cuadro 3
Importaciones de bienes de capital por sector productivo (1)

	I Tr 2004		I Tr 2005		Variac. % 2005/04
	Miles de US\$	Partic.%	Miles de US\$	Partic.%	
Total importaciones	1.162.978	100,0	1.339.506	100,0	15,2
Industria Manufacturera	245.274	21,1	351.481	26,2	43,3
Comunicaciones	173.753	14,9	267.002	19,9	53,7
Transporte	392.245	33,7	261.231	19,5	-33,4
Construcción	75.625	6,5	147.716	11,0	95,3
Comercio, banca y seguros	61.621	5,3	93.639	7,0	52,0
Agro	113.082	9,7	81.914	6,1	-27,6
Electricidad, gas y agua	61.342	5,3	79.541	5,9	29,7
Salud	23.958	2,1	29.852	2,2	24,6
Resto sin clasificar	8.570	0,7	16.706	1,2	94,9
Investigación	5.383	0,5	6.778	0,5	25,9

(1) Cifras sujetas a revisión. Los sectores están ordenados de mayor a menor según la participación en las importaciones de bienes de capital durante el año 2005.

Fuente: Elaborado por Subsecretaría de Programación Macroeconómica sobre la base de datos del INDEC.

donde el 27,5% se debió a un alza de 18,1% en los precios y 8% en las cantidades. También fue significativa el alza en las ventas de los productos primarios, pero aquí la composición fue totalmente diferente porque hubo una baja en los precios (-18%) acompañada de una fuerte suba en las cantidades (48,9%). Algo similar ocurrió con las Manufacturas de origen agropecuario, donde también se observó una baja en los precios (-15,9%), pero las cantidades subieron un poco menos (20,3%). Productos tradicionales como cereales, semilla y frutos oleaginosos y carnes registraron los mayores incrementos medidos en cantidades. En el caso del rubro Combustibles, a pesar de la continua mejora en los precios (12,8%), las cantidades exportadas disminuyeron (-7,9%) por la menor disponibilidad de recursos energéticos. Al interior del grupo de las MOI, se verificaron variaciones positivas de precios en todos los sectores considerados, dentro de los cuales se destaca el de metales comunes y sus manufacturas. Sin embargo, en cantidades exportadas, fue el sector productor de material de transporte el que lideró las ventas.

Por el lado de las importaciones el incremento detectado en los valores corresponde a aumentos tanto en las cantidades como en los precios. Son de destacar las importaciones de combustibles y lubricantes, en previsión de un exceso de demanda, de bienes de consumo, intermedios y piezas y accesorios, así como de bienes de capital.

3. Oferta global

Analizando el desempeño de la actividad económica por el lado de la oferta se consolida una expansión del PIB de manera más homogénea que alcanza al conjunto de los sectores de la economía. En cuanto a las importaciones siguen motorizadas por el buen desempeño del nivel de actividad, pero a un ritmo más desacelerado. Esto se traduce en variaciones positivas cada vez menores tanto de la serie a valores constantes como de la desestacionalizada con respecto al trimestre anterior.

El incremento interanual del PIB en el primer trimestre del año (8% i.a.) y los indicadores posteriores como el EMAE, confirman el mantenimiento de la fase expansiva del ciclo iniciado a mediados de 2002. El buen nivel de las demandas interna y externa, así como el paulatino resurgimiento del crédito y las medidas de incentivo a la producción permiten alentar buenas perspectivas para el resto del año, tal como queda reflejado en las expectativas relevadas por el BCRA en el REM que alcanzan a 7%.

Respecto de la composición sectorial del PIB durante el primer trimestre de 2005 se observó, por primera vez desde el inicio de la recuperación, un mayor crecimiento en los sectores productores de servicios (7,6% i.a.), con respecto a los productores de bienes (7,3% i.a.) (Cuadro 4). Esta variación del comportamiento por tipo de bienes respondió al reacomodamiento en los precios relativos a favor de los servicios luego del fuerte cambio que conllevó la devaluación en 2002. Ya a partir del segundo semestre de 2003 la variación de los precios implícitos en el producto mostró una mayor magnitud de los correspondientes a servicios, con la única excepción del segundo trimestre de 2004, de modo que en el primer trimestre el crecimiento de éstos alcanzó a 9,3% i.a., mientras que el de los bienes fue inferior (4,8% i.a.).

Entre los productores de bienes, el comportamiento de actividad más expansivo lo continuó mostrando la construcción (16,3%

a.), en esta oportunidad seguida del agro (8,8% i.a.), la industria (6% i.a.) y electricidad, gas y agua (5,1% i.a.), mientras que entre los sectores productores de servicios fue relevante el aumento del transporte, almacenamiento y comunicaciones (14,4% i.a.), la intermediación financiera (13,1% i.a.), el comercio mayorista, minorista (10,1% i.a.), otras actividades de servicios comunitarias, sociales y personales (8,9% i.a.) y de hoteles y restaurantes (8,1% i.a.).

Entre los sectores que componen la producción primaria, se observó el mencionado incremento de la agricultura, ganadería, caza y silvicultura (8,8%

Cuadro 4
Estimación del Producto Interno Bruto a precios de 1993 (*)
Variaciones porcentuales interanuales

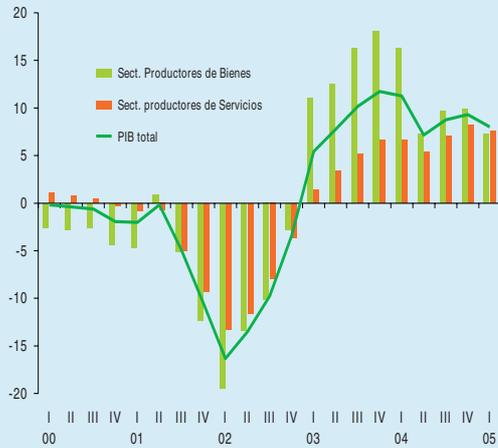
Concepto	2003	I Tr 04	II Tr 04	III Tr 04	IV Tr 04	2004	I Tr 05
PIB A PRECIOS DE MERCADO	8,8	11,3	7,1	8,7	9,1	9,0	8,0
SECTORES PRODUCTORES DE BIENES (1)	14,5	16,3	7,3	9,6	9,9	10,5	7,3
AGRICULTURA, GANADERIA, CAZA Y SILVICULTURA	7,0	9,0	-11,1	3,0	6,4	-1,0	8,8
INDUSTRIA MANUFACTURERA	16,0	15,8	13,8	10,0	9,2	12,0	6,0
CONSTRUCCION	34,4	41,4	32,6	26,4	21,8	29,4	16,3
SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS (1)	4,2	6,6	5,4	7,0	8,2	6,8	7,6

(1) A precios de productor.

(*) Estimaciones preliminares.

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

Gráfico 15
PIB – Sectores productores de bienes y servicios
 Var. % interanual



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

Gráfico 16
Evolución del Estimador Mensual Industrial (EMI)
 Índice 1993=100



Fuente: INDEC

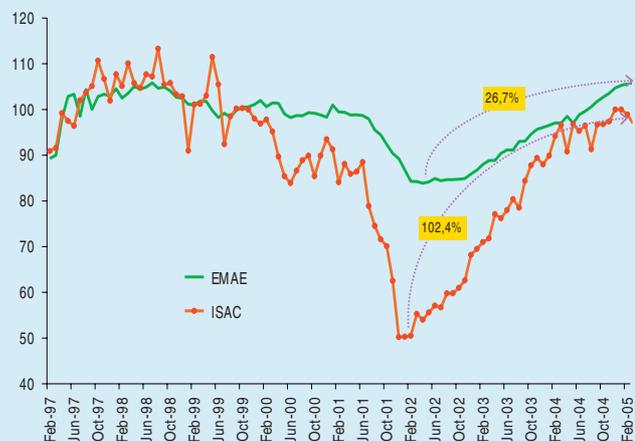
i.a.), junto con caídas en el sector de pesca (-17% i.a.), y en la explotación de minas y canteras (-3% i.a.). La suba en el agro se originó en superiores rendimientos en las cosechas de soja y otros cultivos como maíz, sorgo y girasol.

En la industria manufacturera el crecimiento del nivel de actividad alcanzó a 6% i.a., cifra que representa una desaceleración con respecto a los trimestres anteriores. En esta oportunidad la tasa de variación resultó más baja que la del PIB total de modo que su participación retrocedió un poco hasta alcanzar a 16,5%, muy por arriba del 11% mínimo observado en el primer trimestre de 2002. Para el segundo trimestre de 2005 se puede esperar una nueva expansión del sector, ya que el Estimador Mensual Industrial (EMI) si bien se contrajo un poco en abril (-0,3%) volvió a mostrar una variación positiva significativa en mayo de 1,2% respecto del mes anterior desestacionalizada (Gráfico 16).

La construcción, no fue ajena a la desaceleración del nivel de actividad durante el primer trimestre de 2005 pero se mantuvo como el sector más dinámico al igual que lo viene siendo desde el inicio de la recuperación, luego de la crisis de 2002. Actualmente, la actividad de la construcción se encuentra operando a niveles similares a los del 2000 con un incremento interanual de 16,3% en el primer cuarto del corriente año (Gráfico 17).

Tanto la demanda de insumos, medida principalmente por el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), como el incremento del empleo sectorial, avalan estos resultados. No obstante, en los meses subsiguientes, la actividad pareció recobrar un nuevo impulso al crecer 6,3% y 2,3% con relación al mes anterior en abril y mayo, sustentada por el aumento registrado en obras privadas y particularmente en obras viales, de infraestructura y otros tipos de edificios. Hubo tam-

Gráfico 17
Construcción y Actividad económica
 Series desestacionalizadas – Base 1977 = 100



Fuente: INDEC

bién anuncios de importantes inversiones en cadenas hoteleras, un megacomplejo en Vicente López y la remodelación del Aeroparque metropolitano. La actividad se ha beneficiado desde 2003, por la canalización de ahorros en moneda extranjera hacia la inversión en inmuebles, dada la baja en el tipo de cambio y en las tasas de interés pasivas.

Por su parte, los sectores productores de servicios crecieron, durante el primer trimestre de 2005 7,6% i.a. Como ya se mencionó, los rubros de mayor crecimiento fueron el transporte, almacenamiento y comunicaciones, la intermediación financiera y el comercio mayorista y minorista, pero el resto de los sectores también mostró variaciones positivas. Estas oscilaron entre 8,9% y 2,6%, casos polares que correspondieron a otras actividades de servicios comunitarias, sociales, personales y de servicio doméstico, por un lado, y la administración pública y defensa, por el otro. Al ubicar su participación en 61,4% del producto total, la contribución de los servicios al crecimiento interanual del PIB se vuelve relevante a partir del segundo trimestre de 2004 cuando comienza a ser superior a la de los sectores productores de bienes.

El suministro de electricidad, gas y agua también se expandió (5,1% i.a.), dadas las subas en la generación eléctrica del 4,8%, el gas entregado a la red y el mayor volumen de agua librado al consumo, que en el caso particular del Gran Buenos creció 1,6% en el trimestre.

Más recientemente, el EMAE del mes de abril de 2005 volvió a mostrar una variación positiva, tanto en la comparación interanual (9,8% i.a.) como en la desestacionalizada con el mes anterior (0,6%), acumulando desde comienzos de 2002 un alza del 26,7% (ver Gráfico 17).

4. La industria

4.1 Evolución durante el primer trimestre de 2005

Con la suba registrada en el primer trimestre de 2005 (6% i.a.), la industria manufacturera se ubicó un poco por debajo de los niveles productivos vigentes en igual trimestre de 1998 (-2%), los máximos históricos hasta el momento. A precios corrientes, los \$ 99.594 millones representaron un alza interanual de 12,1%. Nuevamente el incremento productivo estuvo acompañado con una mejora en los niveles de empleo. Según la Encuesta Industrial que efectúa el INDEC los obreros ocupados aumentaron, 7,9% i.a. y las horas trabajadas 6,5% i.a., en el último trimestre. Los mayores incrementos interanuales se observaron en las ramas de fabricación de equipos de radio, TV y comunicaciones, de vehículos automotores y equipo de transporte, fabricación de instrumentos médicos, ópticos y de precisión, relojes, etc, prendas de vestir y fabricación de maquinaria y aparatos electrónicos, motores, equipos y suministros eléctricos. Las 2 primeras ramas mencionadas son también las que más incrementaron las horas trabajadas y los obreros ocupados en el mismo período. En los meses posteriores, el EMI también mostró variaciones positivas en la comparación interanual (10,2% y 8,4% en abril y mayo) y en la serie desestacionalizada, se observó una suba en el último mes (1,2%) que eleva el valor de la tendencia a un nivel récord.

En el primer trimestre de 2005 se observó tanto en los indicadores de producción como en los de ventas seleccionados un neto predominio de alzas interanuales⁶.

Dentro de los sectores productores de bienes exportables continúan destacándose la industria automotriz, en sus diferentes variantes de vehículos, gracias al mantenimiento de una buena demanda externa pero también beneficiada por la recuperación del mercado interno, y la producción de fibras textiles sintéticas. A estas ramas se agrega un buen desempeño en el rubro de aceites y subproductos oleaginosos.

Entre los sectores productores de bienes orientados al mercado interno también se mantiene muy dinámica la actividad de las editoriales e imprentas, las que a su vez impulsaron el avance del sector papelerero. Se destaca asimismo, la evolución en algunos alimentos y calzado deportivo.

Por su parte las actividades sustitutivas de importaciones resultaron uno de los sectores más dinámicos, principalmente en la industria de electrodomésticos motorizados por la mejora en el poder adquisitivo y el paulatino retorno del crédito.

Con respecto al desempeño productivo sectorial en el primer trimestre de 2005, dentro del agregado de minas y canteras continuó retrocediendo la extracción de petróleo crudo (-3,6%) luego de tres años de caídas consecutivas y a pesar de haber alcanzado precios récord en los mercados internacionales, así como de haber aumentado los metros perforados y los pozos terminados, hecho que estaría indicando una declinación en los yacimientos. La producción de gas natural, a su vez, creció

⁶ El desempeño trimestral de los distintos sectores productivos se puede observar a través de una serie de indicadores de producción y ventas al mercado interno, cuya evolución mensual se detalla en el Apéndice Estadístico.

modestamente en el último trimestre (2% i.a.), luego de una suba anual en 2004 del 3,1% que puede resultar insuficiente para afrontar el incremento esperado en la demanda. En este sentido, en abril se reimplantó el sistema de premios y castigos para los usuarios de gas⁷ y aumentó el precio del GNC a partir del mes de mayo.

En el primer trimestre la mayoría de los sectores integrantes de la industria manufacturera continuó mostrando una trayectoria positiva en sus niveles productivos, al tiempo que hubo un aumento en la utilización de la capacidad instalada (UCI). Según la encuesta del INDEC, la UCI promedio de la industria ascendió a 68,8%, mientras que en el primer cuarto de 2004 este porcentaje llegaba a 67,9%. Las alzas más pronunciadas se siguen notando en los sectores que más se habían visto afectados por la crisis económica de 2002 y que recuperaron posiciones, como artefactos del hogar, equipo de transporte, textiles y determinados alimentos. Las industrias metálicas básicas mantuvieron su dinamismo, mientras que las bajas correspondieron a algunos químicos, petróleo y tractores.

En la industria alimenticia se observaron, en el primer trimestre, alzas en el nivel de actividad de galletitas y bizcochos (24,6% i.a.), aceites vegetales (17,7% i.a.) y subproductos oleaginosos (16,7% i.a.), la faena de aves (10,9% i.a.) y en las ventas de azúcar (26,6% i.a.) y de bebidas gaseosas (8,2% i.a.). Retrocedieron, en cambio, las de vinos (-13,4% i.a.), al igual que la producción de harina de trigo (-5,4% i.a.) y la faena vacuna (-0,8% i.a.), mientras que se mantuvo prácticamente sin cambios la elaboración de bebidas espirituosas (-0,1% i.a.).

La débil contracción en el caso de las carnes vacuna no afectó a las exportaciones que exhibieron un comportamiento muy dinámico. Según datos del Senasa las ventas externas se expandieron 40% en toneladas y 36% en dólares en el primer trimestre. También fueron de una magnitud significativa las ventas de carne y subproductos aviares, del orden del 45% tanto en toneladas como en dólares. Junto con la buena evolución de la demanda interna, también sostenida, impulsan la concreción de inversiones para ampliar la capacidad productiva y de almacenaje.

La expansión de la industria aceitera se vincula con la disponibilidad de materia prima, gracias a los buenos rendimientos obtenidos. Son de destacar en el sector las cantidades exportadas, aún con precios que han disminuido.

En el primer trimestre la industria textil se encontraba trabajando con un buen nivel productivo, con la excepción de los hilados sintéticos, y el cuero bovino curtido. Crecieron la producción de fibras sintéticas (70,7%), los hilados celulósicos (38%) y el calzado deportivo (24,8%). Si bien se continúa sustituyendo importaciones en algunos rubros, en otros, el ingreso de material importado proveniente de países muy competitivos sigue generando el reclamo de los sectores privados para el establecimiento de regulaciones que moderen el impacto de la liberación del comercio internacional a partir de la finalización del Acuerdo de Textiles y Vestimenta, y el apoyo a una política de inversiones que permita mejorar la productividad sectorial.

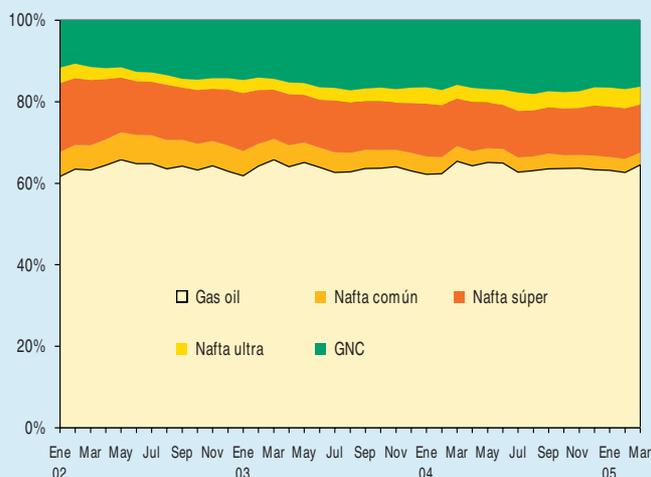
En el sector papelerero se observó, por un lado, un notorio aumento del papel para diarios (41,3%), pero por el otro una baja en la producción de pasta de papel (-4,5%). El buen nivel de actividad de editoriales e imprentas y las exportaciones, en particular de los papeles para impresión, ha incidido en la utilización de la capacidad instalada en la industria que en promedio se ubicó en 84,3%. Los 0,7 puntos porcentuales por debajo de la del primer trimestre del año anterior, se debieron a la concreción de inversiones que han ampliado la capacidad instalada en el transcurso del 2004.

Entre los productos químicos y derivados del petróleo predominaron alzas en sus niveles productivos con respecto al año anterior. Los mayores aumentos se observaron en la producción de fuel oil (25,3%), PVC (17,4%), neumáticos (16,2%), negro de humo (14%) y urea (9,8%). Un escalón más abajo se situaron los incrementos en: isopropanol (4,2%), jabones (3,2%), polipropileno (2,4%), gas oil (1,6%), petróleo procesado (1,1%) y caucho sintético (0,4%). A su vez, las principales disminuciones tuvieron lugar en la elaboración de: ácido sulfúrico (-9,4%), polietileno (-8,3%), cloro (-3,9%), soda cáustica (-3,6%) y naftas (-1,8%).

El perfil productivo en las áreas de refinación de petróleo continúa caracterizado por un aumento en la producción de fuel oil que opera como sustituto del gas, a raíz de la escasez local de este combustible y el aumento registrado en el precio internacional del petróleo crudo. Al tiempo que se notó la recuperación de la economía, en el segundo trimestre de 2003, se observó un cambio en el patrón de comportamiento de la demanda de naftas. Comenzaron a crecer las ventas de las de calidad ultra y se redujeron las de calidad inferior o común. Este cambio también se reflejó en el mix de producción. De todos modos la participación de las naftas en el mercado de combustibles local fue decayendo hasta representar el 18,3% en el primer trimestre de 2005, mientras que el gas oil y el GNC abastecen el 65,3% y 16,4%, respectivamente (Gráfico 18). Las ventas de éste último crecieron 6,4% en el trimestre, algo por encima del 5,7% y 4,6% registrados en las de gas oil y naftas, respectivamente.

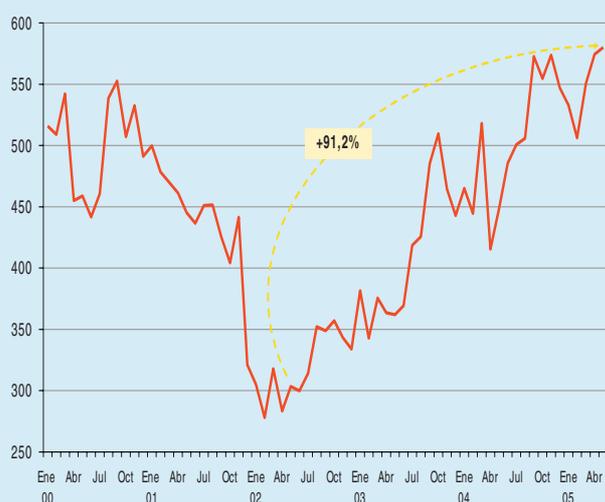
El buen desempeño de la industria automotriz y de la demanda externa ha impulsado la producción total de neumáticos cuya

Gráfico 18
Producción y ventas al mercado interno de naftas
En miles de metros cúbicos



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de INDEC

Gráfico 19
Despachos de cemento en el mercado interno
En miles de toneladas



pliar la oferta, mejorar la productividad e incorporar mayor valor agregado a la producción doméstica. Se expandió también en el trimestre la producción de zinc (2%), pero disminuyó la de aluminio primario (-1,4%) cuya planta viene operando con plena utilización de la capacidad.

industria se encontraba trabajando en marzo de 2005 al 96% de su capacidad instalada, mientras que un año atrás ese porcentaje de utilización alcanzaba al 88%. El sector se encuentra ejecutando importantes planes de inversión, ante perspectivas favorables sobre la evolución de la demanda.

Las ventas de medicamentos se redujeron 0,9% en el primer trimestre, en parte como resultado del aumento de precios en ciertos productos, pero se recuperaron en los meses posteriores de abril (6,1% i.a.) y mayo (21% i.a.). La facturación⁸ de la industria dirigida al mercado interno creció en el período 26,9%, cifra en la cual pesan el aumento de los de producción nacional y principalmente de los importados, en tanto que las exportaciones sufrieron una baja considerable.

La rama de producción y ventas de los principales insumos para la construcción mostró disímiles signos de variación. Por un lado crecieron los despachos de cemento (11,4%), de asfaltos (23,8%) y de vidrios (12,8%) y por otro se redujeron las producciones de pinturas (-5,2%) y cerámicos (-0,8%) y las ventas de tubos sin costura (-1,8%) destinados a abastecer obras públicas y privadas. El firme aumento en los permisos de edificación en una nómina de 42 municipios desde enero a mayo de 2005 y los múltiples anuncios de inversiones en la construcción de edificios en los principales centros urbanos permiten prever buenas perspectivas para los insumos de la actividad.

En la industria siderúrgica se observaron nuevas alzas en el último trimestre en las diferentes etapas de elaboración, con una utilización de la capacidad instalada que es de las más elevadas. En marzo alcanzaba a 98,4%. Las subas oscilaron entre 10,3% en el caso de los laminados planos y 0,8% en los tubos sin costura, con alzas de 6,9% en acero crudo; 5,7%, en hierro primario; 5,1%, los laminados en frío y 1,7%, los laminados no planos. Estos incrementos se dirigen a abastecer tanto al mercado interno como al externo, motorizado el primero por las industrias automotriz, agroindustrias, metalmecánicas y la construcción. Las principales firmas siderúrgicas han confirmado inversiones que permitirán ampliar

8 Resultados de la encuesta realizada por el INDEC a la industria farmacéutica en el primer trimestre de 2005.

En el primer trimestre de 2005 la industria automotriz volvió a mostrar destacados aumentos en las ventas de vehículos nacionales (41,7%) e importados (30,7%) y en el segundo se mantiene este mayor dinamismo de las ventas de vehículos de origen nacional (30,7% y 25,5%, respectivamente). Las 196.560 unidades vendidas en el primer semestre están proyectando un mercado de 400.000 vehículos para el año, de manera tal que se ubicarían un 12% por debajo del máximo vendido en 1998 en que se comercializaron 455 miles de unidades.

Del total producido en el semestre (143,2 miles de unidades), el 53,4% se destinó a la exportación, con un avance del 31,8% sobre las ventas externas efectuadas en igual período de 2004, gracias a una sostenida política de apertura de nuevos mercados, mientras que el resto se dirigió al consumo interno junto con una desacumulación de inventarios. La mejora en los ingresos y en el acceso al sistema financiero determinaron la recuperación de las ventas totales al mercado interno, con la particularidad de una alta participación de las unidades importadas en el total de ventas (64,3% en promedio en el semestre). Este aumento de las importaciones profundizó el déficit en el intercambio 31% con respecto al primer semestre de 2004. No obstante, se advierte una creciente participación de autopartes de fabricación nacional que antes se importaban. Como incentivo a este desempeño se pondrá en marcha un plan de reintegros de hasta 8% para la compra de autopartes locales que beneficiará a las automotrices que fabriquen nuevos modelos. Se espera con esta medida dinamizar la producción doméstica y al mismo tiempo inducir a una baja en los precios de los vehículos.

La fabricación de tractores se retrajo (-9,5%) con relación al primer trimestre de 2004, luego de haberse triplicado en los dos años anteriores. Las ventas de maquinaria agrícola, también mostraron caídas interanuales. Las unidades vendidas se redujeron 21,8%, mostrando una mayor contracción las de origen importado (-34,3%), de modo que las nacionales recuperaron más de la mitad de participación en el mercado. Si se tiene en cuenta

la facturación, en cambio, hubo un incremento en el equipo nacional del 17,7%⁹. La baja en el total de unidades vendidas se debió a las menores entregas de tractores (-10,6%), cosechadoras (-43,1%), sembradoras (-35,2%) e implementos (-15,1%). La menor demanda pudo deberse a que todos estos bienes registraron un incremento en los precios medios, las cosechadoras, 36%, los implementos, 34%, las sembradoras, 29% y los tractores, 1,1%.

Gráfico 20
Industria siderúrgica
En miles de toneladas

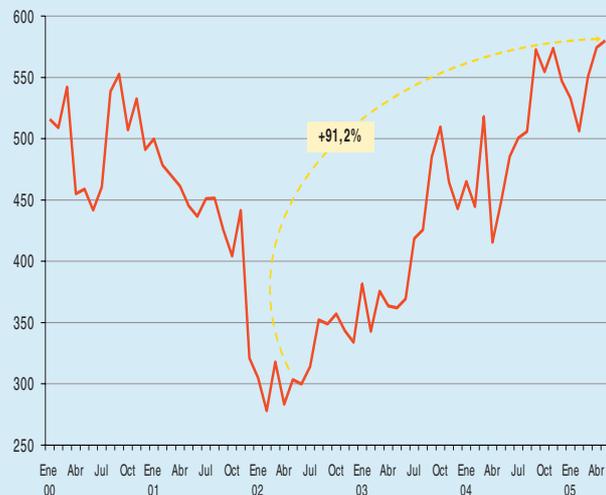
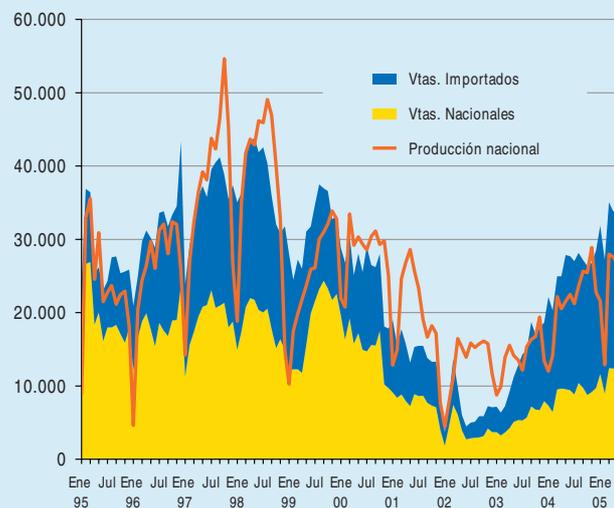


Gráfico 21
Producción y ventas de autos
En unidades

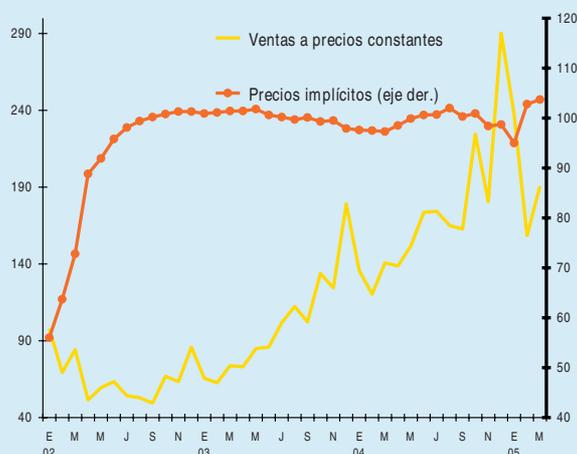


9 El INDEC realiza una encuesta sobre la industria de maquinaria agrícola, efectuada a 50 empresas que constituyen el núcleo del sector e incluye tanto a las que fabrican como a las que comercializan productos importados.

Gráfico 22

Ventas de electrodomésticos y artículos para el hogar a precios constantes y precios implícitos

Indices base 2003 = 100



La fabricación de bienes de consumo durables continúa siendo una de las más dinámicas, junto con los automotores. En el trimestre crecieron tanto la producción de los denominados "línea blanca": refrigeradores (71,8%), acondicionadores (60,3%), lavarropas (25%), secarropas (39,9%), cocinas a gas (4,1%), congeladores (1,4%), como los de la "línea marrón": televisores color (76,4%), videogra-badores y videoreproductores (27,3%), re-productores de discos y DVD (58,1%). Disminuyó, en cambio, la producción de teléfonos particulares (-36,6%) y calefactores y estufas (-2,6%), en la comparación interanual. La encuesta que elabora el INDEC a los comercios de electrodomésticos indicó un incremento de las ventas a precios constantes de 47,8% en el primer trimestre ante una moderada suba en los precios (3,1%) (Gráfico 21). La mejor oferta de créditos y la existencia de un consumo "rezagado" de este tipo de bienes ha tenido también un impacto sobre el consumo que se tradujo en fuertes subas de las importaciones. Esto ha llevado a la implementación

de acuerdos de comercio entre privados y el reclamo a las autoridades para la protección de la producción local. En este sentido, se estudia la utilización de cláusulas de salvaguarda con Brasil ante un aumento súbito de las importaciones por encima de determinadas cuotas.

Superados estos niveles las compras pagarían el AEC (arancel externo común) que tributan los terceros países.

Cuadro 5

EMI - Evolución de la producción y tasa de utilización de la capacidad productiva

Variaciones porcentuales

Concepto	Evolución de la producción sectorial			Utilización de la capacidad productiva May 05
	May 05/ Abr 05 (*)	May 05/ May 04	En-May 05/ En-May 04	
NIVEL GENERAL	1,2	8,4	7,4	70,6
Industria Alimenticia	-2,4	3,7	4,5	70,6
Productos de tabaco	-0,9	-2,6	-11,2	61,5
Industria textil	9,4	12,2	7,3	83,3
Papel y sus manufacturas	2,4	22,6	9,0	85,7
Edición e Impresión	-4,6	15,8	9,1	73,0
Refinación de petróleo	-1,1	-3,5	-0,6	83,8
Sustancias y productos químicos	1,3	7,4	7,3	76,5
Productos de caucho y plástico	-1,7	10,2	7,9	65,7
Productos minerales no metálicos	-1,1	14,4	14,5	57,1
Industrias metálicas básicas	6,2	13,1	8,1	98,3
Vehículos automotores	-1,0	25,4	31,0	40,9
Resto de la industria metalmeccánica	-1,7	5,3	6,2	64,5

(*) Variaciones de las series desestacionalizadas
Fuente: INDEC.

4.2 Evolución reciente a mayo de 2005

El Estimador Mensual Industrial (EMI) presentó en mayo el mayor valor de la serie histórica desestacionalizada. La suba de 1,2% con el mes anterior mantiene la tendencia positiva que se advierte desde el segundo trimestre de 2002 y que permitió acumular, desde abril de ese año hasta ahora, un 40% de crecimiento.

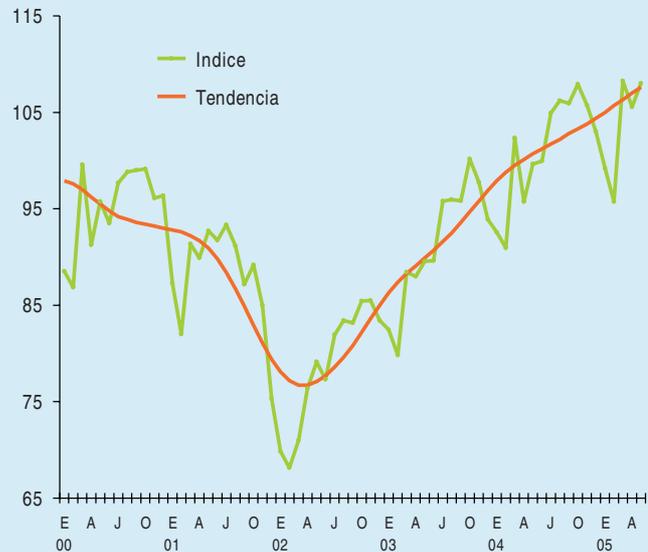
En mayo de 2005 la mayor parte de los sectores observó variaciones interanuales positivas. A nivel de bloques los mejores desempeños correspondieron a las industrias productoras de bienes exportables, como la automotriz, y de bienes dirigidos al mercado interno tales como editoriales e imprentas e industria del papel, los insumos de la construcción y las metá-

licas básicas, aunque también fue digno de destacar el alza de los textiles y productos de caucho y plástico. El mayor incremento siguió manifestándose allí donde la utilización de la capacidad instalada es, en general, inferior a la media. Esta se ubicó en 70,6 para el total de los sectores relevados, 1,7 puntos por encima de mayo de 2004.

En la encuesta cualitativa que acompaña al último comunicado del EMI que publica el INDEC, correspondiente al mes de junio de 2005, las firmas consultadas continuaron mostrando buenas expectativas sobre el desempeño sectorial. Las demandas interna y externa continuaron mostrando un saldo de expectativas positivo entre los que esperaban un aumento y los que esperaban una disminución, y lo mismo ocurrió con relación a los envíos al Mercosur. También predominó un saldo positivo de respuestas para las importaciones de insumos, aunque fue negativo para las provenientes del Mercosur, en un contexto donde el 57,9% de las empresas utiliza insumos que son hasta en un 80% de origen importado. Las expectativas sobre el uso de la capacidad instalada consideraban una mayor proporción de mejoras que de bajas y, en el caso de los stocks de productos terminados, era superior el porcentaje que esperaba una disminución. El 74,6% de las empresas consultadas utilizaría en junio más del 60% de su capacidad instalada. Con respecto al personal empleado y las horas trabajadas, las respuestas netas también fueron positivas. El 87,3% de los encuestados no esperaba cambios significativos en sus necesidades crediticias respecto del mes anterior, y el 10,9% anticipa una suba.

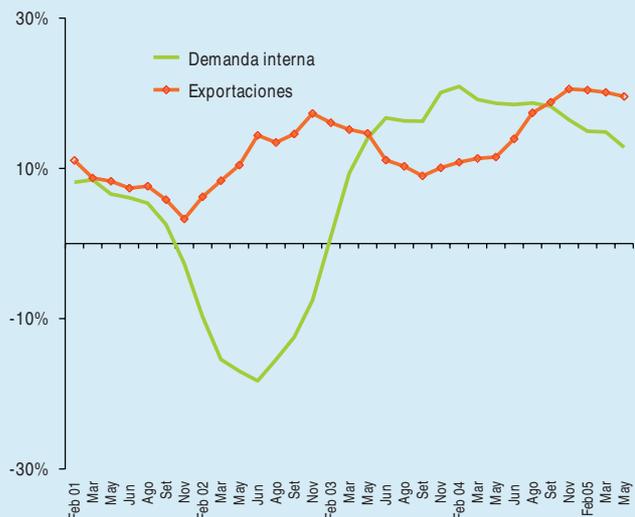
El bloque de la industria alimenticia presentó un incremento del 3,7% i.a. en el mes, con alzas en todos sus componentes. Si bien la variación de la serie desestacionalizada con respecto al mes anterior arrojó una baja de 2,4%, con relación a diciembre de 2004 el alza llega a 2,9%. La utilización de la capacidad instalada (70,6%), igual que la del nivel general, resultó un poco inferior a la vigente en igual mes del año anterior. Los principales crecimientos se verificaron en las producciones de carnes blancas (19,9%), yerba mate elaborada (13,6%), aceites y subproductos (8,1%) y lácteos (7,3%). En el primero y último de los sectores mencionados el dinamismo de las exportaciones explica las expansiones observadas, mientras que en el caso de la yerba mate la anticipación a posibles aumentos de costos originó el aumento de las existencias. En aceites el motivo fue la cosecha récord de granos oleaginosos.

Gráfico 23
Estimador Mensual Industrial
Índice y tendencia



Fuente: INDEC.

Gráfico 24
Encuesta cualitativa de expectativas
Saldo de respuestas positivas
Promedio últimos siete meses (*)



(*) Se calcula como diferencia de la cantidad de respuestas positivas y negativas. Está disponible sólo para los meses de febrero, marzo, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre de cada año.

Fuente: INDEC.

La industria textil creció en mayo 12,2% i.a. y acumuló un alza de 7,3% en los primeros cinco meses, con un porcentaje de utilización de la capacidad instalada (83,3%), algo superior comparando con el mismo período. Esto se dió en un contexto donde las inversiones realizadas durante 2004 procuraron ampliar la capacidad y elevar la competitividad ante el ingreso de importaciones que amenazan la participación de mercado de los productores locales. Estos han renovado en los últimos meses los acuerdos contraídos el año anterior y se beneficiarían también de la implementación de una medida que eleve los aranceles a productos brasileños cuando las importaciones superen determinados niveles.

La industria papelera así como la de editoriales e imprentas mostró alzas de 22,6% i.a. y 15,8% i.a., respectivamente en el mes de mayo, acumulando alzas del 9% y 9,7% en los cinco primeros meses. Con respecto al mes anterior, el primero de los sectores viene creciendo desde hace 4 meses consecutivos y si bien la actividad de edición e impresión se redujo (-4,6%), es la primera baja de modo que no se puede tomar como un cambio de tendencia. La buena evolución de los papeles para diarios e impresión, así como para envases y embalajes se debe a la firmeza de las demandas interna y externa que implicó también alzas en los niveles de utilización de la capacidad instalada con relación a los de un año atrás.

La refinación de petróleo mantiene un comportamiento contractivo (-3,5% i.a.), de mayor magnitud que el acumulado hasta mayo (-0,6% i.a.), y que se confirma con la variación desestacionalizada que mostró un signo negativo (-1,1%) por tercer trimestre consecutivo. No obstante, en los cinco primeros meses del año se observaron aumentos en la producción de: fuel oil, asfaltos, naftas, gas licuado de petróleo, lubricantes y gas oil y bajas en la de diesel oil.

El bloque de sustancias y productos químicos registró un aumento de 7,4% i.a. en el mes de mayo. Con la excepción de las materias primas plásticas y caucho sintético, cuya producción disminuyó (2,6%), el resto de los sectores mostró variaciones positivas. Aumentó la elaboración de productos farmacéuticos (11,2% i.a.), detergentes, jabones y productos personales (11,1% i.a.), gases industriales (9,6% i.a.), productos químicos básicos (4,3% i.a.) y agroquímicos (4,1% i.a.). El buen nivel de la demanda interna promovió la expansión de los productos personales y agroquímicos que se encuentran concretando inversiones para ampliar y mejorar la capacidad productiva así como sustituir importaciones. Por su parte, el desempeño de las industrias metalmeccánica, metalúrgica y química requiere una mayor demanda de gases. En cuanto a la baja en las materias primas plásticas, el ingreso de polímeros provenientes de Brasil afectaría el mercado local.

En el bloque de productos de caucho y plástico, el crecimiento (10,2% i.a.) se debió principalmente al alza en neumáticos (22,6% i.a.) y en menor medida en las manufacturas de plástico (7,7% i.a.). La demanda de la industria automotriz y de los mercados externos impulsa el importante aumento en la producción de neumáticos, sector en el cual la utilización de la capacidad instalada alcanzó en el último mes a 96%, mientras que en igual mes del año anterior operaba con un 89%. Aquel porcentaje se espera que disminuya cuando se pongan en marcha las inversiones en curso para expandir la producción de cubiertas radiales para camiones y ómnibus. Con respecto a las manufacturas de plástico también se notó un incremento de la demanda pero las dificultades en trasladar los aumentos de costos, derivados principalmente del aumento del precio del petróleo, a los precios de los bienes finales estaría condicionando futuras inversiones.

En el alza del bloque de los productos minerales no metálicos (14,4% i.a.) se destacaron los incrementos productivos de otros materiales de construcción (29,3% i.a.) y cemento (26,4% i.a.). El buen nivel de las obras públicas y privadas, dedicadas a pavimentación y viviendas, ha dinamizado los despachos a granel y en bolsas, indicadores que tanto las obras de gran envergadura como las de menor porte expanden las ventas. La producción de vidrios, en cambio, se contrajo en el mes bajo análisis (-9,7% i.a.).

Las industrias metálicas básicas se expandieron 13,1% i.a. en el mes, de modo que el nivel de acero crudo constituyó un récord histórico mensual. El consumo de acero se mantiene firme, gracias al impulso de las actividades de la construcción, el agro y la industria y a la economía china. Por su parte la baja en el precio internacional se debió a los altos niveles de stocks que se constituyeron el año pasado.

Como ya se comentó más arriba el rubro de automotores continuó siendo el de mayor crecimiento en el período (25,4% i.a.) y en el acumulado de los cinco primeros meses (31%). El bloque, que registra el menor nivel de utilización de la capacidad instalada (40,9%), indicaría que tiene aún una gran capacidad de expansión. En el buen desempeño del mercado interno se destaca ahora la mayor participación de los vehículos de origen nacional, aunque sigue siendo muy relevante la venta de importados, caracterizados por un tamaño y precio inferiores. La programada liberación del comercio sectorial con Brasil en 2006 se postergaría, dadas las asimetrías que afectan la radicación de inversiones de terminales y autopartistas.

La industria metalmeccánica también presentó variaciones positivas en la comparación con igual mes del año anterior (5,3% i.a.) y contra los cinco meses del 2004 (6,2% i.a.) pero a un ritmo un poco inferior al que venía creciendo durante los 2 años

previos. También en este bloque el nivel de utilización de la capacidad y la relación del índice con el año base (está casi un 20% por debajo del del año 1997) indican la existencia de una potencial expansión que se sustenta en la dinámica que vienen mostrando tanto la industria de productores de maquinaria agrícola, de máquinas-herramientas y de bienes de consumo durable. Una limitante a esta expansión es el ingreso de bienes provenientes de Brasil, en condiciones competitivas dada la diferencia de escala. Así, se han concretado convenios en diversos sectores como lavarropas y televisores para limitar el desplazamiento de la industria local en el mercado.

5. Sector agropecuario

5.1 Situación general

Tal como se anticipó en el Informe Económico anterior, durante el primer trimestre de 2005 continuó la recuperación del nivel de actividad del sector agropecuario que se venía observando desde el segundo semestre del año 2004, ahora más apoyada en el desempeño de las actividades agrícolas, aunque también el sector pecuario tuvo un comportamiento expansivo. Según la estimación preliminar de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales (DNCN) del INDEC, en el primer cuarto del año el valor agregado del sector tuvo un alza de 8,8% i.a.

Los Cultivos Agrícolas tuvieron un aumento de 11,2% i.a., basado en el crecimiento de 19,8% en la rama Cereales, Oleaginosas y Pastos Forrajeros. Por su parte, la Cría de Animales subió 3,3%, mientras que los Servicios Agrícolas y Pecuarios aumentaron 8,2%. La Pesca, en cambio, mostró una baja de 17% i.a. en el primer trimestre, según las estimaciones del valor agregado de la DNCN basadas en la estadística de desembarcos de la Dirección Nacional de Pesca y Acuicultura de la SAGPyA. En este período disminuyeron fuertemente las capturas de crustáceos (-68,9%) y también las de pescados (-15,3%); en cambio, se recuperaron los desembarcos de moluscos (64,5%), debido a las mayores capturas de calamar.

Los precios implícitos en el valor agregado del sector agropecuario tuvieron una caída de 9,9% i.a. Influyó mucho en este resultado la disminución ocurrida en los precios de los cereales y oleaginosas. Así, los precios implícitos de los Cultivos Agrícolas sufrieron una baja de 17,2% i.a., mientras que los de la Cría de Animales, en cambio, tuvieron un aumento de 14,5%.

Las previsiones sobre el nivel de actividad agropecuaria para el segundo trimestre de 2005, basadas en el comportamiento de las actividades de mayor incidencia en el período –fundamentalmente las producciones de cereales y oleaginosas, y en menor medida las de ganado vacuno, leche, lana y granja– permiten asegurar un crecimiento aún mayor que el alcanzado en el primero. Esto se debe a los pronósticos de que se alcanzará una producción récord de cereales y oleaginosas en la campaña 2004/05, en especial los de verano, que tienen alta incidencia en dicho período.

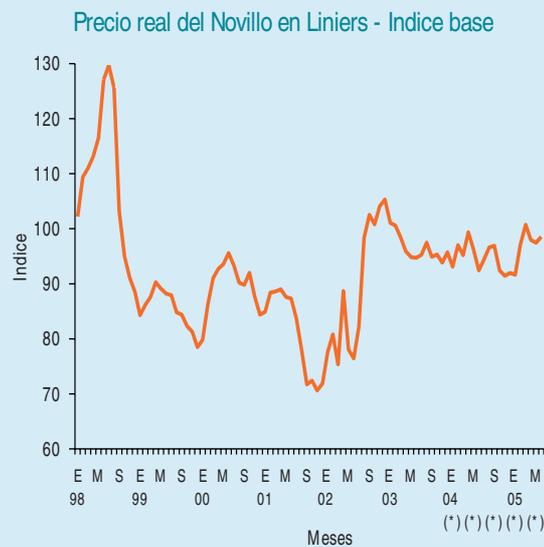
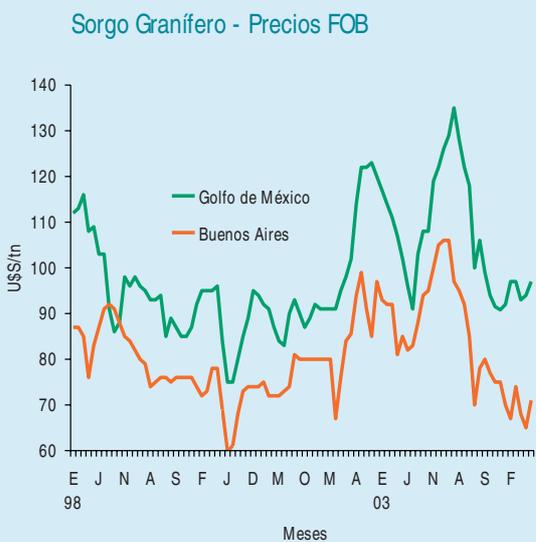
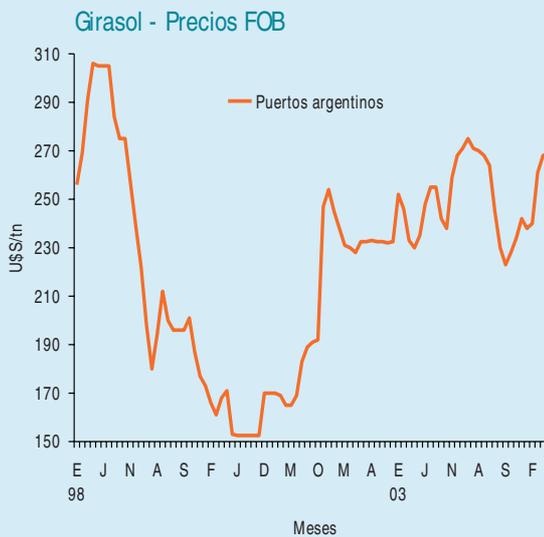
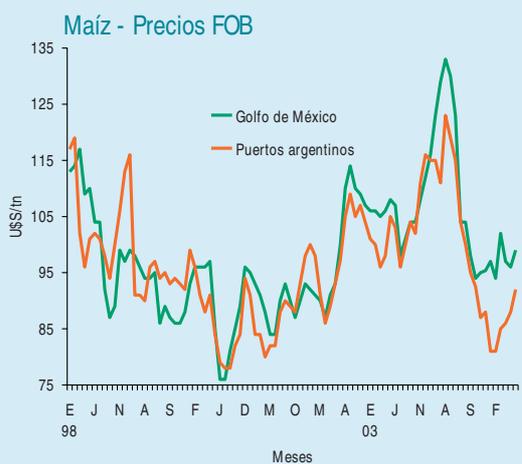
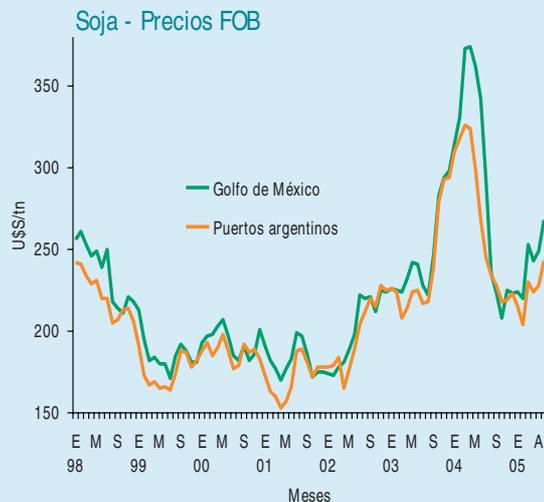
Los precios internos de los principales cereales y oleaginosas tuvieron cierta recuperación entre marzo y abril, pero los precios de los cereales volvieron a mostrar debilidad en los últimos meses, mientras los de las oleaginosas se mantuvieron relativamente firmes y con tendencia a una recuperación. De todas maneras, considerando el primer semestre en su conjunto, el nivel de los precios resultó afectado después de las marcadas bajas ocurridas en la segunda mitad de 2004. En efecto, comparando los precios internos del primer semestre de 2004 con los de igual período de año pasado, se advierten bajas de 18,2% en el caso del trigo, de 23,9% en el del maíz y de 32,9% en el caso del sorgo granífero. En las oleaginosas se observó una baja de 24,3% en los precios de la soja, y en los del girasol de 8,8%. Cabe recordar que estas comparaciones se refieren a un período en el cual las cotizaciones de algunos de estos productos alcanzaron niveles muy altos, como es el caso de la soja.

En tanto, los precios de exportación de los granos, que habían sufrido una baja significativa sobre fines de 2004, tuvieron una modesta recuperación en el curso del primer semestre de 2005, algo más pronunciada en los casos del trigo, la soja y el girasol. En los últimos meses se están produciendo altibajos cotidianos en las cotizaciones internacionales como consecuencia de las especulaciones y los informes oficiales sobre la marcha de las condiciones meteorológicas y el estado de los cultivos de granos en los Estados Unidos, dentro de lo que se denomina “mercado climático”. A mediados de julio se estimaba que habrá cierto impacto sobre el volumen de las cosechas en ese país por la falta de lluvias en algunas regiones, lo cual está empujando alzas en los precios. De todas formas, aún resulta prematuro extraer conclusiones definitivas acerca de estos pronósticos.

En el sector pecuario continúa observando un alto dinamismo la actividad de la ganadería vacuna. La oferta de ganado para faena en el primer semestre de 2005 se mantuvo en niveles muy similares a los del mismo período del año pasado, a pesar de lo cual los precios del ganado en pie -promedio nominal de todas las categorías en el Mercado de Liniers- crecieron un 15,4% interanual. Fundamentalmente es la demanda externa la que ha sostenido las cotizaciones del ganado, porque el consumo interno se redujo levemente ante la escalada de los precios de la carne. En efecto, según las estadísticas de comercio exterior

Gráfico 25

Evolución de los precios del sector agropecuario



(*) Estimado
FUENTE: DNCN con datos del SIIAP-SAGPyA

del INDEC, las exportaciones de carne vacuna crecieron el 40% en los primeros cinco meses de 2005 con respecto a igual período del año pasado, tanto en volumen como en valor. Cabe recordar que la cantidad de carne vacuna exportada en 2004 fue la más alta desde 1979, por lo cual, de mantenerse la tendencia de la primera parte del año, es probable que se alcance un récord de ventas durante 2005.

5.2 Situación y perspectivas de la producción de granos

Las estimaciones de la SAGPyA correspondientes a la campaña agrícola 2004/05 indican que la superficie cultivada con cereales aumentó el 4,8% con respecto al período anterior. Ese aumento equivale a una superficie de 574.000 hectáreas, según los cálculos más recientes de dicha fuente. En tanto, la producción sería 19,7% más alta que la obtenida en el ciclo 2003/04, con un récord de casi 41 millones de toneladas, esto es, 6,8 millones de toneladas más, gracias al incremento de los rindes.

La superficie cultivada con trigo se incrementó el 3,6%, proporción equivalente a 220 mil hectáreas. Por su parte, la producción habría alcanzado a 16 millones de toneladas, un 9,9% más alta que la del ciclo anterior. Ello equivale a más de 1,4 millones de toneladas, volumen que será volcado íntegramente a la exportación y ayudará a mitigar la fuerte baja de los precios.

La superficie cultivada con maíz sería un 14,8% superior a la del ciclo pasado; esto representa unas 441 mil hectáreas más. En tanto, la producción alcanzaría los 19,5 millones de toneladas, un 30% más que en la campaña anterior. Se alcanzaría así un nuevo récord de producción, superando al registrado en la campaña 1997/98 y se aumentará el saldo exportable de este cereal forrajero.

También creció 15,2% la superficie cultivada con sorgo granífero, de la cual se espera una producción de 2,9 millones de toneladas, un 34,3% mayor a la del ciclo pasado; en tanto se corrigió a la baja la superficie con arroz, que ahora muestra una disminución del 4,3%, mientras que la producción resultaría 1% inferior, con poco más de un millón de toneladas. Las superficies con avena y cebada cervecera se redujeron el 1,8% y el 20,7%, respectivamente.

Por su parte, las oleaginosas muestran un leve aumento del 0,3% en la superficie total dedicada, proporción equivalente a poco más de 50 mil hectáreas. Pero la producción total crecería el 21%, alcanzando un récord de 42,47 millones de toneladas, casi 7,4 millones de toneladas más que en la campaña anterior.

La superficie cultivada con soja habría disminuido apenas el 0,8% con respecto del área récord de la campaña anterior, es decir, unas 110 mil hectáreas. Sin embargo, la producción alcanzaría un récord de 38,3 millones de toneladas, con un alza del 21,3% con relación al ciclo anterior.

Para el maní se estimó un aumento del 24,6% en la superficie sembrada, mientras que la de girasol creció el 5%, la de lino el 28,5% y la de cártamo el 63,3%. En cambio, disminuyó el 11,1% la superficie con colza. Fueron significativos los aumentos de la producción de maní, un 39,9%, y de girasol, un 15,5%.

De tal modo, la superficie total sembrada con cereales y oleaginosas habría crecido el 2,2% con respecto a la del ciclo pasado, alcanzando a 29,09 millones de hectáreas, la mayor superficie con dichos cultivos en toda la serie histórica. Si se cumplen los pronósticos la producción total de granos alcanzará 83,4 millones de toneladas, un 20,4% más que en el período anterior y muy superior al récord de 70,7 millones que se obtuvo en la campaña 2002/03.

5.3 Situación de otros cultivos

Las estimaciones disponibles de cultivos extrapampeanos de la campaña 2004/05 señalan que se produjo un aumento significativo en la superficie sembrada con algodón, la cual llegó a 404 mil hectáreas, un 52,5% más que la del ciclo anterior, lo cual equivale a 139 mil hectáreas. Esta campaña es la segunda de fuerte recuperación después del verdadero derrumbe de la producción algodonera que se registró en las campañas 2001/02 y 2002/03. La producción, por su parte, habría alcanzado a 415 mil toneladas, un 18,5% más alta que la del ciclo anterior debido a la baja de los rendimientos unitarios.

Se ha estimado también un aumento de 12,9% i.a. en la superficie sembrada con poroto seco. La producción, por su parte, creció 13,7% i.a., alcanzando las 172 mil toneladas, 21 mil toneladas más que en ciclo anterior.

5.4 Situación de las actividades pecuarias

En el primer trimestre de 2005 la oferta registrada de ganado vacuno para faena comercial, expresada en cabezas, se redujo 2,3% i.a. Así, durante el primer cuarto de 2005 la faena registrada por la ONCCA alcanzó a 3,33 millones de cabezas.

Cuadro 6

Indicadores de la Actividad Agropecuaria y la Pesca (*)

1. Producción agrícola (en tn)				4. Superficie sembrada con cereales, oleaginosas, algodón y poroto (en ha)			
Productos	Campaña		Var. %	Cultivos	Campaña		Var. %
	2003/04	2004/05			2003/04	2004/05	
Cereales				Cereales			
- Arroz	1.060.100	1.050.000	-1,0	. Alpiste	16.300	14.000	-14,1
. Maíz	15.000.000	19.500.000	30,0	. Arroz	172.500	165.000	-4,3
. Sorgo	2.160.000	2.900.000	34,3	. Avena	1.344.000	1.320.000	-1,8
. Trigo	14.560.000	16.000.000	9,9	. Cebada cervecera	343.100	272.000	-20,7
- Otros cereales (1)	1.416.600	1.476.900	4,3	. Cebada forrajera	25.100	26.000	3,6
Total cereales	34.196.700	40.926.900	19,7	. Centeno	340.500	287.000	-15,7
Oleaginosas				. Maíz	2.988.400	3.430.000	14,8
. Girasol	3.161.000	3.650.000	15,5	. Mijo	50.000	37.000	-26,0
. Lino	29.300	36.000	22,9	. Sorgo granífero	545.100	628.000	15,2
. Maní	293.000	410.000	39,9	. Trigo	6.040.000	6.260.000	3,6
. Soja	31.576.800	38.300.000	21,3	Total I	11.865.000	12.439.000	4,8
- Otras oleaginosas (2)	38.000	77.000	102,6			574.000	
Total oleaginosas	35.098.100	42.473.000	21,0	Oleaginosas			
Cultivos Industriales				. Cártamo	30.000	49.000	63,3
. Algodón	350.100	415.000	18,5	. Colza	18.000	16.000	-11,1
. Caña de azúcar	14.741.789	16.964.384	15,1	. Girasol	1.848.000	1.941.000	5,0
. Tabaco	122.558	157.294	28,3	. Lino	28.800	37.000	28,5
. Té (3)	303.014	341.484	12,7	. Maní	170.200	212.000	24,6
. Uva para vinificar	2.193.383	2.501.070	14,0	. Soja	14.509.600	14.400.400	-0,8
. Yerba mate	251.922	265.181	5,3	Total II	16.604.600	16.655.400	0,3
Hortalizas y Legumbres				Total I+II			
. Ajo	145.891	142.735	-2,2				
. Cebolla	697.251	718.484	3,0	Total I+II	28.469.600	29.094.400	2,2
. Papa	1.944.129	1.870.629	-3,8	Otros			
. Poroto seco	151.300	172.000	13,7	. Algodón	265.000	404.000	52,5
2. Producción pecuaria				. Poroto seco	133.800	151.000	12,9
	2004 (I trim)	2005 (I trim)	%	Total III	398.800	555.000	39,2
. Vacunos - faena (4)	2.829.080	2.822.951	-0,2	Total I+II+III			
. Porcinos - faena (4)	373.969	451.199	20,7				
. Aves - faena (5)	91.554	101.724	11,1				
. Leche (6)	2.231.831	2.322.472	4,1				
3. Pesca							
	2004 (I trim)	2005 (I trim)	%				
. Capturas marítimas (7)	206.117	197.416	-4,2				

(*) Estimaciones provisionarias. Información disponible al 11 de julio de 2005.

(1) Incluye alpiste, avena, cebada cervecera, cebada forrajera, centeno y mijo.

(2) Incluye cártamo y colza.

(3) Los datos corresponden a las campañas 2001/02 y 2002/03.

(4) Faena fiscalizada por el SENASA, en cabezas. (5) Faena fiscalizada por el SENASA, en miles de aves.

(6) En miles de litros.

(7) En toneladas

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales con datos de la SAGPyA, SENASA, INV y fuentes privadas.

Pero mientras que la producción de carne para exportación creció 43,4% i.a., la oferta para consumo se redujo 4,2% i.a. El ajuste del consumo interno se produjo por la vía de los precios de la carne al consumidor, ya que éstos crecieron 16% en forma interanual, el doble que el IPC.

El precio real del novillo en Liniers en el primer trimestre de 2005 mostró un aumento del 1,5% con respecto al de igual período de 2004 y del 5% con relación al cuarto trimestre. Ya en el segundo trimestre de 2005, este indicador volvió a mostrar un incremento, en este caso del 2% con respecto a igual período del año pasado y otro del 1,5% con relación al primer trimestre de este año. Las perspectivas de una oferta más ajustada en los próximos meses mantendrían la firmeza observada en las cotizaciones del ganado en pie, en general, y de los novillos, en particular.

La faena de ganado porcino que fiscaliza el SENASA continuó recuperándose en el primer trimestre de 2005; así, la matanza creció el 20,7% con respecto a igual período de 2004. También la faena de aves muestra un comportamiento muy dinámico, ya que se estimó un alza del 11,1% en el primer trimestre, con respecto a igual período del año pasado. El impulso de esta recuperación en la primera parte del año se vincula especialmente con el importante aumento de las exportaciones de carne aviar, las cuales apuntan a alcanzar su mayor nivel histórico este año.

Por su parte, la producción de leche de vaca también continuó su tendencia creciente, con un aumento algo más moderado que lo ocurrido en 2004, que en este caso fue del 4,1% en el primer trimestre con respecto a igual lapso del año 2003.

5.5 Situación de la Pesca

En el primer trimestre de 2005 el volumen total de desembarcos de la pesca marítima se redujo 4,2% i.a. En el período, el total de desembarcos informado por la Dirección Nacional de Pesca y Acuicultura de la SAGPyA fue de algo más de 197 mil toneladas. Como se señaló al comienzo, cayeron las capturas de pescados y crustáceos, pero se recuperaron las de moluscos.

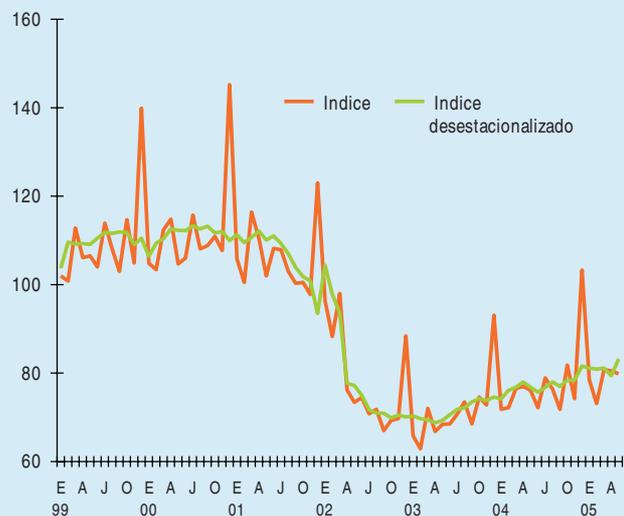
6. Comercio y Servicios Públicos

La estimación de las ventas realizadas por los supermercados¹⁰ (Encuesta del INDEC) en el mes de mayo señala un aumento de 4,9% i.a. en términos constantes y en el acumulado de los 5 primeros meses muestra una evolución similar (5,1% i.a.) ubicándose, no obstante, el índice a valores constantes todavía casi un 20% por debajo del año base 1997. La variación de la serie desestacionalizada, así como la tendencia ciclo mostraron, a su vez, signos positivos en el último mes (4,8% y 0,6%, respectivamente), delineando una trayectoria suavemente creciente durante los dos últimos años. Con respecto al desempeño por tipo de artículos, se notó en el mes de abril un gran dinamismo en las ventas de electrónicos (55,6%), seguido en un escalón inferior por los artículos de limpieza y perfumería (19,6%), indumentaria (14,9%) y alimentos (10,6%). La evolución positiva del consumo se mantuvo relacionada con la baja inflación y la mejora en los ingresos.

En los centros comerciales, las ventas también continuaron expandiéndose en mayo (5,5% i.a.) pero a un ritmo menor de lo que

Gráfico 26

Ventas en supermercados a precios constantes
Índice original y desestacionalizado.
Base 1997 = 100



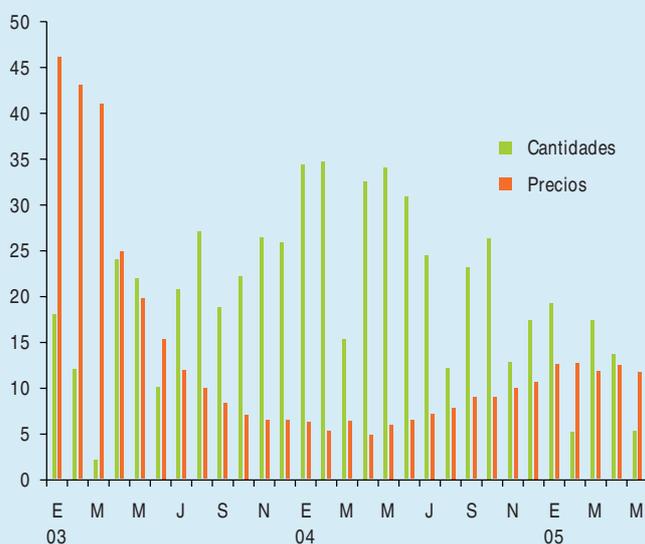
Fuente: INDEC.

10 El INDEC estima el último mes expandiendo los resultados obtenidos en 29 cadenas consultadas que cubren aproximadamente el 97% de las ventas

Gráfico 27

Ventas en centros de compras, precios y cantidades

Variación porcentual interanual



Fuente: INDEC.

lo venían haciendo en los meses previos. En el último mes el índice a valores constantes superó en 32% al del año base. Al igual que en los supermercados, el rubro que mostró mayor dinamismo fue el de los electrodomésticos (50,2%), gracias a la mayor disponibilidad de facilidades de pago, junto con los de ropa e indumentaria, aunque cabe recordar que en términos de cantidad de locales este último rubro es el que tiene la mayor participación (49,1%).

El Indicador Sintético de Servicios Públicos volvió a expandirse en mayo de 2005, 23,7% i.a. manteniendo la tendencia positiva que viene manifestando desde mediados de 2002. Las series desestacionalizada y de tendencia-ciclo confirman este desempeño con sendas variaciones respecto del mes anterior de 0,5% y 0,6%, respectivamente, y determinan valores máximos en ambas series.

En el Cuadro 7 se puede observar la firmeza en el crecimiento de la actividad que registran los diferentes bloques, aunque se noten variaciones desestacionalizadas negativas, en algunos, cuando se efectúa la comparación con el mes anterior. Continúa destacándose la evolución de la telefonía celular muy por encima del resto, pero también fueron significativos los avances del transporte de carga y peajes.

evolución de la telefonía celular muy por encima del resto, pero también fueron significativos los avances del transporte de carga y peajes.

Cuadro 7

Evolución de los servicios públicos

Variaciones porcentuales

Tipo de servicio	2004/ 2003	May 05/ Abr 05 (*)	May 05/ May 04	En May 05/ En-May 04
Indicador sintético de servicios públicos	21,8	0,5	23,7	24,2
Electricidad, gas y agua	8,4	-3,3	5,1	4,4
Transporte de pasajeros	10,6	-0,2	4,1	3,3
Transporte de cargas	9,4	-0,1	11,3	9,0
Peajes	7,3	0,7	11,3	8,8
Telefonía	36,8	1,8	40,5	42,9

(*) Variaciones de las series desestacionalizadas
Fuente: INDEC

En los sectores de energía se advirtieron aumentos en la generación de electricidad (5 i.a.%) y de gas natural (1,6 i.a.%). Aumentó también el consumo de agua potable, en la zona de Capital Federal y Gran Buenos Aires atendida por Aguas Argentinas SA (0,7%). El alza en la generación eléctrica, que acumula una suba de 5,3% en el año, responde al aumento de la demanda interna y de las exportaciones. La misma se abasteció con aportes de la de origen térmico, mientras que la hidroeléctrica se redujo.

El transporte de pasajeros creció en algunas modalidades y se contrajo en otras. Por un lado, se expandió el transporte automotor (13,3% i.a.), el subterráneo (10,4% i.a.) y el ferroviario urbano (8,3% i.a.) y disminuyeron el de aeronavegación de cabotaje (-2,3% i.a.) y el ferroviario interurbano (-1,2% i.a.). Las alzas registradas en los primeros tres medios de transporte mencionados fueron generalizadas en todas las líneas relevadas de ómnibus, subtes y trenes. El servicio de aeronavegación comercial, por su parte señala un aumento de los pasajeros que utilizaron el servicio internacional (3,8%) y en particular, el de bandera extranjera (11,7%). Con relación a la carga transportada se observó una importante alza en la cantidad de toneladas

acarreadas por el sistema ferroviario (14,7% i.a.) y en el tonelaje trasladado por las compañías aéreas del servicio internacional (10,4% i.a.), mientras que el de cabotaje se redujo (-4,5% i.a.).

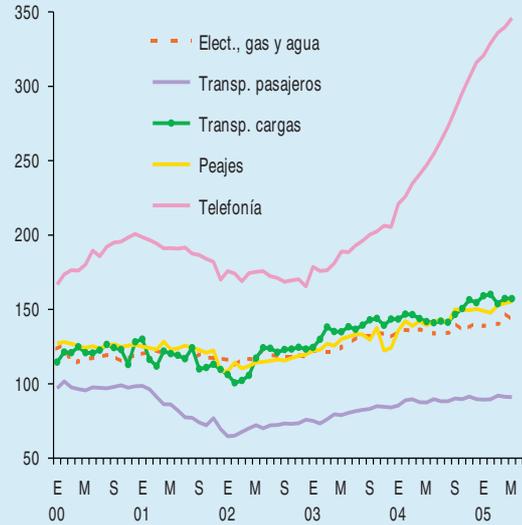
También creció la circulación de automotores medida por los peajes en las rutas nacionales (10% i.a.) y en los de la Provincia de Buenos Aires (9,8% i.a.), así como en los peajes de acceso a la Ciudad de Buenos Aires (13,1% i.a.), por la mayor afluencia de todo tipo de vehículos.

El servicio telefónico mantiene su fuerte expansión debido al comportamiento del celular que registra un incremento de 81,3% en los teléfonos en servicio y 74,1% en las llamadas realizadas. En cuanto al básico, la cantidad de líneas en servicio (7.864 miles), si bien aumentaron 3,7% con respecto a mayo de 2004, resultaron ser menos de la mitad de la cantidad de celulares en servicio (16.584 miles). Se observaron también subas en las llamadas interurbanas (25,5% i.a.), urbanas (1,1% i.a.) y en el servicio internacional, así como en el número de teléfonos públicos (10,4% i.a.).

Gráfico 28

Indicador Sintético de Servicios Públicos por sector

Índices desestacionalizados base 1996= 100



Fuente: INDEC.

Empleo e Ingresos

- Entre el primer trimestre de 2005 y el mismo período de 2004, la desocupación cayó del 14,4% al 13,0%. Simultáneamente se observó un crecimiento del empleo, incluso de mayor magnitud cuando se excluyen del cálculo los planes de empleo y los subocupados. En el sector privado se observó una creciente participación de los asalariados registrados.
- La recuperación de los salarios reales declarados privados y de los no registrados se debilitó debido a las crecientes variaciones positivas en el Índice de Precios al Consumidor. Los públicos se mantuvieron en el mismo nivel.
- Hubo un mejoramiento relativo de los hogares del tramo de más bajo ingreso que implicó incrementos de los salarios declarados, de los ingresos por jubilaciones y del salario mínimo vital y móvil. Sin embargo, no implica una mejora importante en la participación debido a que sigue habiendo diferencias preocupantes.
- La intervención del Gobierno Nacional en la recomposición del Salario Mínimo, Vital y Móvil permitió la reducción de horas de trabajo necesarias para adquirir productos de la canasta alimentaria.
- Es posible relacionar, en agregados geográficos de características diferentes, la recuperación a partir del año 2003 del empleo asalariado privado declarado con el sector de actividad económica.

1. El empleo en el Primer Trimestre de 2005

La medición a través de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) realizada durante el primer trimestre del año 2005 por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) reveló, respecto de los registros verificados en mismo período del año 2004 y para el conjunto de aglomerados urbanos, una reducción del 9,1% de la desocupación acompañada de un aumento del empleo del 2,2%. En el mismo período se observó, también, que la tasa de actividad del total de aglomerados se mantuvo casi sin variaciones respecto a igual período del año anterior, producto de una suerte de compensación entre el aumento de la del GBA y la disminución del conjunto de aglomerados del Interior. Por último, se verificó una caída significativa del subempleo, tanto el total como el demandante.

Cabe aclarar que, la comparación con igual período se hace necesaria ya que sólo hay dos mediciones anteriores efectuadas durante esos meses y es esperable que los resultados estén combinando situaciones asociadas con diversos tipos de estacionalidad.

Cuadro 1
Evolución de los principales indicadores laborales
Tasas para aglomerados EPH

Tasas generales	1 Trim. 2004	1 Trim. 2005
Actividad (1)		
Total aglomerados	45,4%	45,2%
Gran Buenos Aires	47,1%	47,4%
Aglomerados del interior	43,5%	42,7%
Empleo (1)		
Total aglomerados	38,9%	39,4%
Gran Buenos Aires	40,2%	40,6%
Aglomerados del interior	37,4%	37,9%
Desocupación (2)		
Total aglomerados	14,4%	13,0%
Gran Buenos Aires	14,6%	14,5%
Aglomerados del interior	14,1%	11,1%
Subocupación demandante (2)		
Total aglomerados	10,5%	9,0%
Gran Buenos Aires	11,2%	9,0%
Aglomerados del interior	9,6%	8,9%
Subocupación no demandante (2)		
Total aglomerados	5,2%	3,7%
Gran Buenos Aires	6,5%	4,6%
Aglomerados del interior	3,5%	2,7%

(1) En % de población total.

(2) En % de población económicamente activa.

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC.

Para una mejor apreciación de lo ocurrido en materia de empleo, se presentan a continuación cálculos alternativos de su tasa. La tasa de empleo total, que incluye a todos los ocupados; la tasa de empleo sin planes, que excluye a aquellos ocupados que acceden a empleos financiados por el estado en sus distintas jurisdicciones a través de planes específicos y la tasa de "empleo pleno sin planes", que excluye tanto a los empleos subsidiados como al resto de los subocupados horarios.

Tal como se presenta en el Gráfico 1, ha sido el empleo pleno sin planes el que más ha crecido entre los primeros trimestres de 2004 y 2005. En términos de puestos efectivos de trabajo, se advierte que en el total de aglomerados relevados por la EPH se han generado 200 mil puestos en el último año. A su vez, el empleo sin considerar los planes se ha incrementado en 361 mil ocupados, y el empleo pleno sin planes ha crecido en 573 mil ocupados.

En el último año, el empleo privado se ha incrementado, en los aglomerados EPH, en 303 mil ocupados. Respecto de dicho sector, en los Gráficos 2a y 2b se puede observar la composición del empleo generado entre el primer trimestre de 2005 y el mismo período de 2004 por sector de actividad y por categoría de inserción laboral.

De los Gráficos se desprende que:

- la industria generó el 49,2% de los nuevos empleos, consistente con el aumento

del número de asalariados y, entre ellos, de los registrados.

► El aumento del empleo en los sectores de servicios sociales y personales es explicado por el aumento de los trabajadores domésticos.

► El aumento de los patrones y cuenta propia con capital se relacionaría con el crecimiento del empleo en Transporte y en Servicios financieros y a las empresas.

► La reducción de trabajadores sin remuneración, que podría asociarse a situaciones bien disímiles. Podría deberse a que la mejora en la actividad "obligó" a incorporar empleo asalariado y/o a que estos trabajadores hayan salido "al mercado" en busca de un empleo remunerado.

► El menor aumento de los trabajadores asalariados no registrados puede deberse al blanqueo de personal por las empresas, debido a los mayores controles por parte del Ministerio de Trabajo en cuanto al registro de los trabajadores.

El importante aumento de los asalariados registrados ha sido consistente con el registrado por otras fuentes de información:

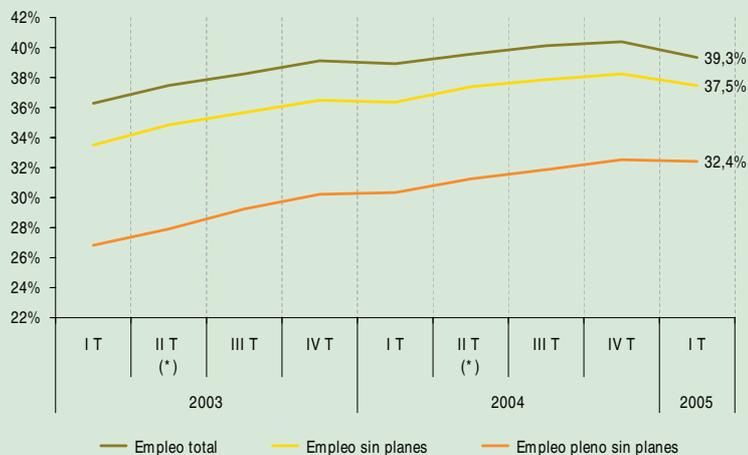
► En la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL)⁽¹⁾ se registró un incremento del 7% i.a. en el conjunto de ciudades en la que se efectúan relevamientos.

► En el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones

Gráfico 1

Evolución de las tasas de empleo

Aglomerados EPH - En % de la población total



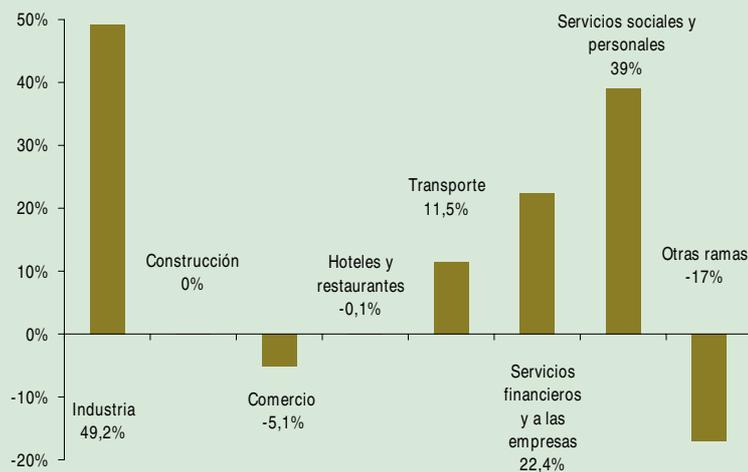
(*) Sin Gran Santa Fe.

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC.

Gráfico 2a

Contribución relativa al crecimiento del empleo en el sector privado

Aglomerados EPH - Variación % interanual-Primer trimestre de 2005



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC.

(1) Elaborada en la Dirección General de Estudios y Formulación de Políticas de Empleo del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

Gráfico 2b

Categorías de inserción laboral del empleo generado por el sector privado

Aglomerados EPH – Variación % interanual -Primer trimestre de 2005



(SIJP)⁽²⁾ el incremento de puestos declarados por el sector privado ha sido del 10,6% i.a. en todo el país.

Según las declaraciones juradas presentadas ante la AFIP, durante el primer trimestre de 2005 el sector privado ha incrementado el número de puestos en 460 mil respecto de igual período del año 2004. El incremento de puestos de trabajo se ha observado en casi todos los sectores de actividad, ya sean productores de bienes o de servicios privados, tal como se observa en el Cuadro 2. La única excepción es Pesca, donde el empleo disminuyó levemente, un 1,4%.

Los sectores productores de bienes crecieron en 178 mil puestos, de los cuales 81 mil corresponden a industria y 63 mil a construcción. En términos

relativos también se observó un incremento importante en Explotación de Minas y Canteras.

Entre los sectores industriales, en términos de variaciones interanuales ha sido importante el incremento en maquinarias y equipos y material de transporte. Sin embargo, alrededor del 47% del aumento de puestos industriales se concentra en alimentos, textiles y productos metálicos.

El 45,6% de los puestos adicionales de los sectores productores de servicios privados se concentraron en comercio y en los servicios a las empresas. Aún cuando el nivel haya sido menor, es destacable el incremento del 14,4% i.a. en Hoteles y Restaurantes.

Cabe señalar que, incluyendo las jurisdicciones en las que los empleados públicos forman parte del sistema nacional, el SIJP registró para el primer trimestre de 2005 un promedio mensual de 5.403.379 puestos de trabajo, lo que equivale a un crecimiento del 10,6% i.a.

Las diferencias entre la EIL⁽³⁾ y el SIJP son de cobertura geográfica⁽⁴⁾, de tamaño de los establecimientos⁽⁵⁾ y de sectores de actividad cubiertos. La información disponible del SIJP permite el tratamiento de las mismas ramas. A partir de las restricciones de la comparación, cuando las variaciones del SIJP son mayores a las de EIL se presume que las empresas de menor tamaño

(2) Deriva de procesamientos especiales de las declaraciones juradas que instituciones públicas y privadas presentan mensualmente ante la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP). En ellas, cada empleador declara al personal en relación de dependencia a fin de comprometer el pago de los aportes y contribuciones a la seguridad social. La falta de cobertura afecta básicamente al empleo público, el cual, según los resultados del Censo 2001, alcanzaría a unos 2.320 mil ocupados, mientras que a través del SIJP sólo se registran unos 700 mil.

(3) Para profundizar aspectos metodológicos de la EIL puede consultarse en Internet, en la dirección <http://www.trabajo.gov.ar/left/estadisticas/eil/informacion.htm>.

(4) El SIJP se aproxima a la definición de aglomerados de la EIL a través de las "zonas geográficas". Es así como un primer factor de diferencia está en la inclusión o no de áreas que son consideradas por dicha encuesta. En la EIL el Gran Buenos Aires se compone por las zonas, definidas en el SIJP, como Capital Federal y Gran Buenos Aires. Para comparar el Gran Rosario se utiliza la zona del SIJP denominada "Resto de Santa Fe". El Gran Córdoba y el Gran Mendoza se asimilan a las zonas del SIJP del mismo nombre.

(5) La información disponible del SIJP no permite discriminar a los contribuyentes por tamaño. Es decir que incluye a los que declaran menos de 10 empleados, en tanto que el universo de la EIL los excluye.

o las áreas geográficas adicionales estarían registrando movimientos relativamente mayores que empresas y/o ciudades de mayor tamaño.

En el Gráfico 3 se comparan las tasas de crecimiento relativo por sector de actividad entre el total de aglomerados de la EIL y el SIJP acotado por áreas geográficas y sector de actividad.

La discrepancia más notable se registró en Construcción, sector en el que la EIL computó un crecimiento del 13,9% i.a. y el SIJP uno del 28,8% i.a. En Comercio, restaurantes y hoteles y en Transporte las variaciones del SIJP duplican a las de la EIL, lo que implicaría que el mayor crecimiento del empleo en estos sectores se dio en las otras áreas geográficas o en las empresas de menor tamaño.

En cuanto al empleo industrial, la Encuesta Industrial Mensual observó para el Primer Trimestre de 2005 una variación positiva del Índice de Obreros Ocupados del 7% i.a. y otra del 7,7% en el Índice de Horas Trabajadas.

Esta variación es inferior a la de la EIL para el mismo período. La diferencia puede tener origen en la cobertura geográfica y/o en el personal considerado, es decir que podría estar evidenciando un crecimiento mayor en las ciudades relevadas por la encuesta, es decir, las de mayor tamaño y/o en las categorías laborales no vinculadas directamente al proceso productivo.

La variación de la EIM ha sido inferior también a la del SIJP, lo cual puede estar originado en crecimiento diferencial en establecimientos de menor tamaño y/o en el personal no considerado en la encuesta industrial.

Por último, a efectos de apreciar el grado de “elasticidad empleo declarado-producto”, se analiza la comparación interanual entre las variaciones del empleo declarado (SIJP acotado) y las estimaciones del PIB.

Cuando en algunos sectores se observan incrementos de puestos por encima del PIB, es decir, una elasticidad mayor a la unidad, tal resultado podría explicarse por el aumento de la formalización o “blanqueo” de personal, ya sea por acción directa del Ministerio de Trabajo a través de las inspecciones o por decisión voluntaria de las empresas ante la necesidad de obtener créditos para ampliar su producción (Gráfico 4).

En términos generales, los sectores productores de bienes tuvieron variaciones mayores en el empleo registrado, que los sectores productores de servicios. En cambio, en el PIB, los sectores productores de servicios tuvieron un crecimiento levemente superior al de bienes. En las actividades primarias (Agricultura, Pesca y Explotación de Minas y Canteras) el crecimiento del 9,7% i.a. en los puestos de trabajo fue superior al del PIB.

Cuadro 2

Evolución de los puestos de trabajo PRIVADOS declarados por sector de actividad

Variación interanual, en %

Actividad económica de la empresa contribuyente	Puestos de trabajo declarados
SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	12,2%
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	8,7%
Pesca y Servicios Conexos	-1,4%
Explotación de Minas y Canteras	22,8%
Industrias Manufactureras	9,2%
Alimentos, bebidas y tabaco	5,4%
Textiles y cuero	9,8%
Madera, papel, imprenta y editoriales	10,7%
Derivados del petróleo y Químicos	5,5%
Metálicas básicas y productos metálicos	13,4%
Material de transporte	17,3%
Maquinarias y equipos	15,2%
Otras industrias	13,2%
Suministro de Electricidad, Gas y Agua	4,0%
Construcción	31,1%
SECTORES DE PRODUCTORES DE SERVICIOS PRIVADOS	10,3%
Comercio mayorista y minorista y Reparaciones	12,0%
Hoteles y Restaurantes	14,4%
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	9,3%
Intermediación Financiera	5,6%
Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	14,9%
Servicios Sociales, Enseñanza y Salud Privados	6,7%
Otras actividades de servicios	8,2%
Sin especificar	10,2%
TOTAL PRIVADO	11,0%

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información proveniente del SIJP, AFIP.

Cuadro 3

Evolución de los puestos de trabajo declarados (*)

Total del sistema

Sector de Actividad de la Empresa contribuyente	Puestos de trabajo (en miles)		Variación %
	1 T 2004	1 T 2005	
SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	1.463	1.641	12,2
SECTORES DE PRODUCTORES DE SERVICIOS	3.373	3.706	9,9
SIN ESPECIFICAR	51	56	10,2
TOTAL DEL SISTEMA	4.887	5.403	10,6

(*) Datos provisorios

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información proveniente del SIJP, AFIP.

Gráfico 3

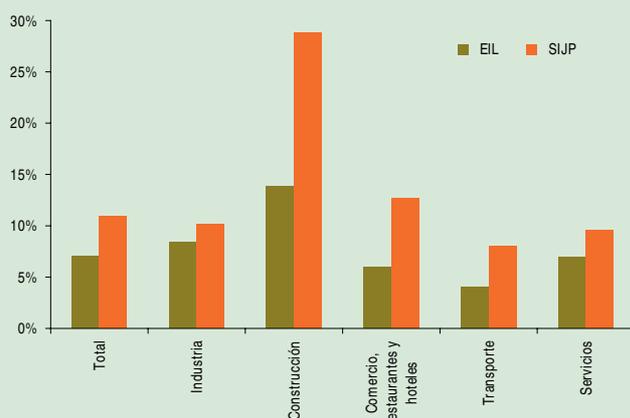
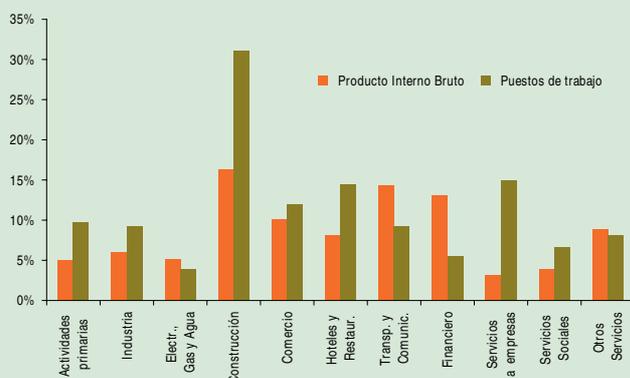
Puestos de trabajo por sector de actividad - EIL y SIJP
1er. Trim. 2005 - Variación interanual

Gráfico 4

Producto Bruto Interno y Puestos declarados en el primer trimestre de 2005
Por sectores – Variación interanual

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información proveniente de AFIP y del INDEC.

La industria manufacturera registró una variación de 6% i.a. en el PIB, mientras que los puestos de trabajo registrados tuvieron una del 9,2%. Los tres factores que estarían explicando este comportamiento del empleo son: el crecimiento derivado de las actividad en construcción (Otras industrias); la sustitución de importaciones (Alimentos, textiles y cuero), y las mejores condiciones de la industria para exportar sus productos (Industrias metálicas básicas).

En la construcción se registraron aumentos del PIB y del empleo registrado del 16,3% i.a. y 31,1% i.a., respectivamente. Desde los puestos de trabajo, esta variación resulta consistente con un cierto nivel de blanqueo, mientras que desde el PIB podría agregarse el aumento de los permisos de edificación y con el aumento de la demanda aparente de insumos y el inicio de algunos proyectos de inversión pública concesionados.

En comercio y en Hoteles y restaurantes los puestos de trabajo se incrementaron más que el PIB. En ambos sectores es muy probable que haya incidido tanto la mayor actividad en turismo, que justificaría el incremento del PIB y de una parte de los puestos declarados. Otro factor que explicaría el aumento del empleo son los controles que se focalizaron en estos sectores en cuanto al registro de trabajadores.

En transporte, almacenamiento y comunicaciones el crecimiento del PIB fue mayor que el del empleo registrado, resultando una elasticidad de 0,65.

La actividad financiera, a partir del cuarto trimestre de 2004 comenzó a registrar variaciones interanuales positivas del PIB, y entre el primer trimestre de 2005 y el mismo período de 2004 creció un 13,1%. El empleo, que registraba variaciones interanuales positivas desde el primer trimestre de 2004, ha crecido un 5,6% i.a.

En las actividades relacionadas con los servicios a las empresas, el incremento de los puestos de trabajo es casi cinco veces mayor que el del PIB (14,9% y 3,1% i.a., respectivamente).

En servicios sociales el crecimiento del empleo superó al del PIB, y podría explicarse por el comportamiento diferencial de las jurisdic-

ciones que no han transferido sus cajas de jubilaciones.

En las otras actividades de servicios comunitarios, sociales y personales, el crecimiento del PIB fue similar al del empleo registrado. El cómputo del servicio doméstico en el PIB podría explicar la discrepancia existente.

2. Salarios

En esta sección se analiza la evolución, nominal y real, de distintos salarios de la economía. Para ello se utilizan diversas fuentes de información que por sus características no permiten ser agregadas para obtener un indicador general:

- ▶ Los salarios declarados privados se obtienen del SIJP⁽⁶⁾;
- ▶ Los salarios privados no registrados proceden de la EPH y corresponde a los aglomerados por ella relevados⁽⁷⁾;
- ▶ Los salarios públicos son obtenidos del Índice Salarial del INDEC.

Entre el primer trimestre de 2005 y el mismo período del año anterior, en promedio, los salarios declarados en el sector privado han crecido 9,7% i.a.⁽⁸⁾, los no registrados 12,1% i.a. y los públicos 8,8% i.a. (Gráfico 5).

Una vez más las razones de este incremento pueden atribuirse a la intervención del gobierno nacional en materia salarial. En este período se registró un importante aumento en el salario mínimo y se otorgaron \$ 100 no remunerativos a partir de enero de 2005⁽⁹⁾.

En términos reales los resultados varían notablemente, tal como se observa en el Gráfico 5. Ajustados por el IPC, los salarios

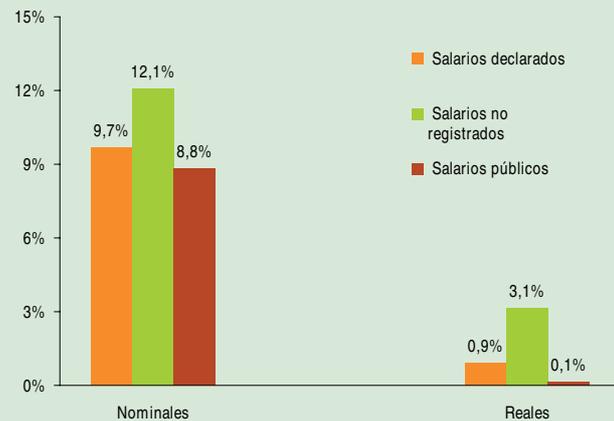
(6) Los componentes salariales que se incluyen en la remuneración total del SIJP pueden consultarse en el Informe Económico N° 16, al cual puede accederse desde la dirección <http://www.mecon.gov.ar/peconomica/informe/antecedentes.htm>.

(7) Se definen como asalariados no registrados del sector privado a aquéllos a quienes no se les efectúa descuento jubilatorio ni realizan aportes a la seguridad social. No incluyen trabajadores domésticos y sólo se computaron los pagos habituales. Se efectuó un ajuste por valores extremos recortando el 5% inferior y el 2% superior.

8 En el total del SIJP la remuneración promedio mensual fue de \$ 1.277, incrementándose 10,7% i.a.

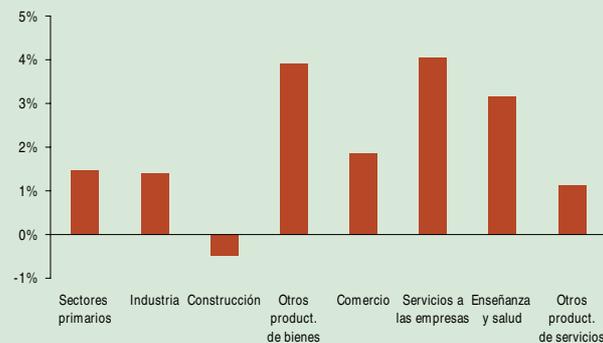
9 En el Anexo 2 al final del Capítulo pueden consultarse las distintas medidas aplicadas.

Gráfico 5
Salarios nominales y reales en el Primer Trimestre de 2005
Variación interanual



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información proveniente del SIJP, AFIP y de la EL, Ministerio de Trabajo.

Gráfico 6
Salarios reales declarados por sector de actividad en el Primer Trimestre de 2005
Variación interanual



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC y de AFIP.

Apartado 1: Horas de trabajo necesarias para cubrir con el salario mínimo una canasta alimentaria en Argentina y en Brasil

El Departamento Intersindical de Estadísticas y Estudios Económicos (DIEESE) de São Paulo, Brasil, registra mensualmente precios de distintos productos que conforman una canasta alimentaria con el objeto de establecer el número de horas de trabajo que necesita una persona que percibe el salario mínimo para cubrirla. Dicha canasta, definida como una “ración esencial mínima”, está integrada por 13 productos.

Cuadro Ap.1

Composición de las canastas alimentarias en São Paulo y Buenos Aires

	Productos		Cantidades
	São Paulo	Gran Buenos Aires	
Carne	Carne (paleta)		6 kg
Leche	Leche		7,5 l
Feijão	Fideos secos para guiso		4,5 kg
Arroz	Arroz		3 kg
Harina	Harina		1,5 kg
Batata	Batata		6 kg
Tomate	Tomate		9 kg
Pan	Pan		6 kg
Café	Café		600 g
Banana	Banana	7,5 doc. (9 kg.)	
Azúcar	Azúcar		3 kg
Aceite de soja	Aceite mezcla		900 ml
Manteca	Manteca		750 g

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de “Cesta básica nacional Metodología”, DIEESE, 1993.

Según datos estimados por el Ministerio de Trabajo de Argentina, los trabajadores afectados por cambios en el salario mínimo equivaldrían a un 12,9% de la población urbana ocupada⁽¹⁰⁾. En Brasil el porcentaje es mayor y alcanza al 27,8% de los trabajadores del país⁽¹¹⁾.

Por otra parte, el salario mínimo vital y móvil remunera 200 horas de trabajo mensuales en Argentina, mientras que en Brasil retribuye 220 horas mensuales.

La comparación entre ambos países se efectuó utilizando información de precios del Gran Buenos Aires⁽¹²⁾ y de São Paulo.

El período seleccionado comienza en 1998, ya que ambos países en se encontraban en situación de relativo atraso cambiario. Cabe recordar que Brasil devaluó su moneda en el año 1999 y Argentina en 2002.

Las horas necesarias para obtener los alimentos considerados ha sido dispar entre las ciudades de ambos países.

Tal como se observa en el Gráfico 1, en ambos países el año 2003 ha sido bastante desfavorable. En Argentina lo fue producto de la situación iniciada en 2002, y que sólo se revierte a partir de la sostenida intervención gubernamental a partir de mediados del 2003. En Brasil, el deterioro se va consolidando desde mediados de 2002, y la mejora que produce la recomposición del salario en los meses de mayo de 2003, 2004 y 2005 sólo alcanza para mantener la situación del año base.

Analizando los componentes de este indicador se puede comprender su evolución. En Argentina el salario mínimo se mantuvo en \$ 200 desde agosto de 1993⁽¹³⁾ hasta junio de 2003. Desde esa fecha y hasta agosto de 2004, el Po-

(10) “Los salarios de unos 450 mil trabajadores registrados aumentarán de manera inmediata (13% del empleo registrado). Los salarios de 1,3 millones de empleados no registrados serán indirectamente impactados por la medida si el nuevo salario mínimo tiene el efecto de aumentar el piso de la estructura de salarios de la economía”, en Salario mínimo, vital y móvil, Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, Enero 2004.

(11) IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Trabalho e Rendimento, Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios 2003.

(12) Los precios de los productos se publican regularmente en Índice de Precios al Consumidor GBA, base 1999=100, Información de Prensa, INDEC.

(13) Resolución Nº 2 del Consejo de Salario Mínimo, Vital y Móvil del 22/07/1993, publicada en el Boletín Oficial el día 26/07/1993.

der Ejecutivo Nacional fue modificando el nivel del salario a través de distintos decretos⁽¹⁴⁾. En agosto de 2004 se constituyó el Consejo Nacional del Empleo, la Productividad y el Salario Mínimo Vital y Móvil, que fijó en dos oportunidades el monto vigente desde septiembre de 2004. En Brasil se ha ajustado anualmente desde 1995 hasta el año 2005.

Por otra parte, la evolución de los precios considerados ha sido notablemente diferente en ambos países.

Tal como se observa en el Gráfico 3, en Brasil se ha incrementado durante todo el período, en tanto que en Argentina reduce su precio durante los últimos años de la convertibilidad y se asemeja al comportamiento de Brasil a partir del 2002.

La activa intervención del gobierno en la recomposición del salario mínimo ha sido la que permitió la mejora observada en el indicador nacional de horas de trabajo necesarias para acceder al conjunto de productos utilizados en la comparación.

Gráfico Ap1 (a)
Evolución de las horas necesarias para obtener el conjunto de alimentos (*)
Año 2002= 100

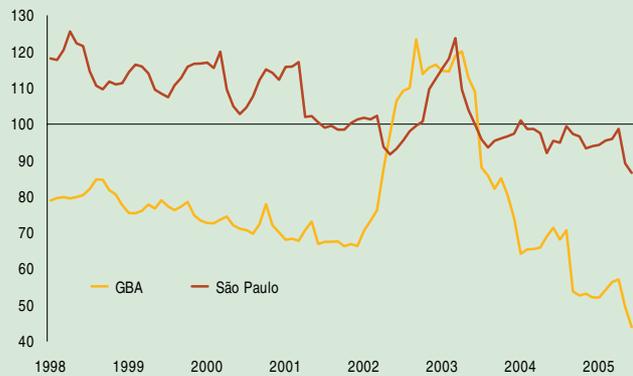


Gráfico Ap1 (b)
Evolución del salario mínimo nominal (*)
Año 2002= 100

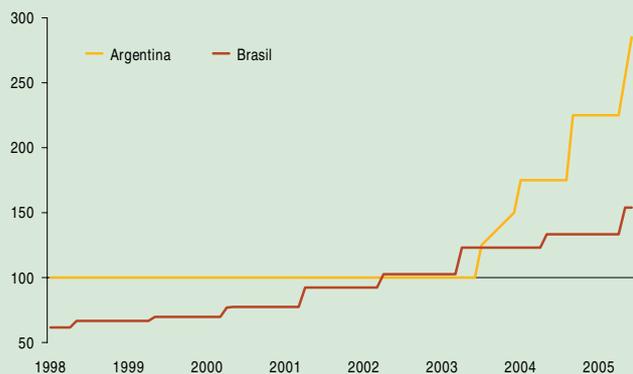


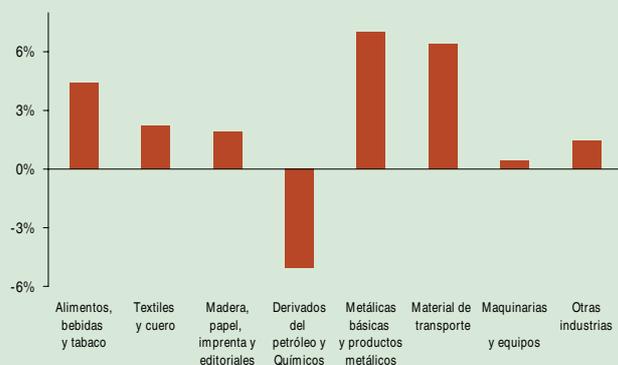
Gráfico Ap1 (c)
Evolución de la valorización del conjunto de alimentos(*)
Año 2002= 100



(14) Para mayor información, consultar Política de Ingresos en "Información Económica al día", en <http://www.mecon.gov.ar/peconomica/basehome/infoeco.html>.

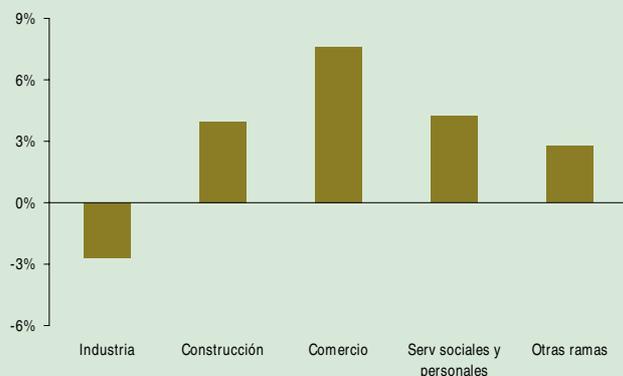
Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de DIESSE y Ministerio de Trabajo.

Gráfico 7
Salarios reales DECLARADOS en distintos sectores industriales en el Primer Trimestre de 2005
 Variación interanual



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC y de AFIP.

Gráfico 8
Salarios reales no registrados en el Primer Trimestre de 2005
 Variación interanual - Por sector de Actividad Económica



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC.

de establecimiento⁽¹⁵⁾ (Gráfico 8 y 8 Cont.).

Las actividades de comercio fueron las que tuvieron una recuperación superior al promedio. Los asalariados en tareas de calificación operativa superaron al conjunto de asalariados no registrados. Únicamente los asalariados en establecimientos medianos y grandes han percibido mejoras reales en sus remuneraciones.

declarados crecieron solamente 0,9% i.a., y los no registrados lo hicieron en 3,1%. Los salarios públicos prácticamente se mantuvieron en el mismo nivel que el primer trimestre de 2004.

En este período se intensificó el debilitamiento, observado a partir del tercer trimestre de 2004, en la tendencia a la recuperación del salario real registrada desde principios de 2003. Las causas de este fenómeno estuvieron fuertemente asociadas a las crecientes variaciones positivas observadas en los niveles de precios a partir de julio de 2004.

Las variaciones de salario real no han sido homogéneas en el interior de cada agrupamiento. En los asalariados declarados se han observado algunas diferencias en la recuperación salarial por sector de actividad económica (Gráfico 6), siendo mayores los incrementos registrados, en términos reales, en servicios a las empresas y en las ramas incluidas en la categoría Otros productores de bienes.

Entre las distintas ramas industriales (Gráfico 7) se verifican mayores diferencias. Los mayores crecimientos, superiores al 6%, se dieron en las ramas de metálicas básicas y material de transportes. Por el contrario, los salarios de la rama Derivados del petróleo vieron disminuidos su poder de compra en un 5,1%. Una parte de estas diferencias se sustentan en el impacto diferencial por rama de las sumas fijas no remunerativas y de la elevación del salario mínimo. Estas medidas se asocian con los niveles bajos y medios de retribución y con la intensidad en utilización de horas extras. Por lo tanto, existe una relación inversa entre los niveles salariales y la recuperación observada.

Entre los asalariados no registrados se observaron diferencias por sector de actividad, por nivel de calificación y por tamaño

(15) Se definieron tres tamaños: microempresas de hasta 5 ocupados, pequeñas entre 6 y 40 ocupados y medianas y grandes de más de 40 ocupados.

3. Distribución del Ingreso

La forma en que los hogares obtienen sus ingresos constituye un aspecto fundamental para interpretar los cambios en la distribución del ingreso.

Este tipo análisis, diferenciando a las familias según el estrato de ingreso en el que se encuentren, permite observar y evaluar la modificación de las fuentes de financiamiento a través del tiempo, así como las implicancias que podrían tener diferentes medidas de política económica. Es esperable, por ejemplo, que los hogares de menores ingresos tengan una mayor dependencia de las transferencias públicas y que los ingresos derivados de la propiedad de activos incida más en los hogares de ingresos altos.

En la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) se indaga exhaustivamente en diversas fuentes de financiamiento de los hogares. Para simplificar el análisis se agruparon en cinco categorías:

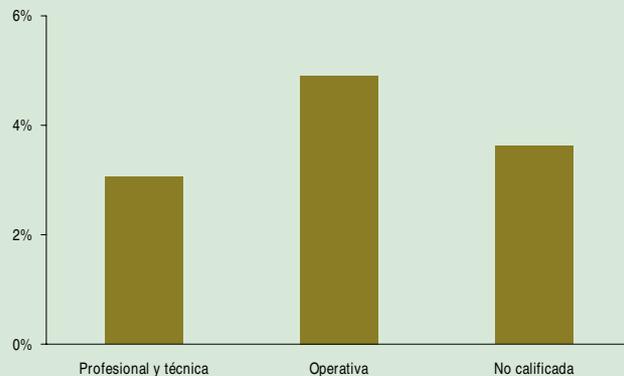
- ▶ Los ingresos provenientes del trabajo, que excluyen los montos percibidos por planes de empleo. Se denominan **laborales**.
- ▶ Se han englobado en **transferencias públicas** a las jubilaciones, las pensiones, los subsidios por desempleo, los planes de empleo y los subsidios del Plan Jefes y Jefes de Hogar Desocupados (Plan Jefes).
- ▶ Se consideraron a las indemnizaciones, cuotas de alimentos y aportes desde otros hogares como **transferencias privadas**.
- ▶ No es posible distinguir el carácter del efector en las becas de estudio y en los subsidios institucionales (con excepción del Plan Jefes). Por lo tanto se computan esos ingresos en **transferencias mixtas**.
- ▶ Por último se consideraron **ingresos derivados de la propiedad de activos** a los alquileres, las ganancias de negocios y los intereses o rentas por plazo fijo y/o inversiones.

En este análisis se utiliza la distribución de los hogares ordenados por ingreso per cápita familiar y agrupados en quintiles⁽¹⁶⁾, en el segundo semestre de 2003 e igual período de 2004. En ese lapso se produjo un importante crecimiento del empleo y se incrementaron los ingresos de jubilaciones, salarios declarados y salario mínimo, vital y móvil. También se registró una reducción del número de subsidios del Plan Jefes⁽¹⁷⁾.

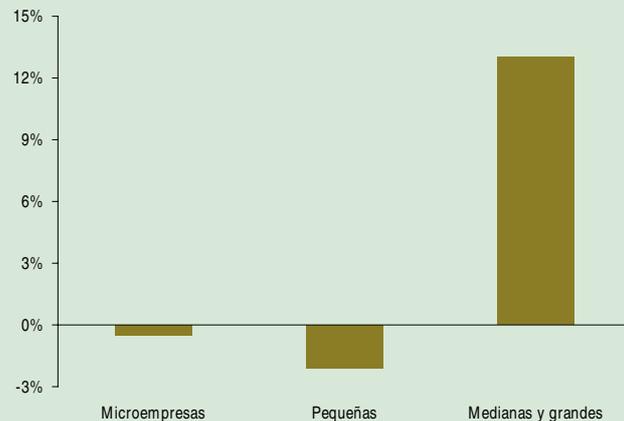
Gráfico 8 (Cont.)

Salarios reales no registrados en el Primer Trimestre de 2005

Variación interanual - Por nivel de calificación



Por tamaño de establecimiento



(16) Corresponde a los aglomerados relevados por la EPH e incluyen a los hogares sin ingresos monetarios.

(17) Para mayores precisiones acerca de la Política de Ingresos del Gobierno Nacional se puede consultar <http://www.mecon.gov.ar/peconomica/basehome/infoeco.html>, Empleo e ingresos, Política de ingresos.

Cuadro 4

Variación real de los montos y de los ingresos medios y participación en el ingreso total de los hogares

Ordenados por quintil de ingreso per cápita familiar
Aglomerados EPH

	Total de hogares	Quintiles de ingreso per cápita familiar				
		1	2	3	4	5
Variación % real (i.a.)						
Ingreso medio per cápita	9,6%	29,5%	19,9%	15,1%	10,3%	5,9%
En los montos	12,4%	28,0%	15,2%	22,1%	10,2%	8,2%
Participación en el ingreso total						
2do Sem 2004	100,0%	5,7%	11,7%	15,5%	21,9%	45,3%
2do Sem 2003	100,0%	5,0%	11,4%	14,3%	22,3%	47,0%
Var. en pp.		+ 0,7	+ 0,3	+ 1,2	-0,4	-1,8

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC.

Cuadro 5

Composición del ingreso familiar de los hogares

Ordenados por ingreso per cápita familiar - Aglomerados EPH

	Total	Labora-les	Transf. públicas	Transf. mixtas	Transf. privadas	Derivados de propiedad de activos
Total de hogares						
2do Sem 2004	100,0%	78,2%	15,1%	3,6%	0,9%	2,1%
2do Sem 2003	100,0%	76,7%	17,3%	3,3%	1,1%	1,6%
Quintil 1						
2do Sem 2004	100,0%	66,6%	24,2%	3,1%	5,8%	0,3%
2do Sem 2003	100,0%	59,0%	31,0%	3,8%	6,0%	0,2%
Quintil 2						
2do Sem 2004	100,0%	78,2%	16,0%	2,9%	2,3%	0,6%
2do Sem 2003	100,0%	76,1%	17,9%	2,6%	3,1%	0,3%
Quintil 3						
2do Sem 2004	100,0%	77,6%	17,3%	3,9%	0,7%	0,6%
2do Sem 2003	100,0%	74,3%	19,4%	4,4%	1,1%	0,8%
Quintil 4						
2do Sem 2004	100,0%	79,2%	16,0%	3,5%	0,3%	1,1%
2do Sem 2003	100,0%	76,5%	17,8%	3,9%	0,6%	1,1%
Quintil 5						
2do Sem 2004	100,0%	79,5%	12,6%	3,9%	0,3%	3,8%
2do Sem 2003	100,0%	79,5%	14,7%	2,7%	0,4%	2,6%

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC.

En la EPH, el incremento nominal en el ingreso familiar promedio fue de 15,7% i.a., con diferencias importantes por tramo de ingreso. En los hogares de ingresos más bajos el aumento fue de 36,7% y en los de ingresos más altos del 11,8%.

En el mismo período el nivel general del índice de Precios al Consumidor (IPC) se incrementó 5,5% i.a., la canasta básica alimentaria aumentó 4,1% y la canasta básica total lo hizo en 4,2%.

Estos resultados indican un mejoramiento relativo de los ingresos familiares de los hogares del tramo más bajo, aún cuando tanto los niveles como las diferencias continúan siendo preocupantes. Tal como se observa en el Cuadro 4, el incremento real de los montos de ingresos no implica una mejora importante en la participación.

La mayor parte del ingreso familiar ha sido aportada por ingresos laborales, independientemente del tramo o del período del que se trate. Las transferencias públicas constituyen la segunda fuente de financiamiento de los hogares. Entre ambas se explica más del 90% del ingreso de los hogares (Cuadro 5).

En la evolución interanual se destaca:

► La reducción del peso de las transferencias públicas, especialmente en el primer quintil de ingresos. El mantenimiento del monto asignado al Plan Jefes, así como la reducción de beneficios, explican una parte importante de esta pérdida en los hogares ubicados en los tramos más bajos de ingresos. Esta reduc-

ción se ha visto parcialmente compensada con el incremento de las jubilaciones y pensiones mínimas que, en algunos casos, modifica la ubicación de los hogares en el ordenamiento por ingresos.

► El incremento de la participación de los ingresos laborales y la mayor incidencia en el tramo de más bajos ingresos.

Las transferencias públicas no se distribuyeron en forma homogénea entre los hogares. Por ello se analizó cuáles de ellas se vieron reducidas en cada tramo. Cabe señalar que en valores nominales, el monto total de transferencias se incrementó entre ambas fechas en un 3,9%. Sin embargo, sólo las jubilaciones/pensiones tuvieron incrementos nominales, ya que se redujeron los montos por seguro de desempleo y subsidios públicos.

La variación positiva de los ingresos laborales se enmarca en el crecimiento del empleo total y del empleo sin planes. Tal como se presenta en el Cuadro 7, la tasa de empleo ha sido creciente a través de los quintiles, en tanto que la variación entre ambas fechas también lo fue, salvo por el comportamiento del cuarto tramo.

Resulta interesante observar que en la tasa de empleo sin planes la recuperación del tramo más bajo se asemeja bastante a la de los hogares del quintil 4.

En la variación de los ingresos laborales impactan tanto el incremento del empleo como la mejora de los ingresos/salarios. Estos elementos han afectado en forma diferencial a los hogares de cada tramo, y además no completan la explicación del fenómeno. Se supone que el porcentaje no explicado corres-

Cuadro 6

Composición de las transferencias públicas de los hogares Ordenados por ingreso per cápita familiar - Aglomerados EPH

	Total	Jubilaciones y pensiones	Seguro de desempleo	Subsidios públicos
Total de hogares				
2do Sem 2004	100,0%	90,1%	0,5%	9,4%
2do Sem 2003	100,0%	88,4%	0,9%	10,7%
Quintil 1				
2do Sem 2004	100,0%	36,7%	1,7%	61,6%
2do Sem 2003	100,0%	29,5%	3,4%	67,1%
Quintil 2				
2do Sem 2004	100,0%	79,0%	0,5%	20,5%
2do Sem 2003	100,0%	71,8%	0,8%	27,3%
Quintil 3				
2do Sem 2004	100,0%	94,2%	0,8%	5,0%
2do Sem 2003	100,0%	92,9%	0,9%	6,2%
Quintil 4				
2do Sem 2004	100,0%	98,5%	0,2%	1,3%
2do Sem 2003	100,0%	97,7%	0,6%	1,7%
Quintil 5				
2do Sem 2004	100,0%	99,7%	0,1%	0,2%
2do Sem 2003	100,0%	99,4%	0,4%	0,1%

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC.

Cuadro 7

Tasa de empleo total y sin planes de los hogares Ordenados por ingreso per cápita familiar - Aglomerados EPH

	Tasa de empleo total			Tasa de empleo sin planes		
	2° Sem. 2003	2° Sem. 2004	Var. en pp.	2° Sem. 2003	2° Sem. 2004	Var. en pp.
Total de hogares	36,9%	40,3%	3,3	34,1%	37,9%	3,8
Quintil 1	25,2%	27,7%	2,5	19,1%	22,4%	3,3
Quintil 2	33,1%	36,1%	3,0	29,7%	33,5%	3,7
Quintil 3	37,5%	41,4%	3,8	36,2%	40,2%	4,0
Quintil 4	46,1%	49,4%	3,2	45,5%	48,9%	3,4
Quintil 5	56,0%	60,6%	4,7	55,9%	60,6%	4,7

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC.

Cuadro 8

Explicación de la variación de los ingresos laborales

En % de la variación - Aglomerados EPH

	Efecto empleo	Efecto ingresos/salarios
Total de hogares	55,9%	44,1%
Quintil 1	42,0%	58,0%
Quintil 2	38,7%	61,3%
Quintil 3	55,9%	44,1%
Quintil 4	37,8%	62,2%
Quintil 5	79,0%	21,0%

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC.

ponde a un efecto conjunto de precios (ingresos/salarios) y cantidades (empleo). A los fines de la comparación, ese porcentaje se repartió en igual proporción entre ambos efectos.

Aún cuando en el promedio los efectos estuvieron bastante compensados, en ambos extremos de la distribución se observan comportamientos contrarios. En los hogares de ingresos más bajos (quintil 1) el incremento de los ingresos percibidos por cada ocupado ha sido algo más determinante que el aumento del empleo. En el otro extremo, el de los hogares de ingresos más altos, ha sido el efecto empleo el que ha predominado claramente.

La posibilidad de sostener esta situación de mejora relativa está fuertemente asociada a la formas de inserción laboral de los ocupados que conforman los hogares de cada tramo de ingresos.

Del Cuadro 9 se destaca que:

- ▶ En el total de hogares el empleo privado se distribuye, aproximadamente, por mitades entre "formal" y "no formal".
- ▶ La relación entre la participación del empleo "formal" y el nivel de ingreso per cápita familiar es directamente proporcional, es decir que a mayor ingreso mayor participación de empleo de mejor calidad.
- ▶ El porcentaje de asalariados privados no registrados en el 40% de hogares más pobres es elevado.

Estos resultados arrojan cierto margen de incertidumbre acerca del proceso de recomposición de los ingresos familiares del tramo inferior de la distribución que, como se ha señalado, dependen en buena medida de las transferencias públicas y de los ingresos laborales.

CUADRO 9

Distribución de los ocupados en hogares ordenados por ingreso per cápita familiar por categorías de inserción laboral

Aglomerados EPH - 2do. Semestre 2004

	Total de hogares	Quintiles de ingreso per cápita familiar				
		1	2	3	4	5
Empleo privado (% del empleo sin planes) % del empleo privado	84,7%	94,5%	88,8%	84,6%	80,5%	77,3%
Asalariados registrados (1)	34,3%	8,7%	26,4%	37,1%	45,5%	52,5%
Patrones y trabajadores por cuenta propia con capital (2)	20,7%	18,0%	18,4%	17,7%	20,8%	28,6%
Asalariados no registrados (3)	26,2%	39,6%	32,4%	26,4%	20,2%	12,8%
Trabajadores domésticos (4)	9,3%	13,4%	12,6%	10,9%	7,8%	2,0%
Trabajadores por cuenta propia con capital y sin salario (5)	9,4%	20,2%	10,1%	7,9%	5,6%	4,1%
Empleo privado "formal" (1)+(2)	55,1%	26,7%	44,9%	54,8%	66,4%	81,1%
Empleo privado "no formal" (3)+(4)+(5)	45,0%	73,3%	55,1%	45,2%	33,6%	18,9%

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC.

Anexo 1: La recuperación de puestos de trabajo declarados por el sector privado en distintas zonas del país

El Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP) permite visualizar los puestos de trabajo asalariados privados registrados en cada sector de actividad para todo el país, incluyendo tanto las áreas urbanas como las rurales.

En este Anexo se realiza una nueva forma de presentación de los datos, a partir de la cual se distingue la evolución del empleo privado en tres agregados geográficos de características diferentes.

La constitución de los agregados se realizó a partir de las zonas geográficas del puesto de trabajo utilizadas por la AFIP. A partir de esa información es posible distinguir a los centros urbanos de mayor tamaño de cada provincia del resto de localidades y áreas rurales.

Por similitudes en la estructura del empleo se formaron tres agregados geográficos:

- ▶ el Gran Buenos Aires;
- ▶ las zonas que incluyen a las capitales y a las ciudades importantes de cada provincia;
- ▶ las otras zonas del país, que abarcan a las ciudades de menor tamaño y a las zonas rurales.

La razón que impulsó esta forma de análisis fue distinguir, en cada agregado, el comportamiento de los puestos de trabajo en el momento de caída en los niveles de empleo como consecuencia de la crisis de 2002 y en la generación de empleo por la posterior recuperación del nivel de actividad económica a partir del año 2003. De esta manera se podrá establecer relaciones entre la cantidad de asalariados privados declarados en cada uno de estos agregados y el nivel de actividad económica.

En el primer trimestre de 2005 el sector privado declaró 4.658.000 puestos de trabajo. De ellos, un 43,6% trabaja en el Gran Buenos Aires, un 33,5% lo hace en otras ciudades de mayor tamaño, y el restante 22,6% desarrolla sus actividades en pequeñas localidades y en el ámbito rural.

Del Cuadro 1 se destaca:

- ▶ El peso relativo de la industria es similar en cada agregado geográfico.
- ▶ El perfil sectorial del Gran Buenos Aires es bá-

Cuadro 1

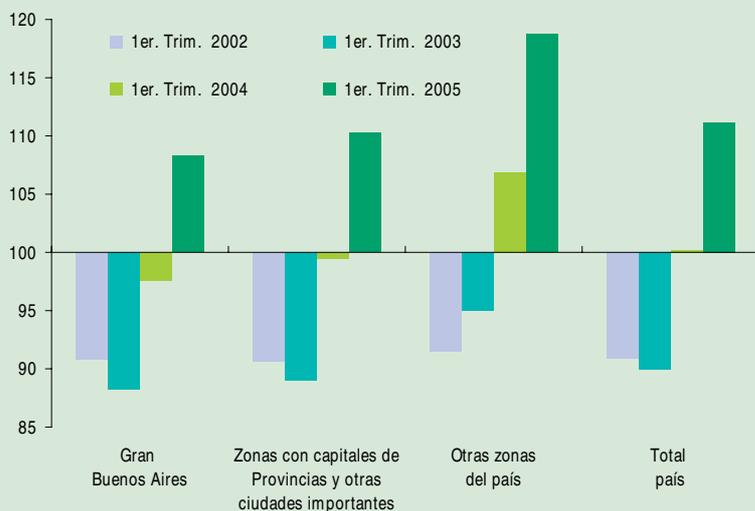
Distribución de los puestos de trabajo declarados según agregados geográficos y sectores de actividad Primer Trimestre 2005

	Total país	Gran Buenos Aires	Zonas con capitales de Provincias y otras ciudades importantes	Otras zonas del país
Total privado	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Sectores primarios	7,6%	0,9%	6,8%	21,6%
Industria	20,7%	21,6%	19,2%	21,0%
Construcción	5,7%	4,2%	6,6%	7,1%
Comercio y Hoteles y restaurantes	19,4%	18,6%	21,7%	17,6%
Transporte	8,3%	9,9%	7,9%	5,9%
Serv. financieros y a las empresas	15,0%	20,0%	12,2%	9,5%
Enseñanza y Salud	12,7%	13,9%	14,3%	8,1%
Otros sectores	10,6%	10,9%	11,2%	9,1%

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información proveniente de AFIP.

Gráfico 1 Evolución de los puestos de trabajo declarados por el sector privado según agregados geográficos en los primeros trimestres de cada año

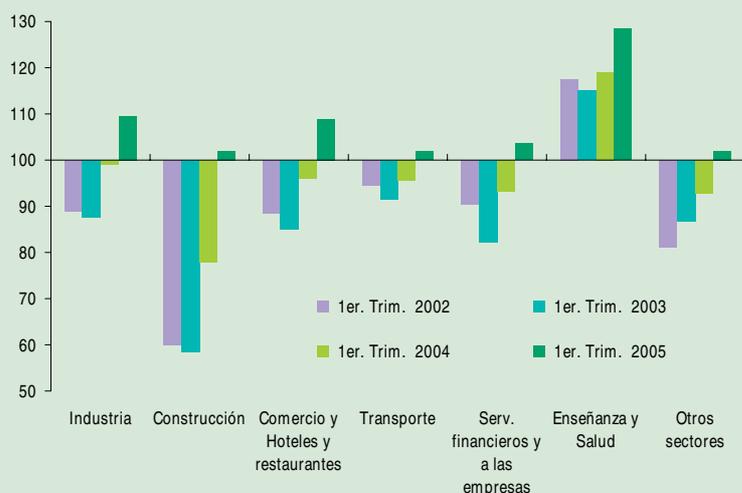
Primer trimestre de 2001 = 100



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información proveniente de AFIP.

Gráfico 2 Evolución de los puestos de trabajo declarados por el sector privado según sector de actividad en los primeros trimestres de cada año en el Gran Buenos Aires

Primer trimestre de 2001 = 100



Buenos Aires. Debido a la baja incidencia de los sectores primarios se agregó la información en "otras ramas". Se destaca el comportamiento de los puestos de trabajo declarados en educación y salud que se incrementaron aún en los años más críticos y la notable caída de puestos en la construcción que sólo se recupera en el 2005.

sicamente terciario dada la casi inexistente participación de los sectores primarios y la importancia de los servicios financieros y a las empresas.

► Las otras zonas urbanas importantes tienen un mayor peso relativo de los sectores primarios y un puesto de cada cinco está empleado en comercio, hoteles y restaurantes.

► En el resto del país es muy importante la participación del empleo en el sector primario. El 60% del empleo declarado se concentra en sectores primarios, industria y comercio, hoteles y restaurantes.

Se ensaya, a continuación, una lectura de los datos a partir de los correspondientes a los primeros trimestres a partir del año 2001. El empleo privado se ha incrementado en un 11,2% entre el primer trimestre de 2001 y el mismo período del 2005, (469 mil puestos). Sin embargo, tal como se observa en el Gráfico 9, no ha sido constante y varía notablemente entre los agregados geográficos.

La caída del 2002 se agudizó en las ciudades más importantes del país en el 2003, sin embargo en las "otras zonas del país" se comenzó a observar una recuperación que se consolidó en el año 2004. En el primer trimestre del 2005 se generalizó el incremento en todos los agregados geográficos.

Este comportamiento diferencial se explica por la composición por sector de actividad. En el Gráfico 2 se observa la evolución de los sectores de actividad en el Gran

El Gráfico 3 registra la evolución de los sectores de actividad en las zonas en las que se localizan las capitales de Provincias y otras ciudades importantes. Lo más saliente es que los primeros sectores que recuperan los niveles del 2001 han sido sectores primarios, industria, enseñanza y salud y otras ramas, en el año 2003. La caída de construcción fue importante aunque menor a la del Gran Buenos Aires.

La evolución de los sectores de actividad de las "otras zonas del país" se pueden observar en el Gráfico 4. Al igual que en el Gran Buenos Aires, los puestos de educación y salud no se redujeron durante los años más críticos. En la recuperación general registrada en el año 2003 sólo el sector construcción no recuperó el nivel del 2001.

Gráfico 3

Evolución de los puestos de trabajo declarados por el sector privado según sector de actividad en los primeros trimestres de cada año en Zonas con Capitales de Provincia y otras ciudades importantes

Primer trimestre de 2001 = 100

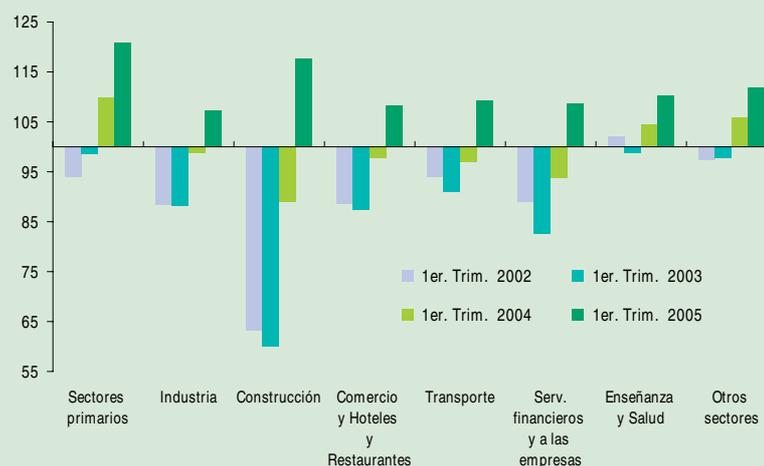
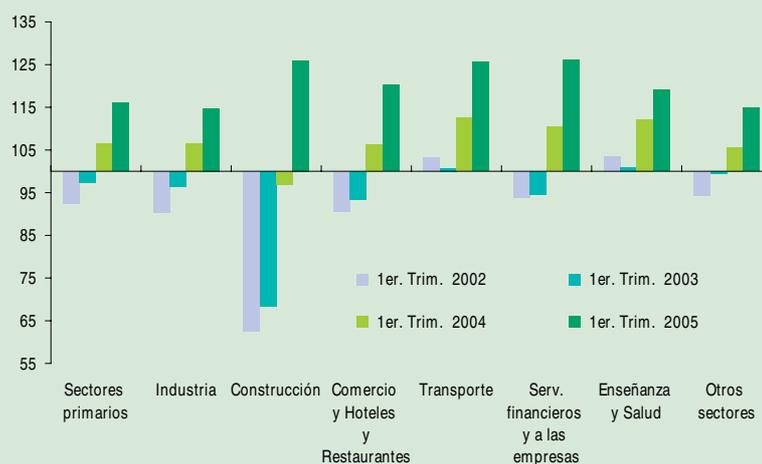


Gráfico 4

Evolución de los puestos de trabajo declarados por el sector privado según sector de actividad en los primeros trimestres de cada año en Otras Zonas del País

Primer trimestre de 2001 = 100



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información proveniente de AFIP.

Anexo 2: Política de ingresos del Gobierno Nacional implementada desde 2002

A continuación se enumeran las medidas adoptadas por el Gobierno Nacional a efectos de mantener una política de ingresos que procure recuperar el nivel de ingreso real de los trabajadores activos y pasivos en un marco de estabilidad y una recuperación económica sostenida.

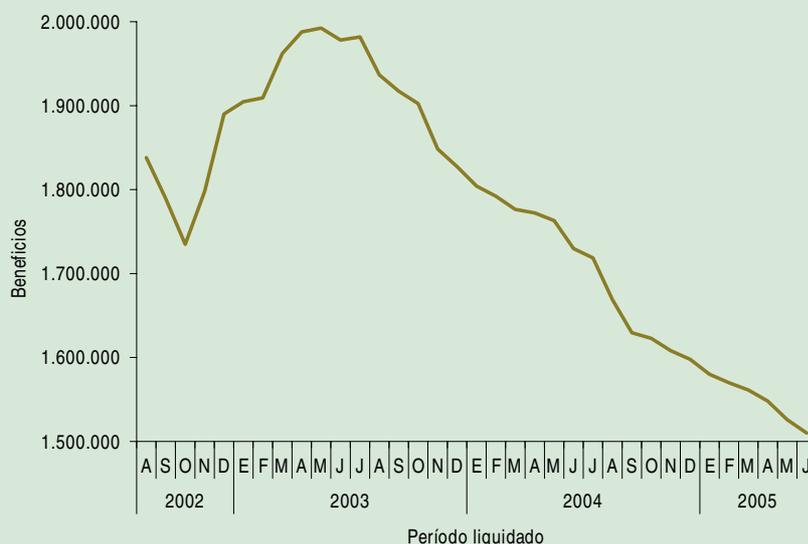
Plan Jefas y Jefes de Hogar Desocupados (Plan Jefes)

A través del Dec. 565/2002 se fija un monto de \$150 a partir de mayo 2002. El Plan Jefes absorbió, durante el año 2002, los montos del presupuesto asignados a planes de empleo nacionales.

“Destinado a jefes/as de hogar con hijos de hasta dieciocho (18) años de edad, o discapacitados de cualquier edad, y a hogares en los que la jefa de hogar o la cónyuge, concubina o cohabitante del jefe de hogar se hallare en estado de gravidez, todos ellos desocupados y que residan en forma permanente en el país.” ... “Podrá hacerse extensivo a desocupados jóvenes y a mayores de SESENTA (60) años que no hubieran accedido a una prestación previsional.”

En los primeros tres meses de implementación, el promedio de beneficios otorgados ha sido de 1.370.000. En el siguiente gráfico se puede observar la evolución de beneficiarios a partir de agosto del 2002.

Beneficios del Plan Jefes – Total País



Asignaciones familiares

A través del Decreto 1691/2004 que rige desde octubre de 2004, se incrementaron en un 50% el monto de las asignaciones por hijo, prenatal y por hijo con discapacidad y se modificó el tope máximo que permite la percepción del beneficio.

Sumas otorgadas por única vez

Medidas	Vigencia	Norma
\$ 50 al Plan Jefes	Dic 2003	Dec 1185/2003
\$ 200 a jubilados y pensionados	Dic 2004	Dec 1670/2004
\$ 75 a Plan Jefes y Programa de atención a Grupos Vulnerables	Dic 2004	Dec 1668/2004

Jubilaciones y pensiones

Medidas	Vigencia	Norma
Haber mínimo a \$ 220	Jul 2003	Dec 391/2003
Haber mínimo a \$ 240	Ene 2004	Dec 1194/2003
Haber mínimo a \$ 260	Jun 2004	Dec 683/2004
Haber mínimo a \$ 308	Sep 2004	Dec 1199/2004
Suplemento 10% en haberes hasta \$ 1.000	Sep 2004	Dec 1199/2004
Haber mínimo a \$ 350	Jul 2005	Dec 748/2005
Subsidio por un año de \$30 en haberes hasta \$600 a personas mayores de 65 años	Jul 2005	Resolución PAMI

Sumas fijas trabajadores del sector privado

Medidas	Vigencia	Norma
\$ 100	Jul a Dic 2002	Dec 1273/2002
\$ 130	Ene y Feb 2003	Dec 2641/2002
\$ 150	Mar y Abr 2003	Dec 2641/2002
\$ 200	May y Jun 2003	Dec 905/2003
Incorporación al salario básico	Desde Julio 2003	Dec 392/2003
\$ 50	Ene 2004	Dec 1347/2003
\$ 100	Ene 2005	Dec 2005/2004
Incorporación al salario básico e incremento a \$60 del monto otorgado en enero 2004	Abr 2005	Dec 2005/2004

Reducción de aportes personales

Medidas	Vigencia	Norma
6% por un año	Nov 2001	Dec 1387/2001
Prórroga y cronograma	Feb 2003	Dec 2203/2002
Prórroga del 4% por un año	Jul 2003	Dec 390/2003
Prórroga del 4% por un año	Jul 2004	Dec 809/2004
Prórroga del 4% por un año excepto a docentes, diplomáticos y empleados de la justicia	Jul 2005	Dec 788/2005

Salario mínimo, vital y móvil

Medidas	Vigencia	Norma
\$ 250	Jul 2003	Dec 388/2003
+\$ 10 por mes	Ago a Dic 2003	Dec 388/2003
\$ 350	Ene 2004	Dec 1349/2004
En agosto de 2004 se constituye el Consejo Nacional del Empleo, la Productividad y el Salario Mínimo, Vital y Móvil		
\$ 450	Sep 2004	Resolución 2/2004
\$ 510	May 2005	Resolución 2/2005
\$ 570	Jun 2005	Resolución 2/2005
\$ 630	Jul 2005	Resolución 2/2005

Trabajadores de la Administración Pública Nacional

Medidas	Vigencia	Norma
Suma fija de \$ 150 a salarios hasta \$ 1.000	Jun 2004	Dec 682/2004
Suma fija de \$ 100 a salarios hasta \$ 1.250	Ene 2005	Dec 1993/2005

FINANZAS PÚBLICAS

- El Sector Público Nacional no Financiero (SPNMF) presentó un superávit primario del orden del 4,4% del PIB en los primeros cinco meses de 2005, al haber alcanzado los \$ 9.818,8 millones.
- Si se tiene en cuenta el pago de intereses se obtiene el resultado financiero total, que alcanza el 2,5% del producto en el acumulado de los primeros 5 meses de 2005.
- en lo que va del año se observa que la generación de superávit primarios permanentes superó las expectativas de las autoridades económicas, explicitadas en la Ley de presupuesto. La meta de superávit primario prevista para todo 2005 es de \$14.000 millones (el 3% del PIB proyectado), y en los primeros cinco meses es alcanzada en aproximadamente un 70%.
- La recaudación tributaria en el primer semestre de 2005 acumula \$ 57.792 millones, lo que representa aproximadamente un 11% del PIB.
- Es así que luego de haber culminado el proceso de reestructuración de la deuda pública en situación irregular, el Gobierno logró llevar a cabo las primeras colocaciones voluntarias de deuda luego de casi cuatro años sin acceso a los mercados de deuda.

FINANZAS PÚBLICAS

1. Introducción

El Sector Público Nacional no Financiero (SPNNF)¹ presentó un superávit primario del orden del 4,4% del PIB en los primeros cinco meses de 2005, al haber alcanzado los \$ 9.818,8 millones.

Si se tiene en cuenta el pago de intereses se obtiene el resultado financiero total, que alcanza el 2,5% del producto en el acumulado de los primeros 5 meses de 2005.

El Resultado Financiero a mayo ha sido especialmente satisfactorio, debido a que se han normalizado los pagos de servicios de deuda. En febrero (como en agosto próximo) se devengaron intereses por los títulos BODEN, y en mayo de 2005 se pagaron intereses atrasados desde diciembre de 2003 correspondientes a nuevos bonos emitidos tras la reestructuración de la deuda en cesación de pagos (bonos PAR y Discount) por un monto equivalente a \$ 1.774,5 millones. Además estas diferencias con el saldo primario contemplan la atención de servicios de deuda con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Esta situación se observa claramente en el Gráfico 1, al comparar la evolución del resultado primario y el financiero.

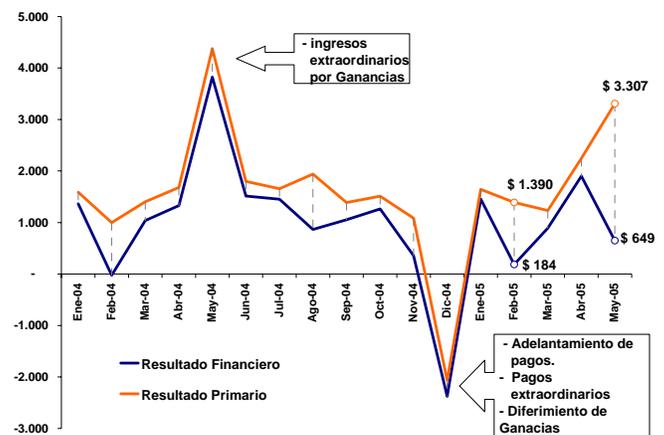
Por otro lado, de los resultados ejecutados en lo que va del año se observa que la generación de superávit primarios abultados

¹ El Sector Público Nacional No Financiero (SPNNF) está conformado por la Administración Pública Nacional y las Empresas Públicas y otros entes públicos no incluidos en el Presupuesto Nacional como los Fondos Fiduciarios y la AFIP.

superó incluso las expectativas de las autoridades económicas, tal como fueran explicitadas en la Ley de Presupuesto. La meta de superávit primario prevista para todo 2005 es de \$14.000 millones (el 3% del PIB proyectado), y en los primeros cinco meses ya se alcanzó un 70% de la misma (ver Apartado 1).

GRÁFICO 1
Saldos Fiscales del SPNNF

En millones de pesos



Por otro lado, de los resultados ejecutados en lo que va del año se observa que la generación de superávit primarios abultados superó incluso las expectativas de las autoridades económicas, tal como fueran explicitadas en la Ley de Presupuesto. La meta de superávit primario prevista para todo 2005 es de \$14.000 millones (el 3% del PIB proyectado), y en los primeros cinco meses ya se alcanzó un 70% de la misma (ver Apartado 1).

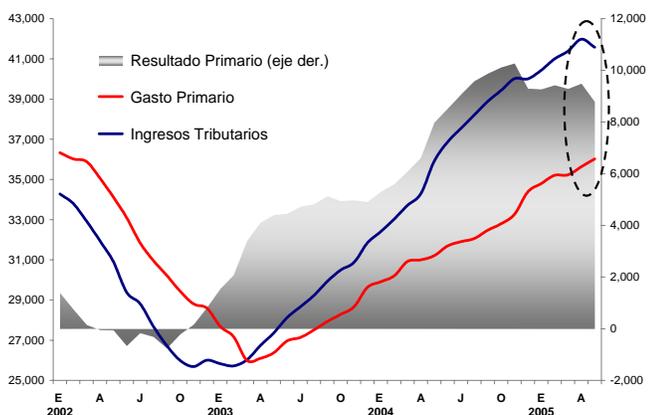
La solvencia de las cuentas del SPNNF, se explica fundamentalmente por el lado de los ingresos, principalmente los tributarios. El Gráfico 2 muestra la evolución del superávit primario, que presenta una tendencia positiva, medida como los promedios móviles de 12 meses, que hacia el final de 2004 tiende

a estabilizarse² en torno a los \$ 9.000 millones. Este comportamiento se explica por una recaudación que fue superando en proporciones crecientes las erogaciones correspondientes a los gastos primarios. Debe notarse, además, que el comportamiento observado no ha sido únicamente consecuencia de los incrementos de precios. Las series presentadas en el Gráfico 2, deflactadas utilizando un índice de precios combinado de precios minoristas y mayoristas, da cuenta de ello.

Luego, los continuos saldos positivos, consecuencia del constante crecimiento de la recaudación, se relacionan más con el nivel de actividad, la menor evasión y consecuentemente la mayor eficiencia en la recaudación que con la dinámica de los precios.

GRÁFICO 2
Cuentas Fiscales del SPNNF

En millones de pesos de diciembre de 2001
Acumulado 12 meses

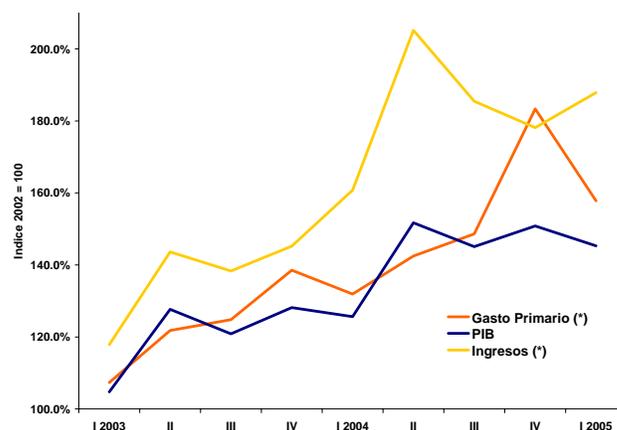


Si se evalúa de forma aislada el gasto primario (concepto asociado al “gasto discrecional”) se observa un crecimiento

² El quiebre de la tendencia positiva del último período se explica por un hecho extraordinario, cual es el pago de ganancias efectuadas por la empresa Repsol-YPF en mayo de 2004 y que había determinado un incremento sin precedentes en los recursos, generando bruscas variaciones en la serie tratada en promedios móviles que se observaron hasta mayo de 2005, punto en el que este acontecimiento deja de tener efecto.

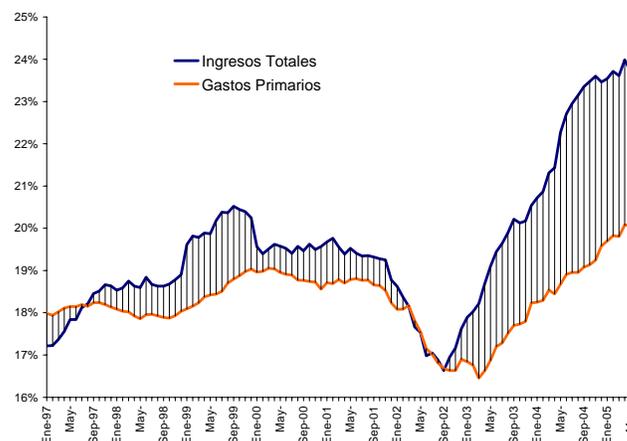
constante en el último tiempo. Con todo, una evaluación de las trayectorias del gasto primario sugieren que el mismo es congruente con la sustentabilidad fiscal de mediano y largo plazo. En el Gráfico 3 se observa que desde 2003 a esta parte los gastos han tendido a acompañar con mayor regularidad al comportamiento del nivel de actividad antes que al acelerado crecimiento de los ingresos, evidencia que se condice más con un comportamiento prudente y controlado. En otras palabras, fue la tendencia de fondo la que permite absorber el mayor ritmo de gastos del último período (Gráfico 4).

GRÁFICO 3
Evolución del Gasto, los ingresos y el PIB
Índice 2002 = 100



(*) No incluye lo recaudado y transferido por coparticipación a las provincias.

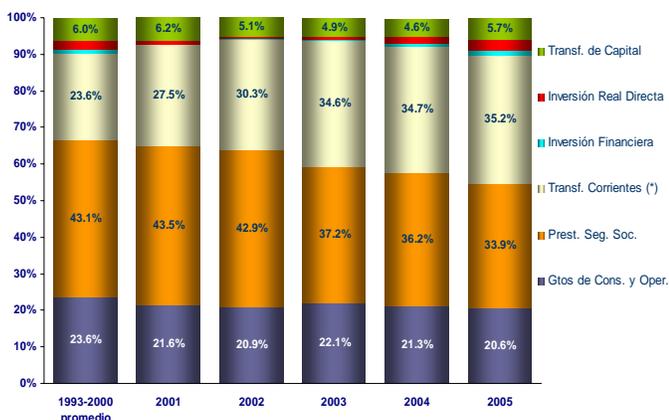
GRÁFICO 4
Evolución del Gasto Primario y los Ingresos
Acumulado 12 meses - En % del PIB



En cuanto a evolución de la estructura del gasto a mayo se observa en el Gráfico 5 que los gastos de consumo y operación caen en aproximadamente 3 puntos porcentuales con relación a los años de la década de los noventa, hasta alcanzar el 20,6% del gasto total en la actualidad. Los gastos de capital, si bien no son una proporción importante del gasto primario, se destacan por presentar una tendencia marcadamente creciente en los últimos meses. Esto último se explica principalmente por la mayor incidencia de obras de mantenimiento y construcciones viales realizadas por la Dirección Nacional de Vialidad.

Las Prestaciones a la Seguridad Social continúan perdiendo peso con relación a los otros rubros, mientras que las Transferencias corrientes (excluidas en este concepto las correspondientes a la coparticipación) siguen aumentando período tras período debido al aumento de gastos relacionados con vivienda y asistencia social. En el último año, resaltan las mayores transferencias hacia el sector energético a fin de mitigar la crisis que irumpió en el segundo trimestre de 2004, y de esa manera aminorar sus consecuencias sobre la dinámica de la actividad económica.

GRÁFICO 5
Estructura del Gasto Primario (*)
Acumulado 12 meses a mayo - En % de l total



(*) *Excluye transferencias a provincias por coparticipación.*

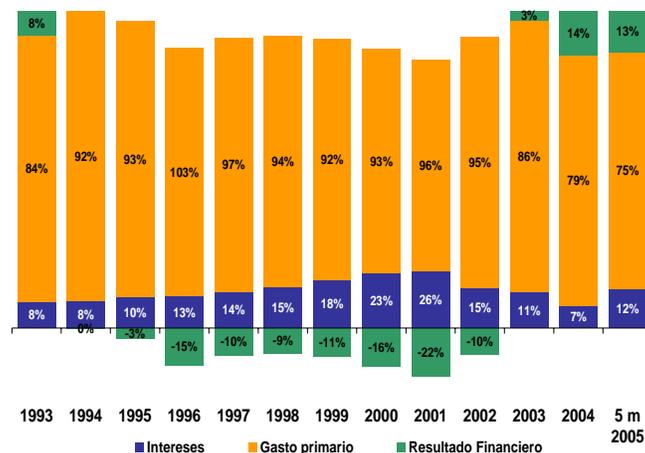
La recaudación impositiva, principal fuente de ingresos de la Nación, acumuló a mayo de 2005 el equivalente a 23,3% del PIB (\$ 105.491 millones).

En el Gráfico 6 se observa se observa la distribución de los recursos entre gasto primario e intereses. Durante la mayor parte de la década pasada se utilizaron recursos en proporciones crecientes para el pago de intereses, de forma tal que para cubrir los gastos totales fueron necesarios más recursos de los que efectivamente ingresaban, computando de esta forma secuencias cada vez mayores de saldos negativos que dieron lugar al exacerbado endeudamiento que caracterizó a esa década.

Esta situación se revierte a partir de 2003, iniciando un período en que los recursos más que solventan los gastos y los intereses de la deuda *performing*, lo cual permite al Estado comenzar a destinar recursos al ahorro necesario a futuro para hacer frente a los servicios de la deuda que finalmente resultó normalizada a partir de este año.

En lo que va del año 2005, y tras haber destinado el 12% de los recursos al pago de intereses, se cubrieron gastos y se destinó el 13% excedente a acumular superávit financiero.

GRÁFICO 6
Distribución de los Recursos



2. Las cuentas fiscales del SPNNF

2.1 Resultado fiscal

Como se mencionó anteriormente, el Resultado Financiero en los primeros cinco meses de 2005 resultó positivo, superando los ingresos totales en \$ 5.078 millones a los egresos (Cuadro 1). A fin de tener en cuenta los adelantamientos de pagos que habían tenido lugar en diciembre de 2004, también se tomó el resultado acumulado de 12 meses a mayo (último dato disponible al cierre de este Capítulo), para tomar comparables los saldos. De esta manera, se observa que el Resultado Financiero creció 9,7% en comparación con el dato anual a mayo de 2004.

CUADRO 1

Saldos, Gastos e Ingresos del SPNNF

En millones de pesos

	5 meses	Acumulados a mayo	
		var. % i.a.	12 meses var. % i.a.
RESULTADO FINANCIERO	5,078	-32.6%	8,998 9.7%
SUPERAVIT PRIMARIO	9,818	-2.3%	17,134 17.8%
INGRESOS TOTALES	49,745	15.7%	111,779 24.0%
GASTOS TOTALES	44,666	26.0%	102,782 25.5%
INTERESES	4,740	88.4%	7,927 25.1%

Fuente: Sobre la base de información publicada por la Secretaría de Hacienda

Como se observa en el Cuadro 1, el resultado primario anualizado a mayo de 2005 presenta una brecha importante con el resultado financiero, debido al fuerte pago de intereses efectuado en febrero y mayo. Estos últimos están relacionados directamente con el proceso de reestructuración de deuda pública, ya que se pagaron intereses por Bonos Pary Discount por la suma de \$ 1.774,5 millones. De esta manera los intereses pagados en lo que va del año alcanzan la suma de \$ 4.740,7 millones.

De la comparación interanual en el acumulado a cinco meses se observa una caída de 2,3% i.a. en el superávit primario,

equivalente a \$ 227,3 millones. Al desagregar el SPNNF en los entes que lo componen (Cuadro 2), se desprende que esta caída se explica básicamente por el comportamiento de dos sectores, el Tesoro Nacional y Fondos Fiduciarios y PAMI.

CUADRO 2

Superávit primario del SPNNF

Diferencia absoluta en millones de pesos.

Acumulados a mayo 2004 y 2005

	ADMINISTRACION NACIONAL					PAMI, Fdos. Fiduciarios y otros	TOTAL
	Tesoro Nac.	Rec. Afect.	Org. Desc.	Inst. Seg. Soc.	Ex Cajas Prov.		
Diferencia nominal	-1,290	578	3	1,108	-	-626	-227
Diferencia nominal (sin efecto)	642	362	-348	497	-8	-160	2,130

Fuente: Sobre la base de información publicada por la Secretaría de Hacienda.

La variación negativa presentada en el Tesoro Nacional se explica por el lado de los ingresos corrientes, debido a que en marzo del año 2004 el Banco Central había distribuido utilidades por \$ 1.000 millones que ingresaron a las arcas del Tesoro, hecho que no se repitió en 2005. En cambio, la caída en el otro sector se explica por el lado de los gastos en transferencias al sector privado, donde comienza a repercutir el efecto de los incrementos de las asignaciones familiares (Dto. N° 1.691/04 efectivo desde octubre de 2004) y el pago del fuel oil comprado al Gobierno venezolano en 19 cuotas mensuales de \$ 91,3 millones desde mayo de 2004.

El Cuadro 2 cuantifica de forma estimativa el superávit primario sin tener en cuenta estos rubros, es decir sin considerar el efecto de los ingresos por rentas de la propiedad ni las transferencias corrientes al sector privado en la columna correspondiente a PAMI, Fondos Fiduciarios y Otros. De esta manera, se observa que en el primer caso – correspondiente al Tesoro Nacional – la diferencia ahora es positiva, mientras que el saldo específico correspondiente al último

sector, si bien se redujo, continúa siendo negativo. Ello se explica básicamente por los gastos de capital (más detalle en sección de Gastos).

APARTADO 1

RESULTADOS FISCALES: PRESUPUESTO, EJECUCIÓN Y CAJA³

La ejecución del Presupuesto de la Nación para el año se calcula sobre la base del criterio de devengado. La registración de un gasto según este criterio se materializa cuando se perfecciona o queda firme la obligación del Estado de pagar una determinada suma de dinero, con independencia del momento en que se produce el movimiento de fondos, mientras que cuando se utiliza el criterio de caja se registra el gasto cuando se produce la salida de fondos, con independencia del ejercicio fiscal en el que se ha devengado la transacción que originó el pago. Aunque en teoría también existe el criterio de devengado para los ingresos, en nuestro país los ingresos se registran de acuerdo con el momento de su percepción (criterio de caja).

En el Cuadro 3 se comparan los resultados a marzo de 2005 con el Presupuesto de 2005, allí se observa que el porcentaje de ejecución del Presupuesto 2005 fue del 21% del crédito vigente, con una recaudación que en los primeros tres meses representa casi la cuarta parte (24%) de lo proyectado para el año. A partir de estos datos se infiere que durante el primer trimestre el SPNNF cumple con el 38% de lo proyectado como superávit primario para 2005.

CUADRO 3

Comparativo entre Presupuesto – Ejecutado Devengado y Ejecutado Caja del SPNNF

Acumulado a marzo de 2005 (millones de pesos)

	PRESUPUESTO 2005	EJECUCIÓN al 1° Trim.	% de ejecución	CAJA	Dif. DEVENGADO vs. CAJA
Ingresos Totales	90.036	21.244	24%	21.055	189
Gasto Primario	75.279	15.619	21%	16.788	-1.169
Resultado Primario	14.757	5.625	38%	4.267	1.358
Intereses	10.296	1.870		1.738	132
Resultado Financiero	4.462	3.755		2.529	1.226

Fuente: sobre la base de información de la Secretaría de Hacienda

En otro sentido se realiza la comparación entre devengado y caja, en la cual hay que tener en cuenta que en el ejecutado devengado los ingresos excluyen el registro de los ingresos coparticipados y que en los ingresos (en el concepto rentas de la propiedad) como en los gastos (en el rubro intereses de la deuda) se incluye la totalidad de la operación correspondiente a los títulos BOGAR. En cambio, en el criterio base caja se incluye la coparticipación de impuestos a provincias y sólo se contempla en forma parcial la operatoria de BOGAR del Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial, con el fin de no duplicar la contabilización del pago de intereses en las cuentas del Sector Público Nacional y del Sector Público Provincial. A fin de que

³ El análisis se limita al 1° trimestre debido a la disponibilidad de información publicada.

esta comparación sea válida se realizaron algunos ajustes para contemplar las diferencias anteriormente indicadas.

Los resultados indican que el superávit primario devengado es mayor que el de caja en \$ 1.358 millones, lo cual sugiere una caída en la deuda exigible, la cual corresponde a órdenes de pago vencidas y no vencidas (en razón que su fecha de vencimiento es posterior a la fecha de corte de la información) a la fecha por erogaciones corrientes, de capital y aplicaciones financieras. La deuda exigible así definida no integra el concepto de deuda pública que se publica regularmente. La explicación de esta discrepancia proviene de la comparación de los gastos bajo sendos criterios que al confrontarlos, se evidencia un gasto primario devengado menor que el de caja, lo cual indica que se pagaron deudas en el primer trimestre no contabilizadas como deuda pública.

Aun cuando al presente no se cuenta con información del superávit primario base devengado para el segundo trimestre, los datos correspondientes en base caja revelan que en los primeros seis meses de 2005 se alcanzó un monto equivalente al 78% del proyectado en el Presupuesto, lo cual resulta un indicador de la buena marcha de las cuentas públicas.

2.2 Ingresos

Los ingresos totales del Sector Público Nacional acumulados a mayo de 2005 ascienden a \$ 49.744,6 millones, un incremento de 16% respecto de lo ocurrido en el mismo período de 2004.

CUADRO 4 Ingresos del SPNNE

En millones de pesos y variación interanual

	Acumulado 5 meses		Var %	Acumulado 12 meses		Var %
	2004	2005		2004	2005	
INGRESOS TOTALES	42,991	49,745	15.7	90,127	111,779	24.0
.Ingresos Corrientes	42,948	49,630	15.6	90,015	111,650	24.0
..Recursos Tributarios	33,787	39,763	17.7	71,307	89,560	25.6
..Contrib. a la Seg.Soc.	5,843	7,226	23.7	12,878	16,023	24.4
..Rentas de la propiedad.	1,187	240	-79.8	1,394	478	-65.7
.Ingresos de Capital	43	115	167.6	112	210	87.7

Fuente: Sobre la base de información publicada por la Secretaría de Hacienda

Los ingresos corrientes representan prácticamente la totalidad de los recursos del SPNNE, y dentro de este rubro los más importantes son los ingresos tributarios⁴, que explican aproximadamente el 80 %.

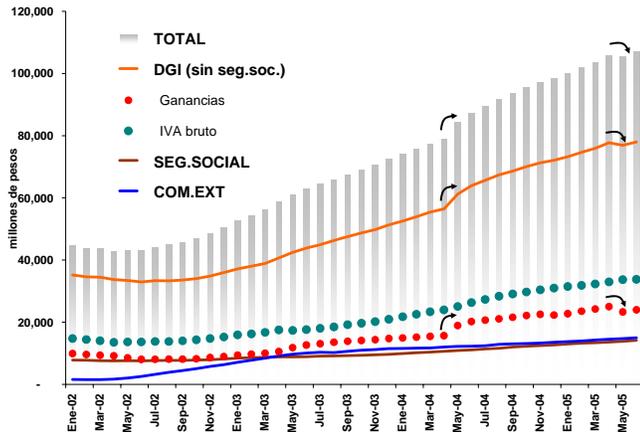
En el cuadro 4 puede observarse que el incremento de lo recaudado por impuestos incluyendo Contribuciones a la Seguridad Social en los primeros 5 meses de 2005 fue de 18,6% ia. Pero el total de los recursos del Estado Nacional se incrementó en menor cuantía (15,7% ia.), lo cual se debe a que lo recaudado por el rubro Rentas de la Propiedad cayó en términos absolutos en casi \$ 1.000 millones, cifra coincidente con las utilidades distribuidas por el BCRA en marzo de 2004 y que no se repitieron este año.

⁴ Se contabilizan los impuestos recaudados por la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), no considerándose los percibidos por otros organismos, quedando excluido lo recaudado por el Fondo Especial del Tabaco, los fondos de energía eléctrica, el impuesto sobre Pasajes Aéreos, las cajas previsionales de las Fuerzas Armadas y de Seguridad y las Asignaciones Familiares Compensables. Estos representan aproximadamente el 2 % del total.

GRAFICO 7

Ingresos del SENNF

En millones de pesos - Acumulado 12 meses



Un análisis gráfico de tendencia refleja una leve caída en mayo de 2005, para luego retomar la línea positiva. Se observa claramente que el salto en los ingresos totales se debe al comportamiento de Ganancias, que obedece a la repercusión que tiene aún el pago extraordinario de este impuesto por parte de la empresa Repsol YPF, ya que en mayo de 2004 se había registrado la liquidación total de las ganancias obtenidas en 2003 (Gráfico 7).

Las causas que explican mayoritariamente el comportamiento de los recursos del Estado Nacional son las siguientes:

- **La creciente actividad económica.** Se espera que el producto nominal del primer semestre de 2005 muestre un crecimiento de más de un 15 % en relación al registrado a junio de 2004;
- **El mayor dinamismo en el comercio exterior.** Se ha producido un crecimiento del 13% i.a. de las exportaciones y de 33% i.a. en las importaciones, para el acumulado a mayo de 2005 en ambos casos;
- **El aumento de la cantidad de empleados formales** (de acuerdo con registros del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones);

- **Incremento en los precios.** El IPC creció en promedio 8,2 % i.a., y el IPM hizo lo propio en casi un 8 %.

Pero además dieron un impulso extra a la recaudación los siguientes factores:

- Los aumentos en las remuneraciones, incremento en el mínimo imponible y pase de los aumentos otorgados últimamente a empleados públicos de ingresos más bajos a conceptos remunerativos.
- El diferimiento de Pagos de Ganancias correspondientes a diciembre de 2004.

La evolución impositiva, desde la perspectiva de su estructura porcentual, permite observar otras características inherentes a la dinámica actual de la recaudación. En el último tiempo se observa una suave tendencia negativa de la incidencia relativa de los tributos no tradicionales: la misma fue convergiendo hacia el 18% de lo recaudado. En contraposición, los tributos más tradicionales se fueron reposicionando hacia el 67%. Este comportamiento se muestra en el Cuadro 5, construido a partir de los datos anualizados y acumulando lo recaudado por cada uno de los tributos en los últimos 12 meses.

CUADRO 5

Estructura porcentual de los impuestos

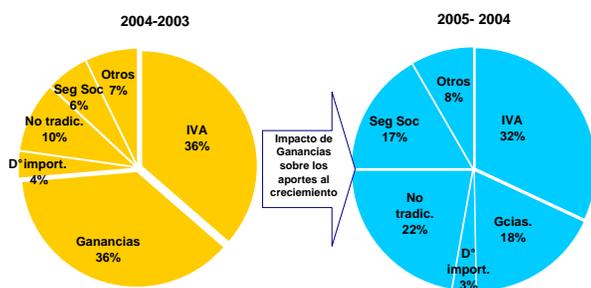
(12 meses acumulados a mayo)

	2003	2004	2005
TRADICIONALES	62%	65%	67%
IVA Bruto	28.5%	29.7%	31.9%
Ganancias	19.4%	22.5%	22.1%
Ap. y Cont. a la Seg. Soc.	14.5%	12.9%	13.1%
NO TRADICIONALES	22%	19%	18%
Derechos de exportación	13.2%	11.3%	10.6%
Créd. y Déb. en Cta. Cte.	8.8%	7.8%	7.9%
OTROS	16%	16%	14%

Fuente: Sobre la base de información publicada por la Secretaría de Hacienda.

Dentro de los impuestos tradicionales, el IVA fue el único que acrecentó su importancia relativa, en tanto que Ganancias se estabilizó en torno al 22%. Dentro de los no tradicionales, el impuesto a los débitos y créditos bancarios se estabilizó en torno al 8%. En cambio, Derechos de Exportación mantiene una tendencia negativa, representando en el último periodo poco más del 10% de la recaudación.

GRÁFICO 8
Aporte al crecimiento interanual de la recaudación impositiva
Acumulado a junio 2005



En el Gráfico 8 puede observarse el aporte de los principales impuestos al incremento interanual de la recaudación impositiva. El aumento de \$ 8.819 millones en la recaudación se debe principalmente a las siguientes fuentes de variación: un 32% al IVA, el 18% a Ganancias⁵ y el 17% a Seguridad Social, de modo que la suma de estos tres rubros explica más de dos tercios del incremento. Con relación al año anterior, resalta el reposicionamiento de los tributos No Tradicionales, especialmente en el caso de Derechos de Exportación, que del 1,4% del aporte sobre el incremento total de 2004 pasó a explicar poco más del 13,5% en 2005.

El cambio en estas ponderaciones de los factores encuentra explicación nuevamente en el efecto Repsol YPF, que al pagar en mayo del año pasado la totalidad de Ganancias de 2003 (\$ 2.730 millones) reponderó a este concepto sobre el resto,

⁵ Incluye la recaudación por Ganancias y Ganancia mínima presunta

ubicándolo como principal fuente de crecimiento. Pero este año la empresa petrolera liquidó gran parte de Ganancias distribuyendo el impuesto en los anticipos durante 2004 y 2005. De esta manera, si bien Ganancias contribuyó al incremento de los recursos impositivos, lo hizo con una participación muchísimo menor: de explicar el 37% del aumento de la recaudación en el primer semestre de 2004 pasó a aportar el 19% de la variación para este año.

2.3 Recaudación tributaria ⁶

La recaudación tributaria en el primer semestre de 2005 acumula \$ 57.792 millones, lo que representa aproximadamente un 11% del PIB. El **Impuesto al Valor Agregado**, históricamente el tributo de mayor recaudación, en lo que va del año recaudó \$ 17.429 millones, monto equivalente al 7% del producto. Asimismo, con esta cifra superó en un 19% lo ingresado por este concepto en el primer semestre de 2004. Las principales causas de este sensible incremento se encuentran directamente vinculadas al mayor nivel de actividad, al incremento en los precios y al crecimiento de las importaciones gravadas. También lo ingresado por regímenes de facilidades de pago y cuestiones administrativas como el sistema de liquidación e ingreso dieron un impulso extra al crecimiento del IVA.

Debe notarse que la performance de la recaudación tributaria es aún mejor de lo que muestran estas cifras debido a que las mismas incorporan en el análisis el efecto negativo de la devolución de 3 puntos del IVA aplicado a las compras realizadas con tarjeta de crédito, una medida adoptada en diciembre de 2003.

⁶ Los valores de recursos tributarios expuestos en esta sección corresponden a lo recaudado por la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP). En este caso no se contabilizan, por no ser recaudados por la AFIP, el Fondo Especial del Tabaco, los Fondos de la Energía Eléctrica, el Impuesto sobre Pasajes Aéreos, las Cajas Previsionales de las Fuerzas Armadas y de Seguridad y las Asignaciones Familiares. Asimismo se aclara que los gravámenes no contemplados representan aproximadamente el 2% del total.

En orden de importancia le sigue el **Impuesto a las Ganancias**, con una recaudación de \$ 14.587 millones a junio de 2005, lo cual representa más del 5% del PIB estimado. Este resultado implica un aumento del 13% i.a. Los mejores resultados y mayores anticipos presentados por las empresas y personas físicas alcanzados por este impuesto encuentran sustento en el crecimiento ininterrumpido de la economía desde 2002, en el incremento en las importaciones y en los mayores índices de inflación.

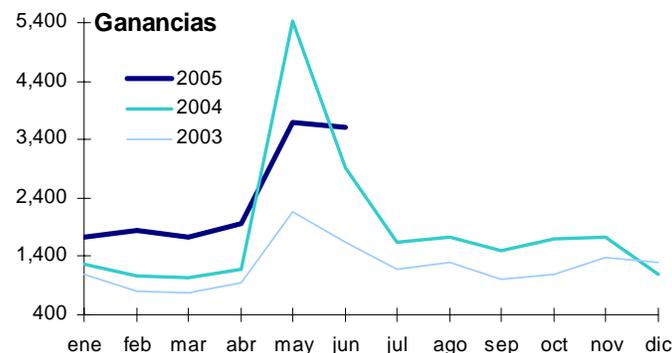
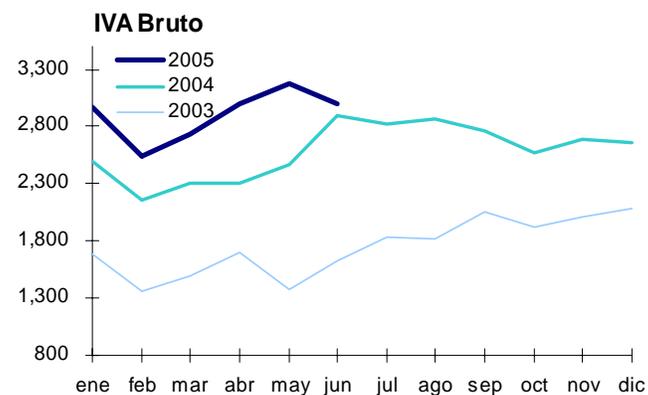
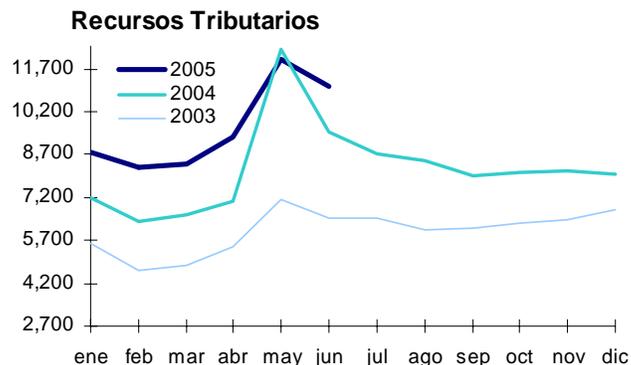
Además el resultado positivo se vio acentuado por ingresos adicionales correspondientes al diferimiento de los vencimientos de los anticipos de las sociedades y las personas físicas, y de las retenciones sobre las remuneraciones de los trabajadores en relación de dependencia correspondientes al mes de diciembre de 2004. Pero a la vez incidió negativamente la entrada en vigencia desde junio de 2004 del cómputo parcial como pago a cuenta del impuesto sobre los Débitos y Créditos en Cuenta Corriente.

En el primer semestre de 2005, **Ganancia Mínima Presunta** presentó una disminución del 18% i.a., lo cual se debió básicamente al efecto de pago a cuenta del impuesto a los Créditos y Débitos en Cuenta Corriente sobre este impuesto. De todos modos este efecto se vio compensado parcialmente por la acción de los pagos atrasados.

Los **Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social** superaron en un 21% lo recaudado en el mismo período correspondiente a 2004, colectando en el primer semestre aproximadamente el 3,7% del PIB. La concurrencia de diversos hechos explican este importante aumento, siendo los más importantes el aumento del empleo registrado y de la remuneración imponible. En el último caso, el incremento se debe a la suba por ley del salario mínimo vital y móvil, que desde septiembre de 2004 es de \$ 450 para empleados en relación de dependencia. También influyó positivamente el corrimiento del límite máximo de la

remuneración que está sujeta a contribuciones del empleador (de \$ 4.800 pasó a \$ 6.000 en junio de 2004 y a \$ 8.000 desde octubre último), el aumento general en salarios y la eliminación del régimen especial para empleadores no tributistas.

GRÁFICO 9
Evolución de la recaudación tributaria.
En millones de pesos



Respecto de la recaudación por **Derechos de Importación**, se observó un incremento del 19% i.a. en su recaudación. Este aumento se explica por la suba de aproximadamente

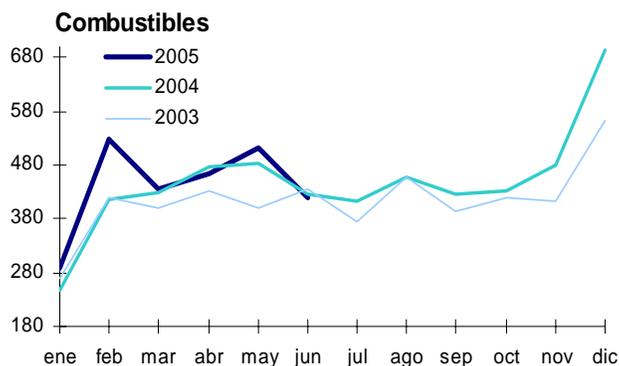
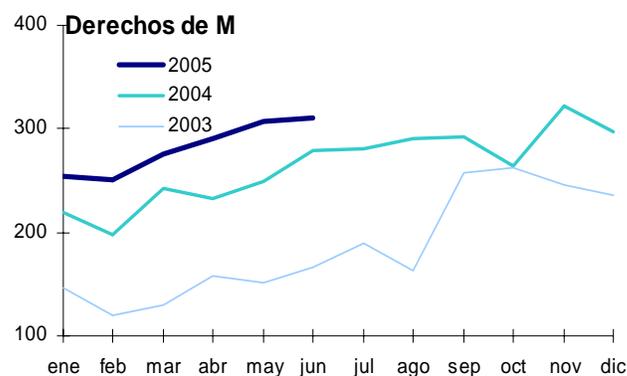
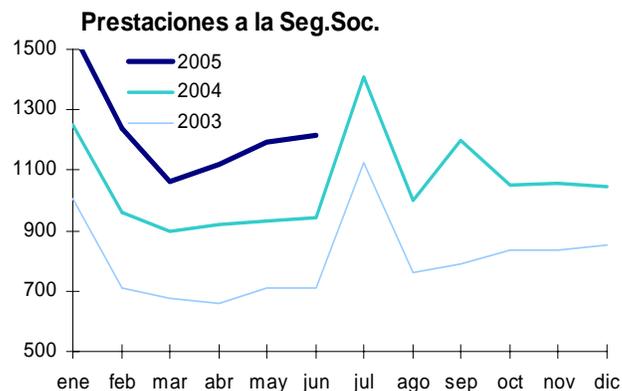
30% de las importaciones en el primer semestre de 2005. Además, el crecimiento de las importaciones gravadas fue mayor que el de las totales, y en este sentido la base de comparación es la que estaría explicando esta fuente de variación, ya que en enero de 2004 se habían importado aviones por US\$ 278 millones, rubro exento de este gravamen. También influyó la eliminación, en septiembre de 2004, del arancel transitorio de 1,5 puntos sobre los derechos de importación extrazona para algunos productos de la Nomenclatura Común del Merco sur.

En cuanto a la recaudación por **Derechos de Exportación**, lo ingresado en el primer semestre superó en un 24% lo recaudado por este tributo en el mismo periodo del año anterior, alcanzando así el 2,4% del PIB, aproximadamente. La mayor recaudación por este tributo obedece principalmente al aumento de las cantidades exportadas y a la elevación del precio del petróleo crudo. Este último efecto tiene más relevancia a partir de mayo de 2004, momento en el que se activan mayores derechos de hidrocarburos y sus derivados, y desde agosto de 2004, cuando se implementa un alícuota adicional variable sobre el petróleo crudo en función del precio internacional del barril (WTI) que varía entre 3 y 20 puntos cuando supera los US\$ 32 (Cuadro 6).

CUADRO 6
Aumento de los derechos sobre la exportación de hidrocarburos y sus derivados

	Mayo 2004	
	Antes	Después
Gas licuado de petróleo	5%	20%
Algunos propanos y butanos	5%	20%
Gasolinas	0%	5%
Petróleo crudo	20%	25%
Gas natural	0%	20%

GRÁFICO 9 (Cont. 1)
Evolución de la recaudación tributaria.
En millones de pesos



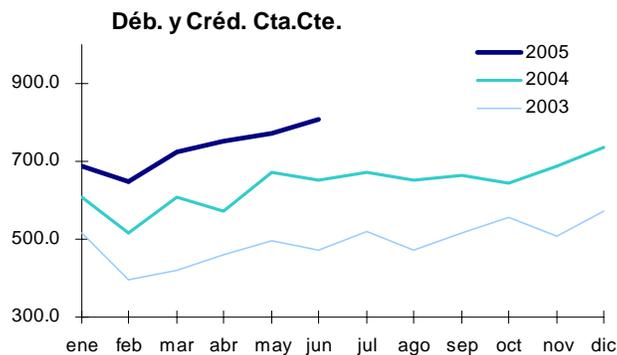
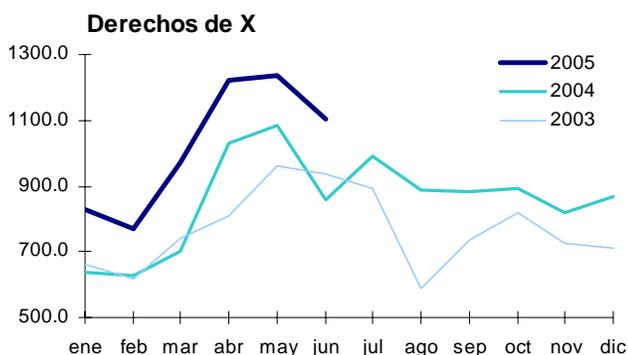
El impuesto sobre **Créditos y Débitos en Cuenta Corriente** creció 21% i.a. en lo que va del año y recaudó el equivalente a 1,7% del PIB. La explicación de dicho crecimiento se encuentra en los mayores montos de las transacciones bancarias a causa de la mayor actividad económica.

En el caso del **Impuesto sobre Bienes Personales** se observa en el primer semestre de 2005 que la recaudación aumentó 7% i.a. Este resultado se debe al comportamiento del segundo trimestre, que más que compensa la variación negativa del primero. Es que en dicho periodo se había registrado una disminución del 3% i.a. por la reducción en los ingresos de los planes de facilidades de pago, pero luego los mayores anticipos revirtieron el signo.

La recaudación por **Impuestos sobre los Combustibles** fue 7.3% superior a la del año anterior, a causa de las mayores ventas de naftas y gasoil. Sin embargo el efecto positivo hubiera sido mayor de no haberse visto contrarrestado por la mayor proporción de pagos no bancarios y otras cuestiones relativas al sistema de liquidación e ingreso de estos tributos.

En el caso de los **Impuestos Internos Coparticipados**, la recaudación aumentó 27% i.a. El incremento se debió en buena medida a la suba de precios en los cigarrillos, donde el gravamen sobre los mismos representa el 75% del total, y aunque se registraron caídas en las ventas el efecto precio superó al efecto cantidad. El resto de los impuestos componentes del tributo de referencia registraron un alza que se explica por las mayores ventas.

GRÁFICO 9 (Cont. 2)
Evolución de la recaudación tributaria.
En millones de pesos



2.4 Gastos

El Gasto Total a mayo de 2005, en términos anuales, evidenció un incremento del 25% i.a., similar a la variación correspondiente a la comparación interanual de los primeros cinco meses de 2005.

En cuanto al gasto primario, las erogaciones representaron en el acumulado a mayo aproximadamente el 22% del PIB, es decir que se incrementó en 21% sobre el gasto primario acumulado a mayo de 2004.

Para realizar una evaluación de la causas de tal incremento, y a fin de conciliar las conclusiones con las decisiones discrecionales, resulta más apropiado no tomar en cuenta, además de intereses, las transferencias por coparticipación a provincias, que son de características automáticas y que por tanto no deben ser interpretadas como un gasto del sector público nacional.

En este sentido se observa que el incremento del acumulado a mayo es de 21.7% i.a. Este incremento es resultado, esencialmente, de decisiones de la autoridad económica orientadas a la recuperación del poder adquisitivo de jubilados, pensionados y personal del Sector Público Nacional, y a complementar la inversión privada, objetivos que no pueden desatenderse a raíz del deterioro alcanzado por el capital humano y tecnológico luego de años de desatención.

CUADRO 7**Gastos del SPNNE Base Caja***En millones de \$*

	Acumulado a Mayo		var i.a. (%)	
	5 m	12 m	5 m	12 m
GASTOS CORRIENTES	41,187	95,684	24%	23%
- Gtos de Consumo y Operac.	6,305	14,432	30%	20%
· Remuneraciones	4,256	10,119	16%	12%
· Bienes y Servicios	2,044	4,309	72%	45%
- Rentas de la Propiedad	4,743	7,930	88%	25%
- Prestaciones de la Seg. Soc.	9,009	23,705	10%	16%
- Transferencias Corrientes	21,073	49,350	20%	27%
· Al Sector Privado	5,440	13,262	20%	20%
· Al Sector Público	15,546	35,832	21%	31%
· Al Sector Externo	87	256	-43%	-28%
GASTOS DE CAPITAL	3,480	6,970	51%	68%
- Inversión Real Directa	1,006	2,028	107%	84%
- Transferencias de Capital	2,298	3,966	64%	53%
- Inversión Financiera	177	977	-57%	115%
GASTOS TOTALES	44,667	102,653	26%	25%
GASTOS PRIMARIOS	39,926	94,726	21%	25%

Fuente: Sobre la base de información publicada por la Secretaría de Hacienda.

El análisis de los factores que explican el crecimiento interanual de las erogaciones realizadas a mayo de 2005 se halla resumido en el Cuadro 8. En él se detallan los rubros que explican poco más del 95% de los gastos primarios discretionales. Allí se evidencia que Transferencias de Capital y Transferencias Corrientes al Sector Privado son los rubros que más incidencia tuvieron en el crecimiento del gasto, con una representación del 27% sobre el mismo. Una representación de casi el 50% la concentran Transferencias a provincias y municipios, Prestaciones a la Seguridad Social y Bienes y Servicios.

CUADRO 8**Gastos del SPNNE. Aporte al crecimiento y participación en el total del Gasto**

Concepto del Gasto	Aporte al Crecimiento	Participación en 2005
Transf. Capital	16.7%	8.0%
Transf. Corr. Sec. Priv.	16.6%	18.9%
Transf. Corr. Prov. (*)	15.8%	11.6%
Prestaciones Seg. Soc.	15.4%	31.4%
Bienes y Servicios	15.0%	7.0%
Remuneraciones	10.8%	14.7%
Inversión Real Directa	9.7%	3.5%

(*) No incluye transferencias en concepto de coparticipación.

Transferencias de Capital es uno de los conceptos que mayor crecimiento tuvo, principalmente por el plan de reactivación de obras del Fondo Nacional de la Vivienda (FO.NA.VI), la asistencia financiera al Fondo Fiduciario para el Transporte Eléctrico Federal (destinado a la construcción de la línea de transporte eléctrico Puerto Madryn-Pico Truncado) y Transferencias de capital a provincias en el marco del Fondo Eléctrico de Desarrollo del Interior (FEDEI). También se señalan las obras de mejoramiento de barrios (PROMEBA) y las transferencias a la Oficina de las Naciones Unidas de Servicio para Proyectos (UNOPS) con el fin de comprar computadoras e impresoras para escuelas del país.

En el caso de las **Transferencias Corrientes**, entre lo transferido al sector privado y a provincias y municipios se explica más del 32% del incremento en los gastos discretionales. En este subgrupo la mayor parte del aumento, que fue del 20% en relación al mismo período del año anterior, corresponde principalmente a incrementos en: a) aumento del 50% en la asignación por hijo e hijo discapacitado y en los topes máximos de remuneraciones para la inclusión de las prestaciones correspondientes (Decreto N° 1.691/2004); b) Infraestructura básica y social para las provincias; c) Transferencias a CAMMESA para el pago de fuel oil venezolano pagadero en 19 cuotas desde mayo de 2004. También se destacan las transferencias efectuadas para dar continuidad a la atención de diversos programas, como el Fondo de Incentivo Docente (Ley N° 25.053), la asistencia a Grupos Vulnerables, Ingreso para el Desarrollo Humano, Comedores Comunitarios y Prestaciones Participativas Comunitarias (FOPAR) y la Emergencia Alimentaria, Prestaciones médicas y sociales del INSSJyP.

En cuanto a las erogaciones por **Prestaciones de Seguridad Social**, se trata de los gastos que tienen mayor peso dentro del total. Por tal motivo, el aumento del 10% i.a. en lo que va del año explica aproximadamente el 15%

del incremento del gasto discrecional. Tal suba se debe en primera instancia a los aumentos graduales en el haber mínimo de las prestaciones del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (\$ 260 desde junio y \$ 280 desde septiembre). Además se suma el incremento del 10% a los haberes menores de \$ 1.000, alcanzando de esta manera la prestación mínima a \$ 308.

El incremento de **Bienes y Servicios** en el gasto acumulado a mayo (72% i.a.) se debe al fuerte aumento de este rubro en el último mes del período de referencia, particularmente en el Tesoro de la Nación. De los informes oficiales publicados puede establecerse que ello obedeció de los mayores gastos en el Ministerio de Salud, gastos para las fuerzas de seguridad, gastos de Jefatura de Gabinete y el Ministerio de Desarrollo Social y Medio Ambiente.

El incremento en **Remuneraciones** es consecuencia del mayor gasto por la incorporación de agentes en el marco del Plan Estratégico de Seguridad, a lo que hay que sumar los incrementos de salarios que tuvieron lugar en las siguientes jurisdicciones:

- el Poder Judicial y el Ministerio Público (\$ 200 en octubre de 2004 retroactivo a mayo de 2003 y otro en diciembre de 2004).

- El Poder Legislativo. Desde enero de 2005 se aplica un incremento de \$ 150 al personal del Congreso de la Nación.
- El Sector Público Nacional. Se otorgaron en junio de 2004 y en enero de 2005 incrementos de \$ 150 a salarios menores de \$ 1.000 y \$100 a los salarios menores de \$ 1.250 o hasta completar dichos topes.

En Inversión Real Directa se dio un incremento de \$ 520 millones. Entre los incrementos más importantes se mencionan las obras de mantenimiento y construcciones viales de la Dirección Nacional de Vialidad, sobre las cuales incide el financiamiento proveniente del Fondo Fiduciario del Sistema de Infraestructura del Transporte.

APARTADO 2

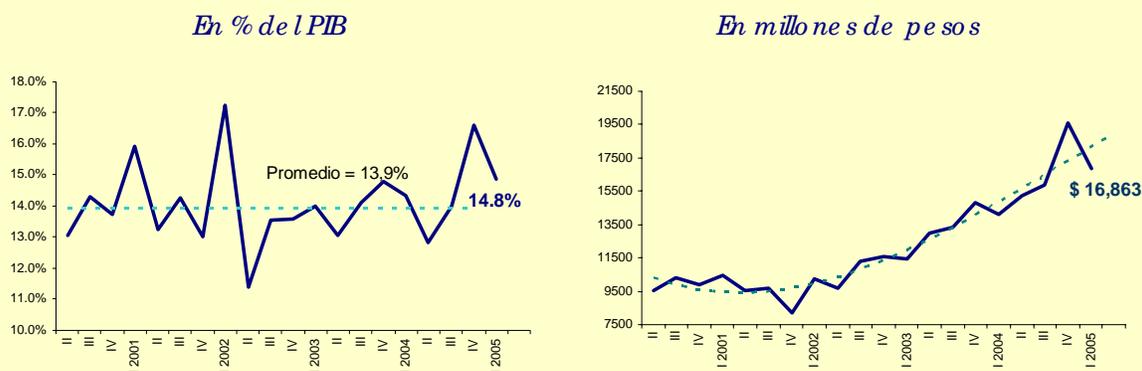
La evolución del Gasto Primario y sus principales componentes en términos del PIB corriente

Es común observar que el análisis de la evolución del gasto primario se refiera a la evolución de los valores corrientes del mismo. Si bien el comportamiento de las variables fiscales nominales pueden ser relevantes para analizar algunas cuestiones relativas al financiamiento público, la magnitud y evolución del gasto se aprecia mucho mejor cuando se relaciona el mismo con otra variable nominal. El gasto no es sostenible en el tiempo si supera sistemáticamente a los ingresos, y por lo tanto es necesario tener en cuenta los efectos que tiene el aumento de precios sobre la recaudación fiscal. Una alternativa, por tanto, consiste en deflatar el gasto por algún índice de precios. Sin embargo, este procedimiento no suele ser suficiente, puesto que los ingresos fiscales suelen estar atados también a la evolución del nivel de actividad real. Es por ello que la mejor estrategia para evaluar adecuadamente la evolución del gasto consiste en relacionarlo con el PIB corriente, que incluye tanto los efectos precio como cantidad.

En los últimos años la evolución trimestral del Gasto Primario (excluyendo las transferencias por coparticipación) presenta diferencias si se lo evalúa en términos del PIB ó en términos corrientes. De hecho, el gasto primario total del SPNNF evidencia una tendencia creciente en términos nominales, comportamiento que no se reproduce al observar el desarrollo del gasto en términos del PIB, ya que al medirlo de esa manera, éste se mantiene estable en torno al promedio del período que se extiende desde primer trimestre de 2000 al cuarto de 2004, de aproximadamente 14%.

GRÁFICO 10

Gasto Primario Total (*)



(*) Sin transferencias a provincias por coparticipación

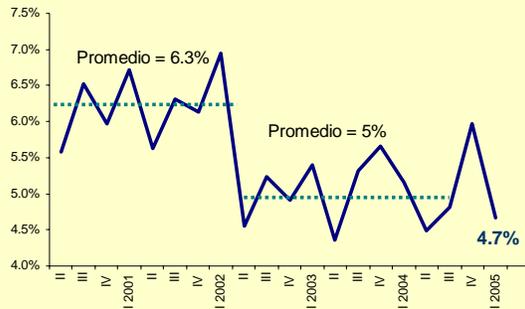
La apertura en los principales componentes del gasto permitirán evaluar los causantes de esta tendencia, donde los rubros se seleccionaron teniendo en cuenta la representatividad de los mismos sobre la masa total de las erogaciones, como también su relevancia en el plano social. De esta manera se identificaron las Prestaciones a la Seguridad Social, Gastos en Remuneraciones, Transferencias al Sector Privado y Transferencias a las Provincias originadas por las transferencias de coparticipación.

En primer lugar se observa que en todos los casos la evolución de los gastos mantuvo una tendencia positiva en términos corrientes. En términos del PIB el comportamiento es generalizado, en el sentido que se repitieron caídas en el primer trimestre de 2005 (exceptuando Transferencias por coparticipación a las provincias, que retoma la tendencia positiva perdida en el último trimestre de 2004 debido al diferimiento de Ganancias).

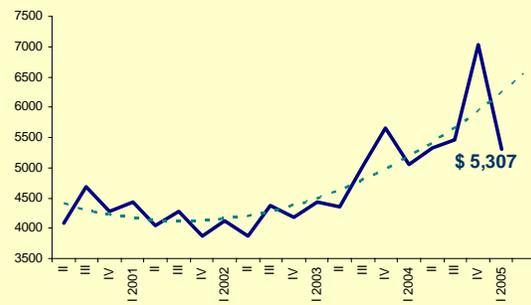
GRÁFICO 10 (continuación)

Prestaciones a la Seguridad Social

En % de l PIB

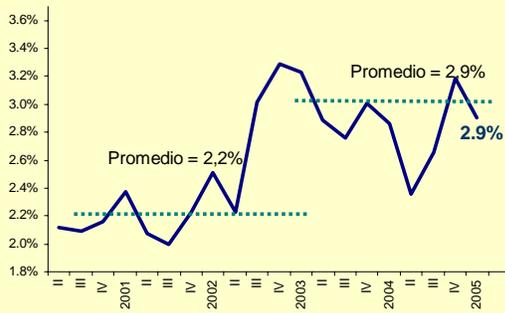


En millones de pesos

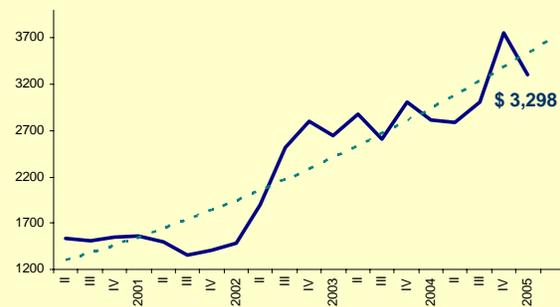


Transferencias al Sector Privado

En % de l PIB

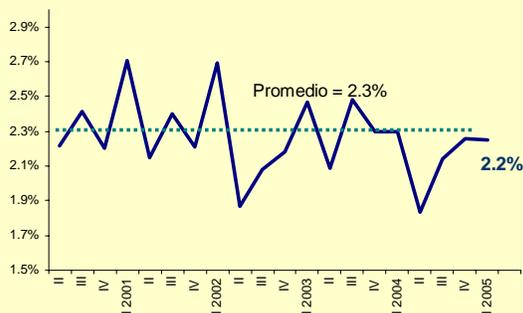


En millones de pesos

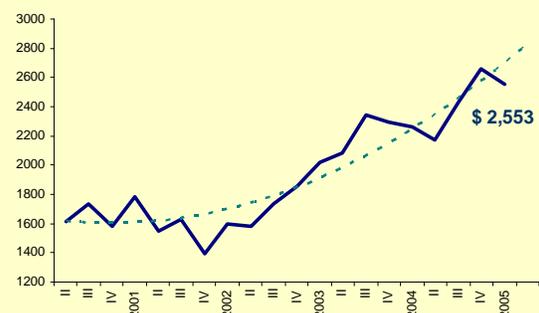


Remuneraciones

En % de l PIB



En millones de pesos



El rubro Prestaciones a la Seguridad Social representó en el primer trimestre de 2005 el 4,7% del PIB, retomando los niveles previos (el promedio del período que va desde el segundo trimestre de 2002 al tercer de 2004 fue de 5%), aunque este hecho se espera se revierta tras los incrementos que se aplican en trimestres posteriores y no contemplados en este análisis (Incrementos en salarios formales, beneficios a jubilados, aumento de la remuneración imponible).

Esta misma circunstancia se da en las Transferencias al sector privado, ya que retoma un nivel de 3% del PIB en el último trimestre, igualando al promedio observado en el período.

La repercusión del aumento en las remuneraciones en el primer trimestre de 2005 es distinta, porque el nivel de gasto alcanzado por este concepto se mantiene a tono con el promedio del total del período (2,3% del PIB).

GRÁFICO 10 (continuación)

Transferencias por Coparticipación a las Provincias

En % del PIB



En millones de pesos

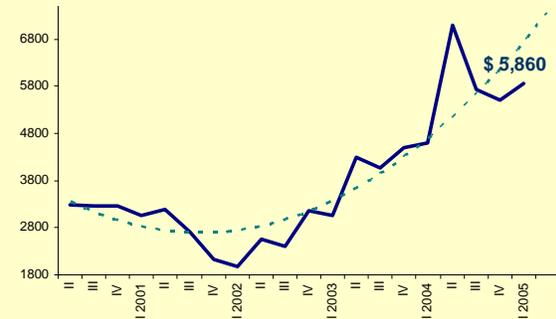


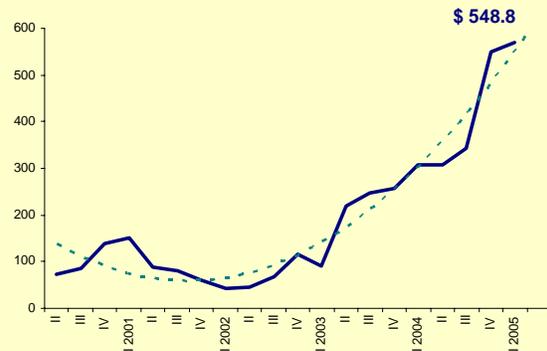
GRÁFICO 11

Inversión real directa

En % del PIB



En millones de pesos



Finalmente, en el Gráfico 11 se toma en cuenta el comportamiento comparado de la inversión real directa del SPNNE. Se observa que la inversión real del gobierno nacional, si bien no es tan importante como los conceptos anteriores, trepa a 0,5% del PIB. La dinámica de su comportamiento tanto en términos nominales como en relación al nivel de actividad presenta una tendencia claramente creciente.

Del análisis realizado se concluye que, si bien el gasto primario en relación al PIB no ha modificado en lo esencial su tendencia, y parece estabilizarse en torno al 14% o 15% del producto, las participaciones de sus componentes han sufrido algunos cambios. En particular, se puede decir que lo que han perdido de participación las prestaciones a la seguridad social ha sido compensado por el aumento en las transferencias privadas. En cuanto a la evolución de las transferencias “automáticas” de coparticipación, la mejora de la recaudación, muy por encima de la evolución del PIB, han permitido que este rubro muestre una notoria mejora en términos del producto. Finalmente, si bien se trata de valores nominales relativamente pequeños, se percibe un claro cambio de tendencia en la participación de la inversión pública.

IV. Deuda Pública

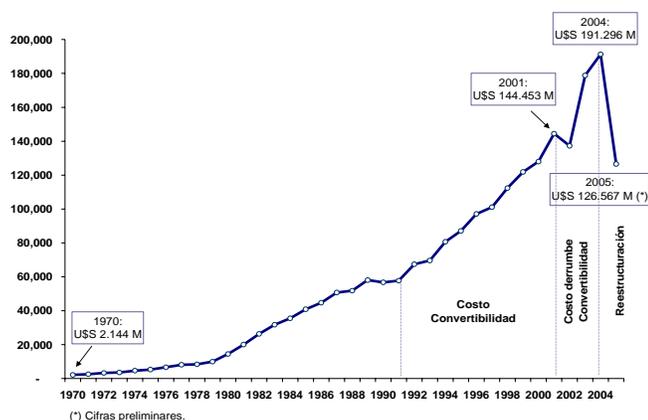
El pasado 2 de junio de 2005 concluyó la fase operativa de la reestructuración de deuda. De tal manera, se ha dado de baja la deuda reestructurada (bonos elegibles cuyos tenedores participaron voluntariamente de la operación de canje) entregándose los nuevos bonos y se han realizado los pagos correspondientes.

Una breve descripción de los resultados alcanzados con la reestructuración de la deuda permitirá hacerse de una idea de los cambios cualitativos y cuantitativos que esta operación trajo aparejada.

GRÁFICO 12

Deuda Pública Bruta Total

En millones de dólares (a final de período)



Al 31 de marzo de 2005 el stock de deuda pública bruta total alcanzó los U\$S 126.567 millones, pero si deducen activos financieros como créditos a favor del SPNNF⁷ y las reservas internacionales (que en conjunto suman U\$S 39.929 millones) el stock de deuda neta disminuye a U\$S 83.638 millones.

Este resultado es consecuencia directa de los cambios acontecidos desde diciembre de 2001 a marzo de 2005. Los mismos pueden separarse en dos grandes fuentes de variación: la primera corresponde a las

⁷ Entre los que se destacan los Bogar con cargo a provincias, Bodenes emitidos por rescate de cuasimonedas provinciales y otros activos financieros a constituir por Boden.

derivadas del colapso de la convertibilidad que pueden denominarse 'no voluntarias e inerciales', y el otro gran grupo son las variaciones que causaron una caída en el stock de deuda y se generaron en el marco de la reestructuración.

El Cuadro 9 explica justamente este cambio en el stock de deuda, de U\$S 144.453 millones en diciembre de 2001 a los U\$S 126.567 millones en marzo de 2005, desagregando por las fuentes de variación agrupadas como se puntualizó en el párrafo precedente.

La deuda bruta evidencia una caída de 12% respecto de la registrada a diciembre de 2001, tras un incremento de U\$S 41.213 millones debido a deuda no voluntaria e inercial y una caída de U\$S 67.305 millones por el efecto de la reestructuración. Sin embargo, si la comparación se realiza sobre la deuda neta de activos financieros la caída es mayor, ya que pasaría a ser del orden del 28%.

CUADRO 9

Variación de Deuda Bruta

En millones de dólares

STOCK DE DEUDA AL 31-DIC-01	144,453
VARIACION 'NO VOLUNTARIA' E 'INERCIAL'	41,213
Emisión de deuda	30,929
Efecto pesificación y ajuste por CER en deuda pesificada y otros	-8,747
Acumulación de atrasos e intereses	19,031
DISMINUCION DE DEUDA POR REESTRUCTURACIÓN	-67,305
Capitalización de bonos nuevos desde diciembre de 2003	2,406
Diferencia de valuación por tipo de cambio en la deuda elegible (dic-01 a dic-03)	8,928
STOCK DE DEUDA AL 31-DIC-01 + 'NO VOLUNTARIA' E 'INERCIAL' + EF. REESTRUCT.	129,695
VARIACION DE DEUDA A 31-03-05 RESPECTO AL STOCK AJUSTADO AL 31-12-01	-3,127
Disminución de deuda por pagos netos de capital IFTs	-6,697
Adelantos Transitorios del BCRA y préstamos intra sector público, netos	4,497
Disminución de deuda por amortizaciones varias	-2,477
Otras variaciones cambiarias de var. deuda 'no elegible' a mar-05 y de la 'elegible' a dic-04	1,550
STOCK DE DEUDA AL 31-MAR-05	126,567

El monto debido a la primer fuente de variación (por deuda no voluntaria e inercial) se explica por el incremento de emisión de deuda derivada del colapso de la convertibilidad, donde se reconoce la deuda con anterioridad a diciembre de 2001, intereses atrasados y la deuda necesaria para

la apertura del “corralito”/“corralón” (la cancelación de los depósitos reprogramados en el sistema financiero) y el saneamiento del sistema financiero.

Por su parte, el segundo monto hace referencia a la diferencia entre la estimación de la deuda reestructurada y el valor nominal de bonos emitidos (Descuento, Cuasi Par y Par).

A fin de evaluar las consecuencias de este proceso, se presentan en el Cuadro 10 algunos indicadores que dan una idea sintética de la nueva dimensión que cobra la deuda reestructurada en términos cualitativos y de sustentabilidad.

CUADRO 10
Indicadores económicos
Pre y Post reestructuración

INDICADORES	Diciembre 2001	Marzo 2005
Serv. de intereses/ Exportaciones	38%	9%
Stock de Deuda Pública Bruta/ Expo	544%	367%
Stock Deuda Bruta mon.extranj./ Expo	527%	230%
Serv. de intereses/ Reservas int. líquidas	70%	16%
Serv. de intereses/ Recursos tributarios	22%	10%
Vto. De capital + intereses en 5 años/ Deuda Total	88%	53%

Entre las mejoras que se observan se desprende que es la del logro en términos de sustentabilidad la que resume todas las comparaciones entre los indicadores detallados en el Cuadro. En particular, la caída en 29 puntos porcentuales del ratio de servicios de intereses con relación a las exportaciones, en 12 puntos al compararlos con los recursos tributarios y en 54 puntos en lo que concierne a su relación con las reservas internacionales líquidas. Por el lado de los stocks de deuda se observa la acusada caída en relación a las exportaciones, comparación que toma relevancia al pensar a este último concepto como proveedor principal y genuino de divisas.

Por último, en términos de deuda neta los vencimientos de capital e intereses que

devenga tras la reestructuración en los próximos 5 años bajó del 88% al 53%.

Es así que luego de haber culminado el proceso de reestructuración de la deuda pública en situación irregular, el Gobierno logró llevar a cabo las primeras colocaciones voluntarias de deuda luego de casi cuatro años sin acceso a los mercados de deuda. Primero lo hizo a través de títulos emitidos en moneda local, los Boden 2014, por \$ 3.000 millones, en licitaciones de a \$ 1.000 millones cada una, que tuvieron la particularidad de concretarse a tasas de interés decrecientes y de contar con ofertas que llegaron hasta decuplicar los montos solicitados por el Gobierno. Estos títulos tienen fecha de emisión el 30 de septiembre de 2004, vencen el mismo día del año 2014 y su moneda de emisión y pago son los pesos argentinos. Amortizan capital en ocho cuotas semestrales consecutivas del 12,5% del capital ajustado, comenzando el 31 de marzo de 2011. El saldo de capital de los bonos se ajusta conforme al Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER)⁸. Devenga intereses a una tasa del 2% anual sobre saldos ajustados a partir de la fecha de emisión, y son pagaderos por semestre vencido.

Posteriormente, a mediados de julio, se produjo la primera colocación voluntaria de deuda en moneda extranjera, a través de la colocación de US\$ 500 millones en el título Boden 2012. El Boden 2012 es un título en moneda dólar estadounidense que fue emitido en 2002 para ser entregado en canje por depósitos bancarios dentro del mecanismo de solución de la crisis en el sistema financiero que tuvo lugar en diciembre de 2001. Este título en US\$ se emitió a 10 años y 6 meses de plazo, y su amortización se efectúa en 8 cuotas anuales, iguales y consecutivas equivalentes cada una al 12,5% del monto emitido, venciendo la primera de ellas el 3 de agosto de 2005.

⁸ El Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) es un índice que refleja la tasa de variación diaria obtenida a partir de la evolución mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) que publica el INDEC (Res. M.E. N° 47/2002).

Devenga intereses sobre saldos la tasa LIBOR de depósitos en eurodólares a 6 meses de plazo, y son pagaderos por semestre vencido. Se trata de un título cuya emisión original asegura un mercado muy líquido, lo cual constituye un factor que favoreció la demanda por la nueva colocación. También en esta oportunidad las propuestas recibidas superaron ampliamente la oferta: en este caso el Gobierno terminó aceptando el 29% de los US\$ 1.540 millones ofrecidos por los interesados. Asimismo se han efectuado sendas operaciones con el Gobierno de Venezuela, quien adquirió hasta la fecha títulos Boden 2012 por un total de US\$ 338 millones.

Los rendimientos convalidados en las nuevas colocaciones pueden consultarse en el Cuadro 11.

CUADRO 11 Colocación de títulos de deuda en 2005

Fecha de colocación	Título	Moneda de emisión	Tasa implícita (TIREA - en % anual)	Monto (en millones)
09-May-05	BODEN 2014	Pesos	6,51% + CER	\$ 1.000
12-Jul-05	BODEN 2014	Pesos	5,51% + CER	\$ 1.000
14-Jul-05	BODEN 2014	Pesos	5,20% + CER	\$ 1.000
11-May-05 (*)	BODEN 2012	US Dólares	9,74%	USD 116,9
24-Jun-05 (*)	BODEN 2012	US Dólares	7,96%	USD 221,05
21-Jul-05	BODEN 2012	US Dólares	7,98%	USD 442

(*) *Transacciones realizadas con el Gobierno de Venezuela.*

El riesgo financiero de los bonos soberanos ha vuelto así a la normalidad por partida doble. En primer lugar, el índice de mercados emergentes que elabora el banco estadounidense J.P. Morgan, y que es adoptado como referente por los principales operadores internacionales, indica que después de más de cuatro años la deuda argentina vuelve a presentar parámetros de riesgo normales. En segundo lugar, si bien aún en forma incipiente, los mercados financieros vuelven a aceptar voluntariamente la adquisición de deuda argentina, lo cual resulta el indicador más contundente de la salida exitosa al “default” declarado a principios de 2002.

Respecto del riesgo país se observa que el diferencial con los correspondientes a las de otros países emergentes se estrechó

notablemente, habiendo promediado en los primeros quince días de julio último los 429 puntos base (Cuadro 12).

CUADRO 12 Riesgo país de algunos mercados emergentes del día 15 julio de 2005 *En puntos base*

PAÍS	PUNTOS BASE
Argentina	419
Brasil	404
México	157
Uruguay	378
Venezuela	436
Rusia	145
Turquía	275
Ecuador	728
Promedio de países (Embi +)	290

Fuente: Bloomberg - J. P. Morgan

El éxito de las recientes colocaciones de deuda confirma el optimismo del sector privado acerca de la capacidad de pago futura del sector público. El aval del mercado al programa fiscal argentino, implícito en la compra voluntaria de instrumentos públicos, es un elemento que se agrega al superávit primario y a otras herramientas financieras que la actual administración viene utilizando desde hace tres años para conformar programas financieros que se cumplen puntualmente.

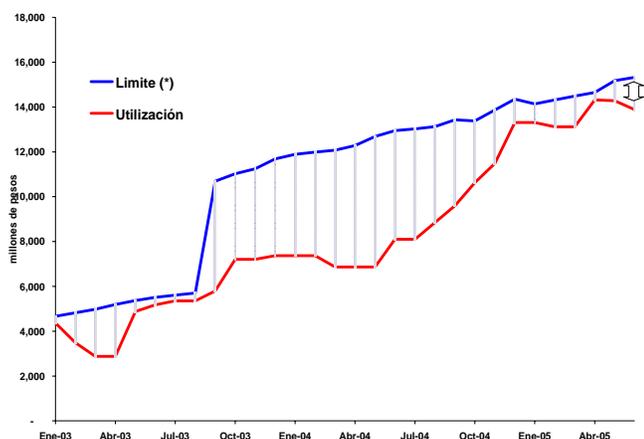
En este sentido cabe destacar que, si bien hasta el presente continuaban sin observarse problemas para fondar el programa financiero del Estado Nacional, éste viene resolviéndose a través de vías muy distintas a las utilizadas en los años que desembocaron en la crisis de fines de 2001, ya que a diferencia de entonces, los flujos de desembolsos por parte de organismos internacionales (FMI, BID, BIRF) están siendo casi inexistentes. La brecha financiera debe cubrirse por medios alternativos como el resultado financiero, acuerdos de compra con otros países de la región (como el caso

de Venezuela) y el uso acotado de los **Adelantos Transitorios**⁹.

Este último recurso representó una de las principales fuentes de financiamiento del sector público (junto con el superávit primario) para cumplir en tiempo las obligaciones de deuda que fueron presentándose.

Como se observa en el Gráfico 13, el uso de esta herramienta fue incrementándose con el tiempo, y si bien hacia abril se estaban utilizando al límite, desde mayo empezó a disminuir debido a la sustitución de este recurso por la aceptación de deuda principalmente en el mercado interno.

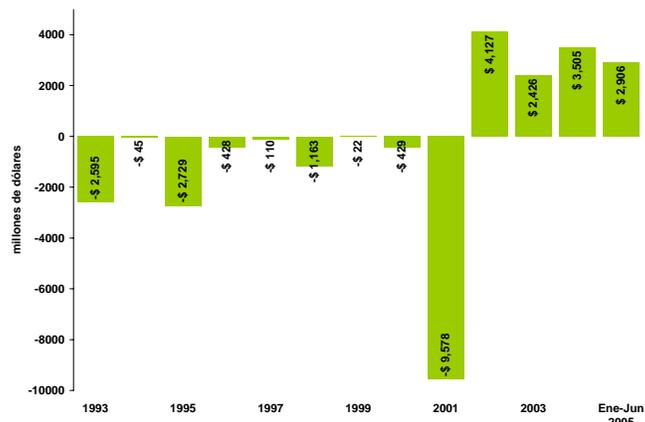
GRÁFICO 13
Adelantos Transitorios – Límites y Utilizaciones
En millones de pesos (acumulado)



El esfuerzo fiscal realizado debe contemplarse en el marco de un contexto en el cual desde 2002 a esta parte la Argentina es un pagador neto de los organismos internacionales por un monto que ya asciende a u\$s 12.964 millones, luego de un período de casi diez años en que había sido receptor neto de tales instituciones por un total equivalente a u\$s 17.099 millones (Gráfico 14).

⁹ Cabe destacar que este tipo de herramienta es contemplada como un préstamo de muy corto plazo que debe ser cubierto dentro del período fiscal, además de que su tope está restringido por ley, siendo el límite máximo permitido equivalente al 12% de la recaudación de los últimos 12 meses y desde septiembre de 2003 se agrega el 12% de la base monetaria.

GRÁFICO 14
Pagos netos a Organismos Internacionales
En millones de dólares



Sector Externo

- El déficit de cuenta corriente del primer trimestre de 2005 fue de US\$ 5 millones, en comparación con un superávit de US\$ 503 millones en igual período del año anterior. Este resultado incluye en su débito el total de los vencimientos de intereses no pagados (atrasos).
- La reversión del saldo de la cuenta corriente fue compensado por el resultado de la cuenta financiera, lo que permitió aumentar las reservas internacionales en US\$ 851 millones (magnitud similar a igual trimestre de 2004), tras lo que alcanzaron a fines de marzo un stock de US\$ 20.338 millones.
- El comportamiento de la cuenta corriente está asociado al aumento del nivel de actividad, y se observa en el mayor débito neto de utilidades y dividendos por US\$ 390 millones por parte de las empresas de inversión extranjera directa, y en un menor superávit comercial por US\$ 221 millones.
- Las exportaciones de bienes crecieron 13% (19 % en cantidades) respecto a igual período de 2004. Se destacaron las manufacturas de origen industrial y los productos primarios. Las importaciones aumentaron 27% en el trimestre (18% en cantidades), indicando una tendencia a la baja de su elasticidad-ingreso.
- La cuenta financiera del sector privado no financiero pasó de un egreso neto de US\$ 478 millones en el primer trimestre de 2004 a un ingreso neto estimado de US\$ 1.007 millones en el primer trimestre de 2005.

1. Principales Aspectos del Balance de Pagos del Primer trimestre de 2005 ⁽¹⁾

En el trimestre la cuenta corriente registró un déficit de US\$ 5 millones en comparación con un superávit de US\$ 503 millones correspondiente a igual período de 2004. El cambio fue consecuencia del aumento del nivel de actividad, reflejado en mayor débito de utilidades y dividendos por parte de las empresas de inversión extranjera directa, y en un menor superávit comercial. En contraposición la cuenta financiera registró ingresos netos por US\$ 496 millones con un aumento interanual de US\$ 443 millones debido principalmente a los ingresos netos de capital del sector privado. Las reservas internacionales del BCRA aumentaron en US\$ 851 millones, incremento similar al de igual período del año anterior².

Cabe recordar que el saldo de la cuenta corriente del trimestre no incorpora los resultados del canje de deuda pública recientemente finalizado. De este modo el déficit de US\$ 5 millones incluye como débito el total de los vencimientos de intereses no pagados (atrasos), ya que sigue el criterio de registrar operaciones “devengadas”.

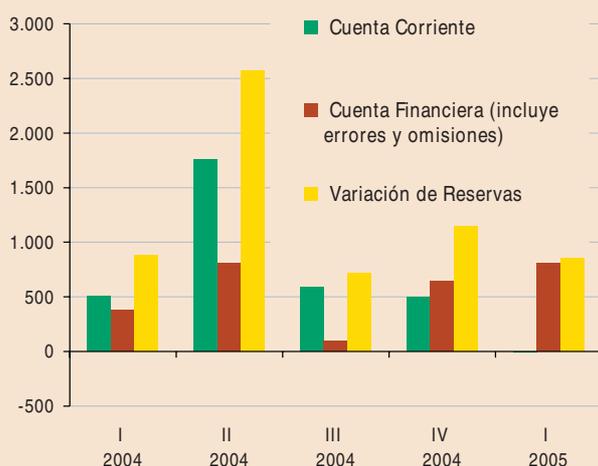
El superávit de la cuenta mercancías del primer trimestre de 2005 fue de US\$ 2.713 millones, con una moderada caída de US\$ 221 millones respecto de igual período del año anterior. Las exportaciones fueron de US\$ 8.367 millones y las importaciones de

Cuadro 1
Resultados del Balance de Pagos
En millones de US\$

	Año 2003			Año 2004		Año 2005	
	Total	I	II	III	IV	Total	I
Cuenta Corriente	7.659	503	1.757	589	500	3.349	-5
Cuenta Capital y Financiera	-3.176	56	1.147	306	399	1.908	543
Variación de Reservas Internacionales del BCRA	3.581	884	2.569	719	1.147	5.320	851
Errores y Omisiones	-902	325	-335	-176	248	62	313

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Gráfico 1
Principales componentes del balance de pagos
En millones de US\$



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

US\$ 5.654 millones. El superávit de la cuenta mercancías acumulado en los últimos doce meses alcanzó a US\$ 13.018 millones.

En el primer trimestre las exportaciones crecieron 13% respecto de las correspondientes al primer trimestre de 2004. De este aumento 19 puntos correspondieron a mayores cantidades, en tanto que los menores precios le restaron 5 puntos a la expansión.

El aumento de las exportaciones se concentró en MOI y productos primarios, que crecieron 28% y 22% respectivamente, en tanto que combustibles y energía creció 4% y MOA 1%. Las mayores cantidades exportadas se explican por las exportaciones de productos primarios (aumentaron en cantidad 49%) y MOA (aumentaron en cantidad 20%), cuyos precios cayeron fuertemente. Los precios de las MOI aumentaron 18% (debido principalmente a

1 Como es habitual, con la publicación de junio se revisó la renta de IED de 2003 en adelante sobre la base de la Encuesta Nacional de Grandes Empresas, resultando en una disminución de la renta de 2003 y 2004. Por otro lado se revisaron las cifras del cuarto trimestre de 2004 del sector privado no financiero sobre la base de la información disponible. En este caso particular, ello implicó un saldo del sector de niveles similares a los previamente estimados, con un cambio significativo entre activos y pasivos.

Para una información más detallada del Balance de Pagos del Primer Trimestre consultar “Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos y de Activos y Pasivos Externos de la República Argentina: 2003, 2004 y primer trimestre de 2005”, en Internet en la página web “www.mecon.gov.ar/cuentas/internacionales”.

2 Las variaciones de reservas internacionales del BCRA se toman netas del efecto de la valuación de los tipos de cambio.

metales comunes y sus manufacturas, y a los rubros petroquímicos) y los de combustibles y energía 13%. En el caso de las MOI se destaca el aumento de las exportaciones de material de transporte, las cuales crecieron 36% en cantidades.

Volviendo al nivel general de exportaciones cabe recordar que a partir del tercer trimestre de 2004 se observó una aceleración de las tasas de crecimiento de las cantidades exportadas y simultáneamente una desaceleración del crecimiento de los precios, que a partir de este trimestre se transformó en caída de los niveles absolutos.

Las importaciones aumentaron en el trimestre 27% respecto de igual período del año anterior, 8% por mayores precios y 18% por mayores cantidades. En el trimestre aumentaron todos los rubros, destacándose el crecimiento de las importaciones de combustibles y energía (74%), bienes de consumo (32%), bienes intermedios y piezas y partes para bienes de capital (30% cada una). Las importaciones de bienes de capital mostraron las tasas de expansión más bajas (16%), aunque serían mayores (43%) si no se tomara en cuenta la importación temporal de aviones de enero de 2004. Cabe destacar que a partir del cuarto trimestre de 2004 la elasticidad de las importaciones respecto del ingreso –medida como un

Cuadro 2

Resumen del balance de pagos (1)

En millones de US\$

	Año 2003	Año 2004	Año 2004	Año 2005
	Total	Total	I Trim.	I Trim.
CUENTA CORRIENTE	7.659	3.349	503	-5
Mercancías	16.448	13.239	2.934	2.713
Exportaciones fob	29.566	34.550	7.374	8.367
Importaciones fob	13.118	21.311	4.440	5.654
Servicios	-1.396	-1.694	-503	-574
Exportaciones de servicios	4.205	5.147	1.330	1.633
Importaciones de servicios	5.601	6.841	1.832	2.208
Rentas	-7.970	-8.884	-2.073	-2.313
Renta de la inversión	-7.952	-8.858	-2.065	-2.308
Intereses netos	-7.319	-6.890	-1.758	-1.611
Utilidades y Dividendos netos	-633	-1.968	-307	-697
Otras Rentas	-18	-27	-7	-5
Transferencias corrientes	577	688	145	170
CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA	-3.176	1.908	56	543
Cuenta capital	70	45	3	47
Activos no financieros no producidos	70	45	3	47
Cuenta financiera	-3.246	1.864	53	496
Sector Bancario	-3.001	-3.097	-603	-1.814
Sector Público no Financiero (2)	4.637	4.946	1.134	1.303
Sector Privado No Financiero	-4.882	15	-478	1.007
Errores y Omisiones Netos	-902	62	325	313
Variación de Reservas Internacionales	3.581	5.320	884	851
Reservas Internacionales del BCRA	3.643	5.527	884	692
Ajuste por tipo de pase	62	208	1	-159
ITEM DE MEMORANDUM				
Importaciones CIF	13.834	22.445	4.662	5.953
Atrasos de intereses del Sector Público	4.696	5.225	1.383	1.351

(1) Cifras provisionarias. Como es habitual, en 2003 se ha revisado la inversión extranjera directa sobre la base de la encuesta de grandes empresas. Asimismo se revisó la deuda privada del último trimestre de 2004 con nueva información del relevamiento de deuda externa privada del BCRA.

(2) Incluye intereses vencidos no pagados (atrasos de interés).

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Cuadro 3

Atrasos de interés del Sector Público no Financiero (1)

En millones de US\$

	2004				TOTAL	2005
	I	II	III	IV		I
TOTAL	1.383	1.287	1.145	1.410	5.225	1.351
Act. Ofic., Bcos., Pcias., etc.	165	146	146	123	580	165
Títulos Gobierno Nacional	1.219	1.141	998	1.287	4.645	1.186

(1) Incluye estimación sobre intereses devengados por el stock de capital atrasado.

Cuadro 4

Cuenta corriente y sus principales componentes

En millones de US\$

	1er trimestre			Doce meses acumulados		
	2005	2004	Variación	I 05-II 04	I 04-II 03	Variación
Cuenta corriente	-5	503	-508	2841	6.200	-3.359
Mercancías	2.713	2.934	-221	13.018	15.194	-2.176
Exportaciones	8.367	7.374	993	35.543	30.385	5.158
Importaciones	5.654	4.440	1.214	22.526	15.189	7.337
Servicios	-574	-503	-71	-1.765	-1.459	-306
Rentas	-2.313	-2.073	-240	-9.125	-8.129	-996
Utilidades y Dividendos	-697	-307	-390	-2.358	-848	-1.510
Intereses	-1.611	-1.758	147	-6.742	-7.260	518
Transferencias corrientes	170	145	25	713	595	118

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

cociente de tasas de crecimiento interanual – se ubicó por debajo de los altos niveles que venía registrando hasta ahora, lo que indicaría una tendencia a la reducción del valor de dicha elasticidad.

Se estimó para el trimestre un déficit de la cuenta servicios de US\$ 574 millones, US\$ 71 millones mayor que el de igual período del año anterior. Los ingresos aumentaron en US\$ 303 millones, principalmente debido a la cuenta viajes, y los egresos aumentaron en US\$ 376 millones, debido básicamente a la evolución de las cuentas viajes y transporte.

La cuenta rentas de la inversión registró en el trimestre un débito neto de US\$ 2.308 millones, con un

Gráfico 2

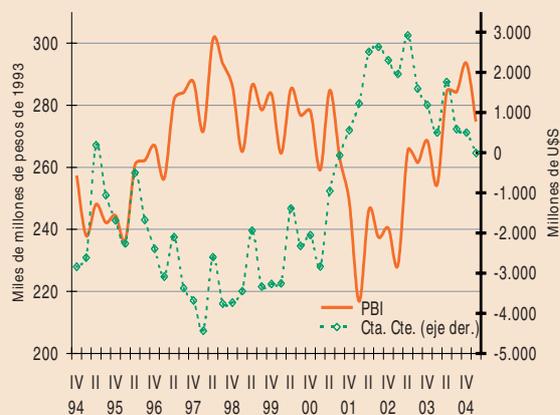
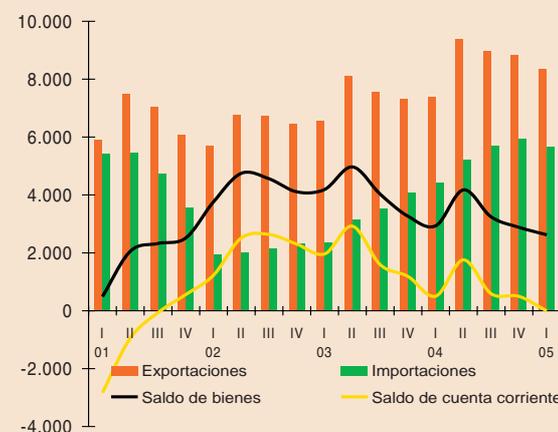
PI B a precios constantes y saldo de cuenta corriente

Gráfico 3

Exportaciones e importaciones de bienes, saldo de bienes y saldo de cuenta corriente
En millones de US\$

Cuadro 5

Exportaciones de mercancías

Tasas de variación interanuales

Trimestre	Precio	Cantidad
I 04	8,0%	3,4%
II	17,6%	-2,0%
III	9,5%	7,7%
IV	2,5%	17,1%
I 05	-5,3%	18,9%

aumento de US\$ 243 millones respecto del débito neto de igual trimestre del año anterior. Este comportamiento se debió a la evolución de las utilidades y dividendos de la inversión extranjera directa (IED), que aumentaron en US\$ 412 millones, consistentemente con la expansión económica.

El saldo de la cuenta financiera pasó de un ingreso neto estimado en US\$ 53 millones en el primer trimestre de 2004 a otro de US\$ 496 millones en el corriente. El cambio se debió al comportamiento del sector privado no financiero, que registró un importante saldo positivo, de magnitud suficiente como para más que compensar los mayores pagos netos de capital a organismos internacionales del sector público no financiero y BCRA.

Gráfico 4
Importaciones de mercancías en volúmenes físicos y PIB
 Tasas de variación interanuales

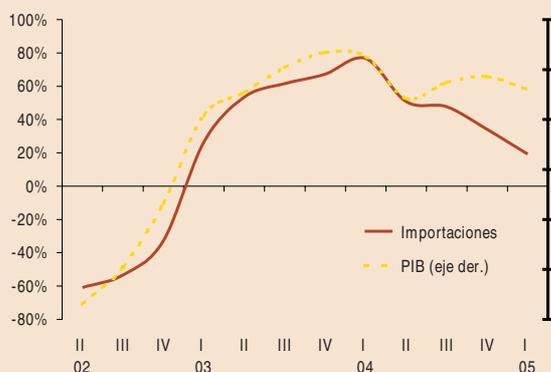
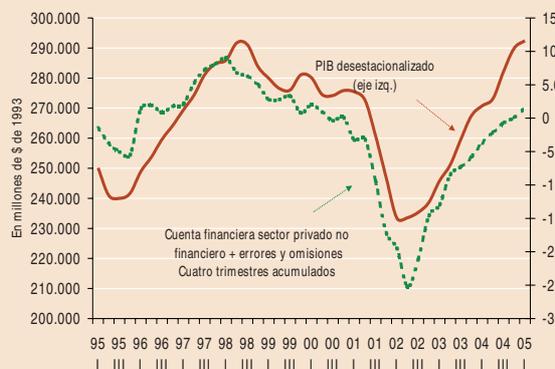


Gráfico 5
PIB desestacionalizado y Cuenta Financiera del Sector Privado no Financiero



Aún con pagos a organismos internacionales por US\$ 1.491 millones, las reservas internacionales del BCRA aumentaron en el trimestre en US\$ 851 millones, alcanzando a fines de marzo de 2005 un stock de US\$ 20.338 millones.

El cuadro "Composición del financiamiento" muestra los flujos de balance de pagos clasificados según sean fuente o uso de divisas. Las principales fuentes de financiamiento en el trimestre fueron la inversión directa y las ventas de títulos a no residentes por parte del sector privado residente (operaciones del mercado secundario). Mientras que los principales usos fueron la cancelación neta de deuda de todos los sectores (el endeudamiento neto incluye financiamiento no voluntario por los atrasos de interés, si se excluyen, la cancelación neta de deuda es superior) y la acumulación de reservas.

Cuadro 6
Composición del financiamiento
 En millones de US\$

	2001	2002	2003	2004	I 04	II 04	III 04	IV 04	I 05
Usos	11.032	10.251	7.676	6.524	1.369	3.077	1.032	1.046	662
Déficit de cuenta corriente	3.291	0	0	0	0	0	0	0	5
Aumento de reservas internacionales del BCRA	0	1.014	3.581	5.320	884	2.569	719	1.147	851
Formación de activos	5.033	8.928	5.215	2.093	854	574	771	-105	246
Operaciones en el mercado secundario (1)	2.708	308	-1.120	-889	-368	-67	-459	4	-439
Fuentes	11.032	10.250	7.676	6.525	1.369	3.077	1.032	1.046	662
Superávit de cuenta corriente	0	8.673	7.659	3.349	503	1.757	589	500	0
Disminución de reservas internacionales del BCRA	12.083	5.530	0	0	0	0	0	0	0
Cuenta capital	157	406	70	45	3	3	36	2	47
Endeudamiento neto	-51	-4.607	-869	-931	-782	552	-309	-392	-481
incluye atrasos por interés		4.868	5.313	5.468	1.557	1.418	1.143	1.350	1.339

(1) Compra de títulos públicos de la deuda externa por parte del sector privado no financiero en el mercado secundario (signo "-" indica venta).

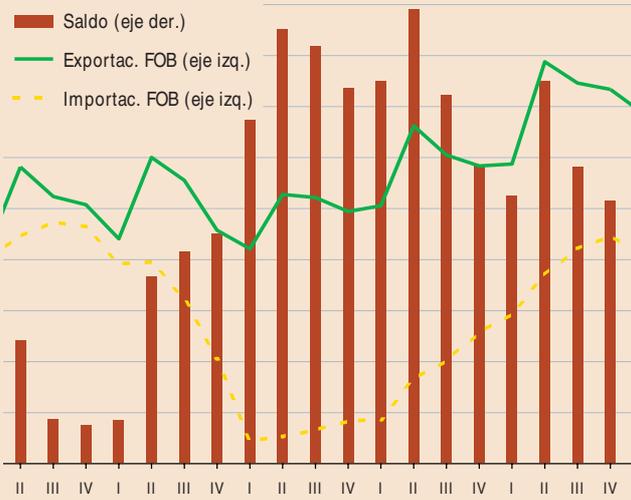
Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

2. Cuenta Corriente

El balance de bienes

En el primer trimestre de 2005 las exportaciones de bienes fueron 13% superiores a las registradas en igual período de 2004, alcanzando US\$ 8.367 millones (ver Gráfico 6). Este resultado se explica exclusivamente por las mayores cantidades embarcadas, que registraron un incremento interanual de 20%, en tanto que los precios disminuyeron 5%. Por su parte, impulsadas por el aumento en el nivel de actividad, las importaciones FOB. totalizaron US\$ 5.654 millones, 27% más que en el primer trimestre de 2004. En consecuencia, el saldo del balance comercial fue superavitario en US\$ 2.713 millones, US\$ 221 millones menos que en el primer trimestre de 2004.

Gráfico 6
Evolución del Comercio Exterior
En millones de US\$



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Durante el primer trimestre del año la Argentina alcanzó superávit comerciales con 150 de los 195 países o territorios con los cuales mantuvo intercambio comercial. El mayor saldo se registró, al igual que en el primer trimestre de 2004, con Chile por un valor de US\$ 837 millones, seguido por España con US\$ 249 millones, Países Bajos con US\$ 229 millones y Egipto con US\$ 218 millones. Por su parte, el intercambio comercial con Brasil, el principal socio del país, mostró en el primer trimestre de 2005 un déficit de US\$ 757 millones, US\$ 565 millones mayor al déficit registrado en igual período de 2004.

El índice de los términos del intercambio registró en este período una caída de 12% respecto del nivel alcanzado en el primer trimestre de 2004, debido al efecto conjunto del incremento en los precios de importación (8%) y la caída de los precios de exportación (5%). El aumento en los precios de importación se explica principalmente por la suba en los precios de los combustibles y los bienes intermedios, en tanto que los menores precios de exportación responden a la caída registrada en los precios de los principales commodities agroindustriales exportados.

Exportaciones

El valor exportado durante el primer trimestre de 2005 alcanzó los US\$ 8.367 millones, lo que representa un aumento de 13% con respecto a igual trimestre de 2004. Los cereales, los metales, el material de transporte terrestre y los productos químicos fueron los rubros que experimentaron las mayores subas, explicando alrededor del 70% del aumento total del período (Cuadro 7). En un análisis por grandes rubros, el principal impulso provino de las ventas externas de manufacturas de origen industrial (MOI) y en menor medida de los envíos de productos primarios (PP). Este comportamiento determinó un incremento en la participación relativa de las MOI y los PP en detrimento principalmente de las manufacturas de origen agropecuario (MOA), que a pesar de haber perdido 4 puntos de participación, continúan siendo el principal rubro de exportación, representando 32% del total (ver Gráfico 5.2). Las MOI le siguieron en importancia, con 30% del total exportado, en tanto que los PP aportaron 20% y las ventas de combustibles y energía (CyE) el 17% restante.

Al analizar las exportaciones por tipo de bien durante el primer trimestre de 2005 se observa que las ventas externas de PP se incrementaron 22% (US\$ 296 millones) debido a que el aumento en las cantidades exportadas (49%) más que compensó la reducción registrada en los precios (18%). Los principales aumentos se verificaron en cereales (US\$ 276 millones), semillas y frutos oleaginosos (US\$ 61 millones) y frutas frescas (US\$ 51 millones). En el caso de los cereales, fue importante el aporte derivado de la liquidación de existencias correspondientes a la campaña anterior (especialmente en trigo) y, en menor medida las mayores ventas correspondientes a la presente campaña, que para el trigo y el maíz marcarían récords históricos. En semillas y frutos oleaginosos el principal aporte lo hizo la soja, mientras que en frutas frescas se destacaron las mayores ventas de cítricos, peras y manzanas. Por su parte, las exportaciones de mineral de cobre y sus concentrados acusaron la caída en las

APARTADO 1

Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral

En 2004 la depreciación real del Peso Argentino brindó mayor competitividad a los productores locales en comparación con el promedio de sus principales socios comerciales. El Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral³ (ITCRM-DNCI) resultó 5% superior al valor registrado en 2003, debido principalmente a los movimientos de los distintos tipos de cambio nominales, ya que la inflación minorista entre la Argentina y sus principales socios comerciales no presentó diferencias significativas. Sin embargo, en el primer trimestre de 2005 la tendencia cambió y el ITCRM-DNCI se redujo 1% con respecto al cuarto trimestre de 2004, aunque todavía se encuentra por encima del valor promedio registrado en 2004.

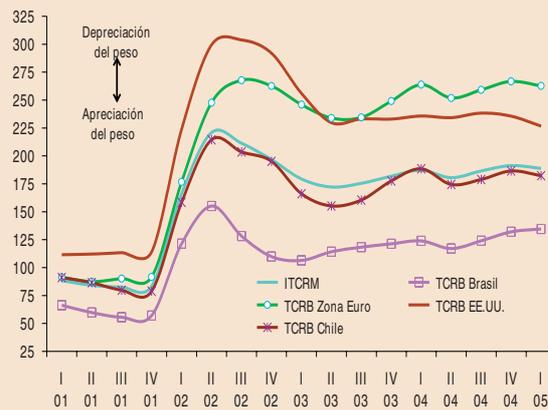
En lo que se refiere a los tipos de cambio nominales, durante el primer trimestre del año se observó la misma tendencia que en 2004: el Dólar perdió terreno frente a la mayoría de las monedas del mundo, pero la depreciación nominal con respecto al Peso Argentino fue menor a la registrada con la mayoría del resto de las monedas, especialmente con el Real y el Euro que representan 47% del índice. Este escenario presionó hacia arriba al ITCRM-DNCI, pero el aumento de los precios minoristas registrado en los primeros meses del año contrarrestó esa tendencia determinando la caída del índice multilateral.

En el segundo trimestre, la evolución de los tipos de cambio nominales mostró un fortalecimiento del Dólar con respecto a las principales monedas del mundo (el Euro, el Yen, la Libra Esterlina y el Dólar Canadiense), aunque siguió perdiendo terreno contra el resto, principalmente frente al Real, que acumula en el año una ganancia de 11% con respecto a la divisa norteamericana. Por su parte, la inflación en la Argentina continuó siendo mayor a la registrada en el resto de los países incluidos en el índice, a excepción de la observada en Paraguay, de manera que el tipo de cambio real multilateral volvió a apreciarse otro 1% con respecto al trimestre anterior⁴. No obstante, el índice resultó 1% superior al valor promedio de 2004 y acumula una suba de 119% con respecto al valor de diciembre de 2001. Por otra parte, desde esa fecha, el tipo de cambio real se incrementó 168% con respecto al Euro, 129% con relación al Real, 119% contra el Peso Chileno y 94% contra el Dólar.

Gráfico Ap. 1

Tipo de cambio real multilateral y tipos de cambio bilaterales reales

Base Enero 1989=100



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

3 La Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (DNCI) del INDEC elabora un índice de tipo de cambio real multilateral que mide el precio relativo de los bienes y servicios de la Argentina con respecto a los de los principales países o grupos de países con los cuales ésta mantiene relaciones comerciales (Brasil, Estados Unidos, Zona del Euro, Chile, China, Japón, Reino Unido, Uruguay, Paraguay, Corea, México, Canadá, Malasia, Egipto, Perú e India). La ponderación de los distintos tipos de cambio bilaterales considerados cambia anualmente y viene determinada por la participación de los respectivos socios comerciales en el comercio exterior argentino del año anterior al de la medición. Según la construcción del índice, un aumento significa una depreciación real del Peso Argentino, en tanto que una caída representaría una apreciación real.

4 Cabe destacar que al momento del informe no estaban disponibles todas las variables que intervienen en el cálculo del ITCRM-DNCI: faltaban algunos índices de precios de los socios comerciales correspondientes al mes de junio. Por esta razón el valor del índice al segundo trimestre de 2005 debe considerarse como provisorio.

ventas a Japón, por lo que disminuyeron 58% (US\$ 101 millones) (ver Cuadro 7). El principal destino de las exportaciones de PP fue el Resto con 55% del total, y también fue el destino que explicó la mayor parte del aumento del rubro, destacándose las mayores compras de Egipto, China, Indonesia, Malasia y Bangladesh. En segundo lugar se ubicó la UE con el 27% de los envíos y un poco más atrás se ubicó el Mercosur con 13% del total de PP exportados durante el primer trimestre de 2005.

Las exportaciones de MOA mantuvieron el mismo nivel que en el primer trimestre de 2004, debido a que el aumento en las cantidades exportadas (19%) fue contrarrestado por la baja en los precios. Los mayores aumentos se dieron en carnes y lácteos, US\$ 80 millones y US\$ 54 millones respectivamente. Las carnes y sus preparados continuaron recuperando merca-

Cuadro 7

Causas de variación de los rubros de exportación

Comparación primer trimestre 2005 con respecto a igual período de 2004

	Variación en millones de US\$	Causa	Destinos que explicaron la variación (*)
Productos Primarios	296		
Frutas Frescas	51	Mayores cantidades exportadas de cítricos, peras y manzanas.	UE y Resto
Cereales	276	Aumento en las cantidades exportadas de trigo y maíz por liquidación de existencias anteriores y por cosechas récord.	Resto
Semillas y Frutos Oleaginosos	61	Mayores cantidades embarcadas de soja	Resto
Mineral de Cobre	(101)	Caída en las cantidades exportadas, principalmente a Japón.	Resto
Otros	9		
Manufacturas Origen Agropecuario	12		
Carnes	80	Mayores cantidades por reapertura de mercados.	Resto
Productos Lácteos	54	Aumento en las cantidades y, en menor medida, en los precios.	Resto
Preparados de legumbres y hortalizas	16	Mayores ventas de jugos	Nafta
Bebidas, liq alcohólicos y vinagre	15	Mayores cantidades exportadas de vinos y aumento en sus precios.	UE-Resto-Nafta
Residuos y desperdicios de la ind. Alimenticia	(182)	Caída en los precios internacionales	UE y Resto
Otros	29		
Manufacturas de Origen Industrial	592		
Productos químicos y conexos	89	Aumento en los precios.	Mercosur
Materias Plásticas Artificiales	67	Mayores precios y en menor medida cantidades.	Mercosur
Metales comunes y sus manufacturas	197	Mayores cantidades exportadas de aluminio y mejores precios para todos los metales	Nafta-Resto-UE
Máquinas y aparatos, material eléctrico	66	Aumento en cantidades exportadas	Resto
Material de Transporte	130	Aumento en las cantidades por mayor demanda de Brasil y México	Mercosur-Resto-Nafta
Otros	43		
Combustibles y Energía	93		
Petróleo crudo	(12)	Menores cantidades exportadas por caída en la producción	Mercosur y Resto
Carburantes	78	Aumento en los precios y mayor demanda de Estados Unidos	Nafta
Energía eléctrica	38	Aumento en los envíos a Uruguay.	Mercosur
Otros	(11)		
TOTAL	993		

(*) Los destinos considerados son: Mercosur, Nafta, Unión Europea y Resto
Fuente: INDEC

dos, destacándose las mayores ventas a Chile y Rusia entre otros, mientras que por el lado de los lácteos crecieron las ventas de quesos y leches en polvo, que llegaron a más de 90 mercados. Por el contrario, las ventas de residuos y desperdicios de la industria alimenticia registraron la única caída relevante (US\$ 182 millones), explicada por los menores precios internacionales de los subproductos oleaginosos. Las exportaciones de MOA se destinaron principalmente al Resto (54%) y a la UE (31%).

El aumento del valor exportado de las MOI fue de 30% (US\$ 592 millones) debido a mayores precios (18%) y cantidades (10%). Este rubro explicó el mayor porcentaje (60%) de la suba total de las ventas externas durante el período, destacándose los aumentos en material de transporte terrestre (US\$ 197 millones), metales (US\$ 130 millones), productos químicos y conexos (US\$ 89 millones), materias plásticas artificiales (US\$ 67 millones) y máquinas y aparatos (US\$ 66 millones) (ver Cuadro 5.1).

Por otra parte, se destaca la creciente diversificación de destinos, donde Brasil continúa siendo el más importante (32% del total exportado de MOI), seguido por Estados Unidos (12%), Chile (12%) y México (7%).

Las exportaciones de combustibles y energía (CyE) registraron un incremento de 7% (US\$ 93 millones) explicado exclusivamente por el aumento en los precios (13%), ya que las cantidades exportadas disminuyeron (5%). El principal aumento se dio en las ventas de carburantes, que crecieron 15% (US\$ 78 millones), fundamentalmente por los mayores envíos de gasolinas a Estados Unidos, mientras que las exportaciones de petróleo crudo cayeron 2% (US\$ 12 millones) debido a las menores cantidades exportadas producto del aumento del consumo interno y de la menor producción observada en el primer trimestre del año con respecto a igual período de 2004.

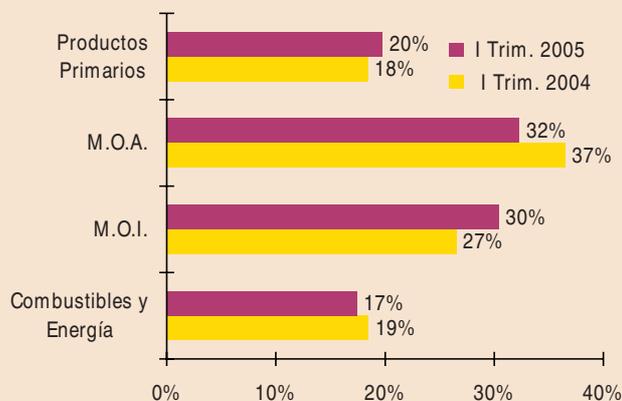
En cuanto a los principales destinos de las exportaciones argentinas, durante el primer trimestre de 2005 el Resto⁵ fue el bloque que captó el mayor incremento, aumentando sus compras en US\$ 544 millones. En menor medida aumentaron las exportaciones al Nafta y al Mercosur (US\$ 327 millones y US\$ 102 millones respectivamente), mientras que las ventas dirigidas a la UE registraron una suba de apenas US\$ 20 millones (Ver Cuadro 8).

Durante el primer trimestre de 2005 Brasil continuó siendo el principal destino de las ventas externas, concentrando aproximadamente 16% (US\$ 1.347 millones) de las mismas. Los principales productos exportados a Brasil fueron los relacionados con la industria automotriz, los cereales (trigo y arroz), los aceites de petróleo y los plásticos. Estados Unidos y Chile se ubicaron en segundo y tercer lugar con alrededor de 12% de las ventas externas en ambos casos (US\$ 967 millones y US\$ 963 millones respectivamente). Estos destinos junto con España (US\$ 389 millones) y China (US\$ 292 millones) concentraron cerca de la mitad de las exportaciones del país en el primer trimestre del año.

El destino que más influyó en el aumento de las exportaciones durante el primer trimestre de 2005 con relación a igual período del año anterior fue Estados Unidos con un aumento de US\$ 196 millones, seguido por Chile (US\$ 114 millones), Indonesia (US\$ 85 millones) y Egipto (US\$ 70 millones). Las mayores exportaciones a Estados Unidos se debieron básicamente al aumento en los envíos de carburantes, gas de petróleo (propano y butano), aluminio en bruto y productos semielaborados de hierro o acero sin alear, mientras que en el caso de Chile sobresalieron las mayores exportaciones de carnes frescas bovinas, gas natural y gas licuado de petróleo, petróleo crudo y automóviles. Por su parte, las mayores ventas a Indonesia y Egipto se verificaron fundamentalmente en commodities agroindustriales. A Indonesia se incrementaron las ventas de trigo, soja (porotos, pellets y aceites) y leche en polvo, en tanto que los envíos a Egipto aumentaron principalmente en trigo, maíz, aceites de girasol, carnes y quesos.

Gráfico 7

Estructura de las exportaciones Participación porcentual por rubro



Fuente: INDEC

5 En el primer trimestre de 2005 Chile fue el principal destino de las ventas al Resto con 24% del total exportado a dicho bloque, seguido por África (19%), Resto ALADI (11%), ASEAN (8%), China (8%), Medio Oriente (6%) e India (4%).

Cuadro 8

Destinos que impulsaron cambios en los valores exportados por rubro Primer Trimestre de 2005

	Contribución a var. por Gran Rubro y Rubro				(Var %)
	MERCOSUR	NAFTA	UE	RESTO	TOTAL
Productos Primarios	-5,7%	1,9%	2,0%	23,5%	21,8%
Frutas Frescas	2,4%	4,2%	13,9%	7,6%	28,1%
Cereales	-11,3%	0,4%	-0,6%	51,8%	40,3%
Semillas y Frutos Oleaginosos	1,9%	3,1%	9,8%	74,2%	88,9%
Mineral de Cobre y sus concentrados	-7,5%	0,0%	2,2%	-52,7%	-58,0%
Manufacturas Origen Agropecuario	0,7%	1,7%	-2,1%	0,2%	0,4%
Carnes	0,2%	2,2%	4,6%	25,5%	32,5%
Productos Lácteos	6,1%	7,0%	0,0%	41,5%	54,6%
Grasas y Aceites	-1,3%	2,0%	5,6%	-6,1%	0,3%
Residuos y desp de la Ind Alimenticia	-0,1%	-0,1%	-12,6%	-6,4%	-19,3%
Resto MOA	3,9%	2,9%	-1,3%	1,0%	6,4%
Manufacturas de Origen Industrial	10,1%	7,5%	2,6%	10,1%	30,3%
Productos Químicos	10,0%	5,3%	1,1%	4,2%	20,7%
Materias plásticas artificiales	22,2%	1,3%	2,2%	6,8%	32,5%
Metales comunes	1,5%	23,8%	13,7%	20,1%	59,1%
Máquinas y Aparatos	6,3%	2,0%	6,6%	15,6%	30,5%
Material de transporte	19,0%	7,3%	-0,1%	8,7%	34,9%
Combustibles y Energía	-2,6%	7,8%	-0,1%	1,6%	6,8%
TOTAL	1,4%	4,4%	0,3%	7,4%	13,5%

Fuente: INDEC

Por su parte, los destinos que sufrieron las mayores bajas con respecto a igual período del año anterior fueron China (US\$ 95 millones) y Japón (US\$ 72 millones). La caída de las ventas a China se verificó fundamentalmente en aceites de soja y aceites y gases de petróleo, en tanto que las exportaciones a Japón se vieron reducidas principalmente en mineral de cobre y pescados y mariscos.

Importaciones

En el primer trimestre de 2005 las importaciones FOB. totalizaron US\$ 5.654 millones (US\$ 5.953 millones en términos C.I.F.), 27% más que en igual período de 2004⁶. De esta forma, continúa el crecimiento iniciado en el primer trimestre de 2003, aunque se observa una suba interanual sensiblemente inferior a la registrada en 2004, lo que hace pensar que los grandes aumentos verificados el año pasado irán reduciéndose durante este año. El aumento se explica fundamentalmente por un incremento de 18% en las cantidades importadas, producto del sostenido crecimiento del PBI, y una suba de 8% en los precios.

Si se analizan las importaciones según su uso económico, casi todas las categorías incrementaron sus compras con respecto a igual período de 2004, destacándose los aumentos en bienes intermedios (30%, US\$ 556 millones), piezas y accesorios para bienes de capital (30%, US\$ 219 millones) y bienes de capital propiamente dichos (16%, US\$ 192 millones), que en conjunto explican 75% del aumento total del valor importado durante el período⁷. Por su parte, los combustibles y lubricantes y los vehículos automotores de pasajeros, de menor importancia relativa, crecieron a las tasas más altas (74% y 50% respectivamente),

6 En adelante, los datos considerados para analizar las importaciones argentinas corresponderán a los valores C.I.F. de las mismas, ya que la información en valores F.O.B. no siempre se encuentra disponible al momento del Informe.

7 Cabe aclarar que en el caso de los bienes de capital, el aumento podría ser mayor, ya que los valores se encuentran distorsionados por las importaciones temporales de aeronaves que ingresaron al país en enero de 2004, constituyendo una elevada base de comparación para los datos del primer trimestre de 2005. Si no se tuvieran en cuenta dichas adquisiciones temporales, las importaciones de estos bienes hubieran aumentado 43% en lugar de 16%.

en tanto que los bienes de consumo presentaron un crecimiento inferior a la media (25%). Los bienes comprendidos en la categoría resto fueron los únicos que disminuyeron su valor con respecto al primer trimestre de 2004.

En lo que se refiere a la estructura de las importaciones, los bienes intermedios continuaron siendo los principales productos importados explicando 41% de las compras externas del período, seguidos por los bienes de capital con 23% (2 p.p. menos que en igual período del 2004) y sus piezas y accesorios con 16% del total (Gráfico 8).

Los productos importados con mayor significación en valor absoluto en el primer trimestre de 2005 fueron los relacionados con el complejo automotriz, los aparatos de telefonía celular y las computadoras e impresoras, que a su vez, junto con los tubos de hierro o acero, los gases de petróleo y la energía eléctrica, constituyeron los productos que más crecieron con respecto al mismo período de 2004.

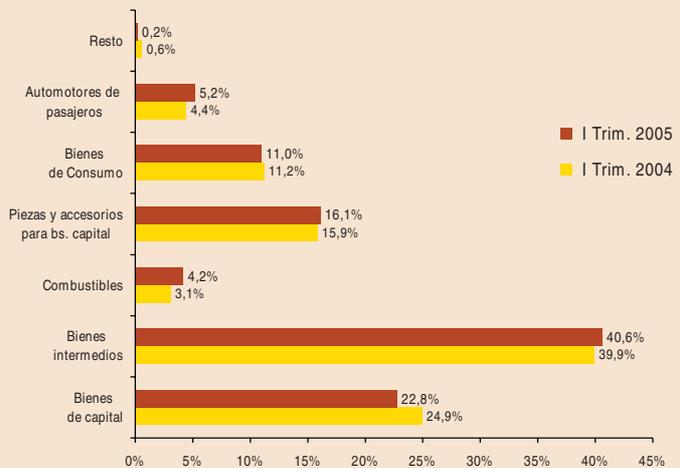
El aumento en las importaciones de bienes intermedios responde principalmente al incremento en los precios (19%), por la elevada cotización de los metales y las materias plásticas, y en menor medida, a las mayores cantidades importadas (9%). Los principales bienes importados fueron el mineral de hierro, los insumos para las industrias plásticas (polietileno y poliésteres), los compuestos organo-inorgánicos (glifosato y demás compuestos para agroquímicos) y los fungicidas demandados por el sector agrícola, los porotos de soja para la industria aceitera y los tubos de hierro o acero utilizados en oleoductos o gasoductos, evidenciando los mayores aumentos los tubos de hierro o acero y los polietileno.

Dentro de los bienes de capital, el mayor incremento en valores absolutos se registró en aparatos de telefonía celular, que representaron 16% de las compras del uso. Este crecimiento se estima seguirá durante el resto del año, aunque no alcanzaría los aumentos registrados en 2004, cuando el mercado argentino de telefonía celular experimentó un "boom", explicado principalmente por la reactivación económica, la renovación de terminales con la introducción de una nueva tecnología (GSM) y la fuerte competencia entre las empresas que ofrecieron distintas promociones a lo largo de todo el año. Por otra parte, también se registraron importantes aumentos en computadoras e impresoras, automóviles para el transporte de mercancías, topadoras, palas mecánicas, compresores de aire, máquinas de explanación, nivelación y excavación y automotores para vías férreas (locomotoras y coches de viajeros). Por el contrario, las importaciones de aeronaves y maquinaria agrícola disminuyeron su valor con respecto al primer trimestre de 2004. En el caso de las aeronaves, como las mismas no constituyen un flujo regular de importaciones, la caída responde básicamente a los elevados valores registrados en enero del 2004, mientras que las menores compras de cosechadoras se explican por la menor inversión en el sector agrícola tras la caída en los precios de los commodities agropecuarios y, en menor medida, por una mayor participación de las máquinas fabricadas en el país.

Por el lado de las piezas y accesorios para bienes de capital sobresalieron las importaciones de partes y accesorios para la industria automotriz, en tanto que dentro de los bienes de consumo se destacaron las compras de medicamentos, agentes de superficie orgánicos, heladeras y televisores. Por su parte, las importaciones de combustibles crecieron a la tasa más alta como consecuencia de mayores precios (20%) y cantidades (45%), destacándose las compras de energía eléctrica desde Brasil y Paraguay y los envíos de gas natural desde Bolivia.

Al analizar las importaciones C.I.F. por zonas económicas, se observa que todas registraron aumentos con respecto a igual período del año anterior, destacándose las compras externas al Mercosur que se incrementaron US\$ 680 millones (41%) y,

Gráfico 8
Estructura de las importaciones CIF
Participación por uso económico



8 Durante el primer trimestre de 2005 el principal origen de las importaciones provenientes del Resto fue China con 28% del total importado desde dicho bloque, seguido por Japón (11%), ASEAN (11%), Chile (8%), Resto ALADI (6%) y Corea (5%).

Cuadro 9

Importaciones C.I.F. por tipo de bien y origen

Primer trimestre de 2005 - Participación porcentual y variación interanual en millones de US\$

Tipo de bien	Participación porcentual de los destinos					Variación interanual			
	en cada rubro (1)					En millones de US\$			
	MERCOSUR	NAFTA	UE	RESTO	TOTAL	MERCOSUR	NAFTA	UE	RESTO
Bienes de Capital	36,4	21,7	20,4	21,5	191,9	149,1	-85,0	13,5	114,3
Bienes Intermedios	42,5	18,8	17,9	20,8	555,7	306,7	101,9	72,9	74,3
Combustibles	35,2	4,9	8,1	51,8	106,6	36,9	-0,3	10,7	59,3
Piezas y Acc. p/Bienes de Capital	27,3	16,3	23,2	33,1	219,2	64,7	19,9	18,0	116,6
Bienes de Consumo	33,9	13,5	18,9	33,7	130,1	34,8	15,7	14,8	64,9
Vehículos Automotores de Pasajeros	83,5	5,2	7,0	4,3	102,7	87,7	9,4	4,1	1,5
Resto	3,4	0,0	2,5	94,1	-15,9	-0,1	-0,1	0,0	-15,7
Total	39,5	17,2	18,4	24,9	1.290,3	679,7	61,5	134,0	415,1

(1) Participación porcentual de los destinos en cada rubro.

en menor medida, las provenientes del Resto⁸ que aumentaron US\$ 415 millones (39%). Este comportamiento determinó un aumento en la participación relativa de estas zonas en detrimento del NAFTA y la UE, de manera que el Mercosur amplió su predominio concentrando 39% del total importado durante el período, seguido por el Resto con 25%, mientras que la UE y el NAFTA aportaron el 36% restante (ver Cuadro 9).

El resultado de las importaciones desde el Mercosur se originó principalmente por las mayores compras de bienes intermedios (US\$ 307 millones), bienes de capital (US\$ 149 millones) y vehículos automotores de pasajeros (US\$ 88 millones), explicando estos tres usos 80% del aumento registrado. En el NAFTA y la UE los bienes que registraron los mayores aumentos fueron los bienes intermedios (US\$ 102 millones y US\$ 73 millones respectivamente), mientras que en el Resto se destacaron los incrementos en piezas y accesorios para bienes de capital (US\$ 117 millones) y bienes de capital propiamente dichos (US\$ 114 millones).

En cuanto a las importaciones C.I.F. por país de origen, Brasil continuó siendo el principal proveedor de bienes concentrando 36% del total importado (US\$ 2.162 millones), seguido por Estados Unidos (US\$ 809 millones), China (US\$ 411 millones) y Alemania (US\$ 280 millones). Al igual que durante el primer trimestre de 2004, más del 60% del total de las compras externas argentinas provino en este período de estos cuatro países.

Brasil fue el país que más aumentó sus ventas a Argentina (US\$ 619 millones), debido principalmente a los mayores envíos de automotores y autopartes, aparatos de telefonía celular, tubos de hierro o acero, polietilenos simples y mineral de hierro. Detrás de Brasil se ubicó China, con un incremento de US\$ 188 millones, seguido por México con US\$ 67 millones, Japón con US\$ 51 millones y Tailandia con US\$ 46 millones. Por su parte, Estados Unidos disminuyó sus ventas en US\$ 30 millones, debido fundamentalmente a la caída en aeronaves.

Servicios

El déficit de la cuenta servicios aumentó 14% en el primer trimestre de 2005 con respecto a igual período del año anterior, alcanzando a US\$ 574 millones. Casi 85% de este déficit se explica por el resultado de tres cuentas: viajes, transportes y regalías.

La cuenta viajes presentó un saldo negativo en el trimestre de US\$ 223 millones, nivel similar al registrado en igual período

del año anterior. El crédito aumentó 31% (US\$ 231 millones) debido al mayor ingreso de pasajeros no residentes (15%) y al mayor gasto promedio en dólares de los mismos por la revaluación real del peso. Para el débito se estimó un aumento de 12% de la salida de argentinos al extranjero y un mayor gasto total por persona asociado a la apreciación real de todas las monedas (principalmente el peso uruguayo y el real brasileño) con respecto al dólar entre el primer trimestre de 2005 e igual período de 2004.

La cuenta transportes presentó un déficit de US\$ 150 millones en el trimestre, lo que significó un aumento de 72% con respecto al primer trimestre de 2004, explicado principalmente por la evolución de fletes. Este rubro acumuló un saldo negativo de US\$ 175 millones en el trimestre, 57% más que en igual período del año anterior como consecuencia del mayor tráfico de mercadería importada y de la pérdida de participación relativa de los armadores residentes en el mercado.

La cuenta regalías presentó en el primer trimestre del año un déficit de US\$ 112 millones, 19% más que en igual período de 2004, debido principalmente a la mejora del nivel de actividad y a la revaluación real del peso argentino.

Transferencias corrientes

Las transferencias corrientes sumaron ingresos netos por US\$ 170 millones en el primer trimestre de 2005, 18% más que en igual período de 2004. El incremento se debió en partes iguales a los mayores ingresos en concepto de remesas de trabajadores desde el exterior, a los mayores valores ingresados por los residentes en concepto de jubilaciones y pensiones abonadas por las cajas de seguridad social del exterior debido en buena parte a la revaluación del euro con respecto al dólar y al mayor monto retenido en concepto de impuesto a las ganancias por el incremento de las operaciones corrientes.

Rentas de la inversión

Se estima que el saldo trimestral de rentas de la inversión representó un egreso neto de US\$ 2.308 millones en comparación con egresos netos por US\$ 2.065 millones correspondientes a igual período del año anterior. El aumento del egreso neto correspondió exclusivamente a utilidades y dividendos, que pasó de US\$ 307 millones a US\$ 697 millones, debido a la mejora en los resultados de las empresas de inversión directa. Compensó parcialmente la caída del débito neto de intereses, que se redujo en casi US\$ 150 millones debido a un aumento del crédito, vinculado con el mayor nivel de reservas del BCRA y el aumento de las tasas de interés internacionales.

Los atrasos de intereses del sector público y BCRA se estimaron para el trimestre en US\$ 1.351 millones, y el stock a la fecha es de US\$ 16.360 millones.

3. Cuenta Financiera

La cuenta financiera registró en el trimestre un ingreso neto de US\$ 496 millones en comparación con ingresos netos por US\$ 53 millones en igual período del año anterior. El mayor saldo positivo se debió al sector privado no financiero, que más que compensó la fuerte caída del ingreso neto del sector público y BCRA.

Sector público no financiero y BCRA

En el trimestre el saldo del sector público no financiero y BCRA registró un ingreso neto de US\$ 198 millones, esto es, una importante reducción respecto del ingreso por US\$ 1.154 millones de igual trimestre de 2004. El saldo de la cuenta resulta básicamente de la acumulación de atrasos de intereses y de los pagos de capital a organismos internacionales. La diferencia interanual de casi US\$ 1000 millones se explica, en buena medida, en razón de los mayores pagos a organismos internacionales, debido a la suspensión del acuerdo con el FMI en agosto del año pasado. En el trimestre las amortizaciones a organismos internacionales sumaron US\$ 1.456 millones, ingresaron desembolsos por US\$ 288 millones (básicamente BID y BIRF), los pagos netos de capital fueron de US\$ 1.168 millones, e incluyendo intereses US\$ 1.509 millones. Los pagos netos a organismos internacionales incluyendo intereses correspondientes al primer trimestre de 2004 habían sumado US\$ 447 millones.

Cuadro 10

Flujo neto con Organismos Internacionales - Sector Público no Financiero y BCRA

En millones de US\$

	Total Año 2001	Total Año 2002	Total Año 2003	Total Año 2004	1° Trim. 2004	2° Trim. 2004	3° Trim. 2004	4° Trim. 2004	1° Trim. 2005
Amortizaciones	2164	8774	14152	6852	3774	893	970	1216	1456
Desembolsos (1)	13379	6592	13340	4579	3664	396	220	299	288
Flujo Neto s/ Int	11215	-2182	-811	-2274	-110	-497	-750	-917	-1168
Intereses	1592	1692	1596	1205	337	254	330	283	341
Flujo Neto c/ Int	9622	-3875	-2408	-3478	-447	-751	-1080	-1200	-1509

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Gráfico 9

**Saldo del sector privado no financiero
y formación de activos**

En millones de US\$



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Sector privado

El saldo de la cuenta financiera del sector bancario registró en el trimestre un egreso neto estimado en US\$ 709 millones, debido principalmente a la cancelación de pasivos externos por US\$ 689 millones, entre los cuales se destacan la cancelación anticipada de títulos por parte de una entidad; y la disminución en las líneas de crédito, las cuales tuvieron como contrapartida mayoritariamente los aportes de capital efectuados por las casas matrices.

El sector privado no financiero registró en el trimestre un ingreso neto estimado en US\$ 1.007 millones en comparación con un egreso neto de US\$ 478 millones en igual período del año anterior. La reversión del saldo de la cuenta se debió principalmente a la disminución de los activos externos, que ya se había observado durante el cuarto trimestre de 2004, debido principalmente a las menores

tenencias de divisas y depósitos (por segundo trimestre consecutivo se estimó una exportación neta de billetes extranjeros). Por su parte, el saldo de la cuenta del trimestre reflejó flujos de inversión extranjera directa por US\$ 588 millones (aportes y reinversión de utilidades compensados en parte por cancelaciones de deudas con matrices) y ventas de títulos a no residentes en el mercado secundario por US\$ 432 millones.

APARTADO 2

Balance de pagos por sectores

La contribución de los distintos sectores al balance de pagos -cuenta corriente y cuenta financiera de cada sector consolidadas- muestra que, como viene ocurriendo en los últimos años, el superávit del sector privado no financiero cubrió no sólo los significativos egresos netos del sector público (pagos de capital e intereses a organismos internacionales), y del sector financiero (cancelación de títulos), sino también el importante aumento de reservas internacionales.

Cabe destacar que la contribución del sector privado no financiero aumentó considerablemente en el primer trimestre de 2005 (en relación a igual período de 2004) a pesar de la reducción en su cuenta corriente, ya que la misma fue compensada por la variación del saldo de la cuenta financiera. Este aumento en la contribución del sector financió mayores pagos a organismos internacionales por parte del sector público.

Por otro lado, en la contribución al balance de pagos se cancelan los movimientos devengados en la cuenta corriente con contrapartida de financiamiento en la cuenta financiera, y el resultado de la contribución de cada sector se aproxima más a un concepto "caja" de los pagos o cobros netos por todo concepto. En este sentido,

en el caso del sector público, la contribución muestra los pagos netos a organismos internacionales por todo concepto, capital e interés. En el caso del sector privado - financiero y no financiero -, la contribución está muy correlacionada con el resultado del sector del mercado único y libre de cambios (MULC).

Cuadro Ap.2 (a)

Contribución al balance de pagos por sectores

En millones de US\$

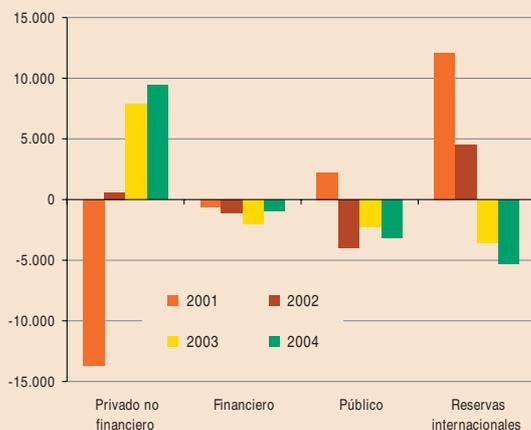
	I Trim. 2004	II Trim. 2004	III Trim. 2004	IV Trim. 2004	2004	I 2005
Sector Público y BCRA	-378	-686	-942	-1.143	-3.149	-1.340
Sector Privado no Financiero + EyO	1.834	3.543	1.697	2.342	9.416	2.933
- Cuenta corriente	1.984	3.262	2.090	1.958	9.293	1.566
- Resto	-150	281	-393	384	123	1.367
Sector Financiero	-571	-288	-36	-51	-946	-742
Variación de Reservas	884	2.569	719	1.147	5.320	851

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Gáfico Ap.2 (a)

Contribución al balance de pagos por sectores

En millones de US\$

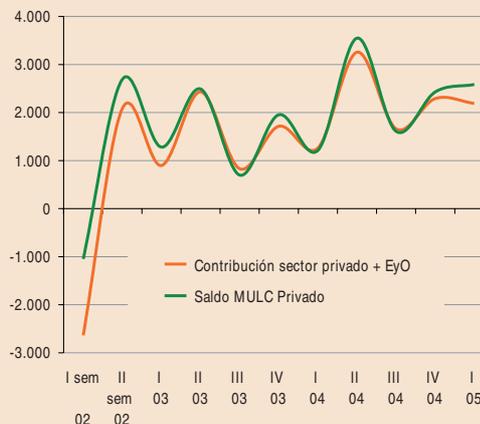


Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Gráfico Ap.2 (b)

Contribución al balance de pagos por sectores y resultado del MULC Privado

En millones de US\$



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

APARTADO 3

Estimación Mensual del Flujo de Capital Privado

La estimación mensual del flujo externo de capital del sector privado⁹ durante los primeros meses del año profundizó la tendencia de los últimos meses de 2004.

Cuadro Ap.3

Flujo mensual de capital externo del sector privado

En millones de US\$

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	ANUAL
2002	-1.253	-658	-2.078	-1.425	-2.292	-1.580	-1.364	-1.060	-1.344	-683	-1.000	-671	-15.409
2003	-596	-1.038	-897	-876	-696	-367	-725	-908	-627	-377	-516	-54	-7.677
2004	56	-435	-285	12	-283	355	-18	-287	-111	-143	-118	543	-713
2005	257	515	-162										

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

En este sentido, en febrero y marzo la serie de doce meses acumulados ya muestra saldos positivos, o sea ingresos netos de capital privado.

Mientras que el flujo estimado para el primer trimestre del año alcanzó un ingreso neto de US\$ 610 millones, resulta interesante destacar que de los últimos veinticinco trimestres (desde el primero de 1999 hasta el primero de 2005) solamente seis mostraron ingresos, y de éstos, tres ocurrieron durante el último año. Así, si 2005 continúa la tendencia esperada, sería el primer año de ingresos externos netos del sector privado desde el año 1999.

Gráfico Ap.3 (a)

Salida de capital privado – 12 meses acumulado

En millones de US\$

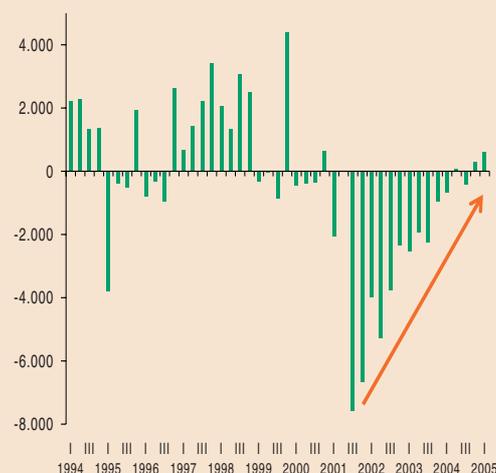


Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Gráfico Ap.3 (b)

Flujos financieros trimestrales del sector privado -incluido E y O-

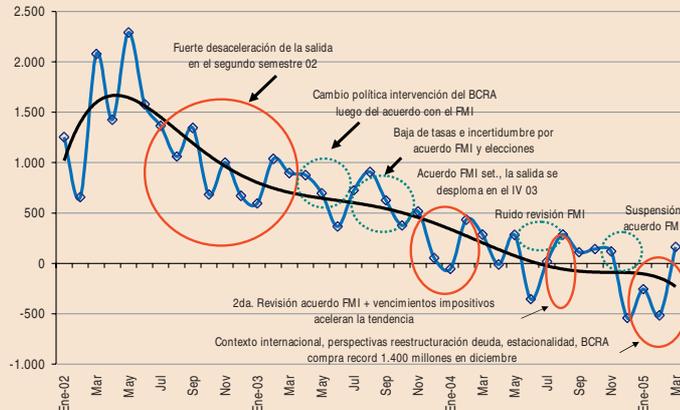
En millones de US\$



⁹ Cifras preliminares, sobre la base de una estimación del balance de pagos mensual muy sintética, orientada principalmente a contar con un indicador del flujo de capital del sector privado. Este flujo de capital privado es el equivalente a la suma de la cuenta financiera del sector privado no financiero, de la cuenta financiera de las otras entidades financieras y de los errores y omisiones en la presentación trimestral del balance de pagos.

Si bien la tendencia de la serie mensual es clara, las observaciones mes a mes nos permiten detectar distintos factores que afectaron el ritmo de la desaceleración observada (más allá de los factores estacionales), alterando temporalmente la preferencia de los agentes residentes por activos externos. Así, por ejemplo, los primeros dos meses de 2005 reflejan las expectativas favorables generadas en torno a la oferta de canje de deuda pública, finalizada en el mes de febrero. Por otro lado, la estimación de marzo, pudo estar afectada tanto por el contexto en los mercados financieros internacionales, como por las acciones legales que demoraron la instrumentación del canje.

Gráfico Ap.3 (c)
Estimación de la salida mensual de capital del sector privado
En millones de US\$



Deuda externa

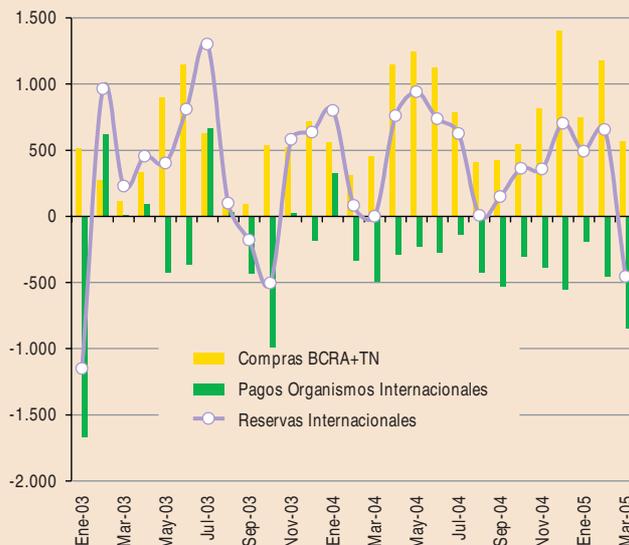
A fines del primer trimestre la deuda externa alcanzó a US\$ 168.177 millones, con una caída de US\$ 2.661 millones respecto del trimestre anterior.

El stock estimado de deuda externa del sector público no financiero y del BCRA a fines de marzo fue de US\$ 114.436 millones, con una disminución en el trimestre de US\$ 1.448 millones, debido principalmente a cancelaciones netas por US\$ 1.180 millones con organismos internacionales. Cabe aclarar sin embargo que este stock, no refleja la situación actual a la luz de los resultados del canje recientemente finalizado, ya que todavía incluye US\$ 71.800 millones de deuda externa en títulos sujetos a la oferta de canje (incluyendo los atrasos de intereses acumulados desde diciembre de 2001 a la fecha) y US\$ 10.780 millones de deuda en cesación de pagos del gobierno nacional con acreedores oficiales y de gobiernos locales con acreedores privados.

Reservas internacionales del BCRA

A fines de marzo las reservas internacionales del BCRA fueron de US\$ 20.338 millones, representando un aumento respecto del trimestre anterior de US\$ 851 millones. Las principales fuentes de esta variación fueron las compras netas al mercado por parte del BCRA por US\$ 829 millones y las compras del Tesoro Nacional por US\$ 1.664 millones, las cuales fueron compensadas parcialmente por los pagos a los organismos internacionales por US\$ 1.491 millones¹⁰.

Gráfico 10
Variación Reservas Internacionales, Compras de divisas del BCRA y del Tesoro Nacional al Sector Privado y Pagos a Organismos Internacionales
En millones de US\$



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

¹⁰ Este monto, publicado por el BCRA en su informe monetario diario, no coincide con el arriba informado en la sección (y cuadro) correspondiente al sector público, debido a algunas transacciones menores que no se cursan a través del BCRA.

ANEXO

La Posición de Inversión Internacional a fines de 2004

La Posición de Inversión Internacional (PII)¹¹⁻¹², esto es, la diferencia entre los activos y los pasivos externos del país a valor de mercado, muestra a fines de 2004 un saldo acreedor neto estimado en US\$ 2.555 millones, producto de activos externos por US\$ 152.286 millones y pasivos externos por US\$ 149.730 millones. Este saldo acreedor neto fue US\$ 4.839 millones mayor que el saldo deudor neto de fines de 2003, estimado en US\$ 2.284 millones.

La reversión del signo de la PII fue consecuencia del superávit en cuenta corriente del balance de pagos¹³ por US\$ 3.349

Quadro 11

Estimación de la Posición de Inversión Internacional: resumen por concepto (1)

En millones de US\$

	Con títulos de la deuda externa a:					
	2003	Valor de mercado		Valor nominal residual		
		2004	Variación	2003	2004	Variación
			2004-2003			2004-2003
POSICION DE INVERSION INTERNACIONAL (PII)	-2.284	2.555	4.839	-59.699	-58.939	760
Activos externos	143.835	152.286	8.451	143.835	152.286	8.451
Reservas Internacionales	14.119	19.646	5.527	14.119	19.646	5.527
Inversiones directas	21.500	21.476	-24	21.500	21.476	-24
Otros activos externos	108.217	111.164	2.947	108.217	111.164	2.947
Pasivos externos	146.119	149.730	3.611	203.534	211.225	7.690
Inversiones directas	48.571	50.280	1.709	48.571	50.280	1.709
Inversiones en cartera	30.456	36.200	5.745	68.111	62.584	-5.528
Participaciones de capital	2.127	2.371	244	2.127	2.371	244
Bonos de deuda externa	28.329	33.829	5.501	65.984	60.213	-5.771
Otros pasivos externos (2)	67.093	63.250	-3.842	86.852	98.361	11.509

(1) Cifras provisionarias.

(2) A valor nominal residual incluye atrasos de capital e interés. A valor de mercado los atrasos están implícitos en el valor de los bonos de deuda externa.

millones, que tendió a acrecentar la posición acreedora neta. Si además se corrige la cuenta corriente por los atrasos de intereses incluidos en ella, este resultado se traduce en la PII en una mejora adicional de la posición acreedora (esta corrección se muestra en la variación de la PII en otros ajustes -US\$ 7.114 millones-, relacionados principalmente con los atrasos de interés

11 Tradicionalmente la PII se presenta con los títulos de la deuda valuados a su valor nominal residual (VNR), y con los títulos de la deuda valuados a su valor de mercado (VM, tal como lo indica la metodología internacional de compilación). Sin embargo la presentación detallada y los comentarios se realizaban sobre la base de la PII con los títulos de la deuda valuados a su VNR (Ver La Posición de Inversión Internacional de Argentina a Fines de 2003). En esta ocasión se exponen ambas estimaciones pero la presentación detallada y los comentarios se realizan sobre la base de la PII con los títulos valuados a su VM, esto es siguiendo la metodología internacional de compilación. Las razones de este cambio tienen que ver con reflejar adecuadamente el valor de la deuda externa pública instrumentada en la forma de títulos que se encontraba en cesación de pagos a diciembre de 2004 y que fuera recientemente reestructurada. En este caso, el valor de mercado representa una mejor aproximación a su valor, dado que su valor nominal se encontraba sustancialmente alejado de su valor efectivamente reestructurado.

12 Mayores detalles de las estimaciones de la PII del año 2004 pueden ser consultados en el trabajo "La Posición de inversión Internacional de Argentina a Fines de 2004", DNCI, junio de 2005, disponible en Internet en "www.mecon.gov.ar/cuentas/internacionales".

13 El saldo de la cuenta corriente y de la cuenta capital del balance de pagos más los errores y omisiones de estimación son equivalentes a los movimientos de la cuenta financiera y a la variación de las reservas internacionales. Estos dos últimos registran los cambios en los activos y pasivos externos que componen la PII que no están originados en variaciones de precios o de los tipos de cambio.

del sector público que en los flujos del balance de pagos se registran a su valor nominal y en la PII se incorporan en el valor de mercado de los títulos de deuda¹⁴). Compensaron parcialmente este resultado, aumentando los pasivos netos, los cambios de valuación que resultan por un lado de la variación de la paridad del dólar con respecto de las monedas en la que se encuentra denominada la deuda externa pública, y por el otro, del aumento del precio de los títulos de deuda. Tomados en conjunto, los cambios de valuación aumentaron los pasivos netos en US\$ 5.730 millones.

Los resultados hasta aquí comentados corresponden a la PII con títulos de deuda en el pasivo valuados a valores de mercado (VM), siguiendo la metodología internacional de compilación. La PII con títulos de deuda valuados a valores nominales residuales (VNR) registró un pasivo neto de US\$ 58.939 millones, con activos externos por US\$ 152.286 millones y pasivos externos por US\$ 211.225 millones. Cabe destacar que en el caso de los títulos de la deuda pública el VM refleja más adecuadamente el valor de la misma a la luz del resultado del canje de deuda pública recientemente finalizado.

La variación de la PII en un período dado refleja el efecto de las transacciones en cuenta corriente del balance de pagos y los cambios de valuación (por precio, por tipo de cambio y otros ajustes) que afectan la medición de los activos y pasivos respecto de la moneda de cuenta. En los últimos años los efectos de los cambios de valuación afectaron significativamente la variación de la PII, reduciendo fuertemente los pasivos externos en el año 2002, y en sentido contrario y en menor magnitud durante 2003 y 2004.

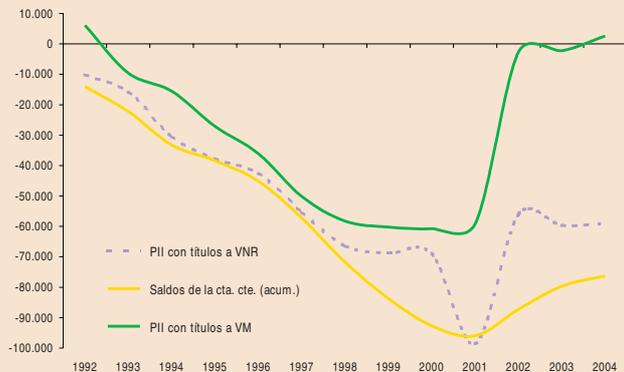
La convergencia en el tiempo entre los saldos acumulados en cuenta corriente del balance de pagos y la evolución de la PII, se interrumpió en los últimos años, cuando ambas series se distancian sensiblemente por la reducción del valor del stock de inversión extranjera directa medido en dólares y por la disminución del valor de mercado de los títulos de deuda debido a la caída del precio de los mismos. En este sentido, la PII, que mostraba un saldo deudor neto de importancia hasta el año 2001, pasó a mostrar saldos cercanos a cero como resultado principalmente de la significativa disminución en el valor de estos pasivos.

La PII de 2004 muestra un aumento de los activos netos de US\$ 4.839 millones respecto de 2003. Los activos externos aumentaron en US\$ 8.451 millones, alcanzando un stock de US\$ 152.286 millones, en tanto que los pasivos externos aumentaron en US\$ 3.611 millones, con un stock de US\$ 149.730 millones.

El aumento de los activos externos se debió básicamente a transacciones del balance de pagos y en menor medida a variaciones de precios. En este sentido crecieron las reservas

14 Los atrasos de intereses se registran a su valor nominal como un financiamiento involuntario en la cuenta financiera, contrapartida de su devengamiento en la renta de la inversión (cuenta corriente). En la PII los títulos de la deuda se compilan a su valor de mercado (en relación al principal) que incluyen en su precio el valor de los intereses atrasados. Por lo tanto, como no se discrimina el precio de los atrasos, el saldo de títulos de deuda varía con su precio y el flujo de los atrasos de intereses es ajustado implícitamente en los factores que explican la variación del stock (en "otros ajustes").

Gráfico 1
Saldos acumulados de cuenta corriente y PII
En millones de US\$



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Quadro 12
Variación de la PII
En millones de US\$

	Activos	Pasivos	Total
Por transacciones	7.735	4.279	3.456
Por precios	521	5.530	-5.008
Tipo de cambio	208	930	-722
Otros ajustes	-13	-7.127	7.114
Total	8.451	3.612	4.839

internacionales del BCRA y los activos externos del sector privado no financiero, compensados en parte por la disminución de los activos externos de los bancos.

El aumento de los pasivos originado en las transacciones del balance de pagos (US\$ 4.279 millones) se explica por el flujo de inversión extranjera directa del sector privado no financiero por US\$ 3.926 millones y por el financiamiento involuntario que representan los atrasos de interés por US\$ 5.468 millones. Si le restamos estos conceptos a las transacciones, observamos claramente una importante cancelación de deuda: amortización de deudas del sector público no financiero y BCRA con organismos internacionales por US\$ 2.274 millones, del sistema financiero (principalmente líneas de crédito) por alrededor de US\$ 1.700 millones y del sector privado no financiero (excluida la deuda con matrices) por US\$ 2.100 millones.

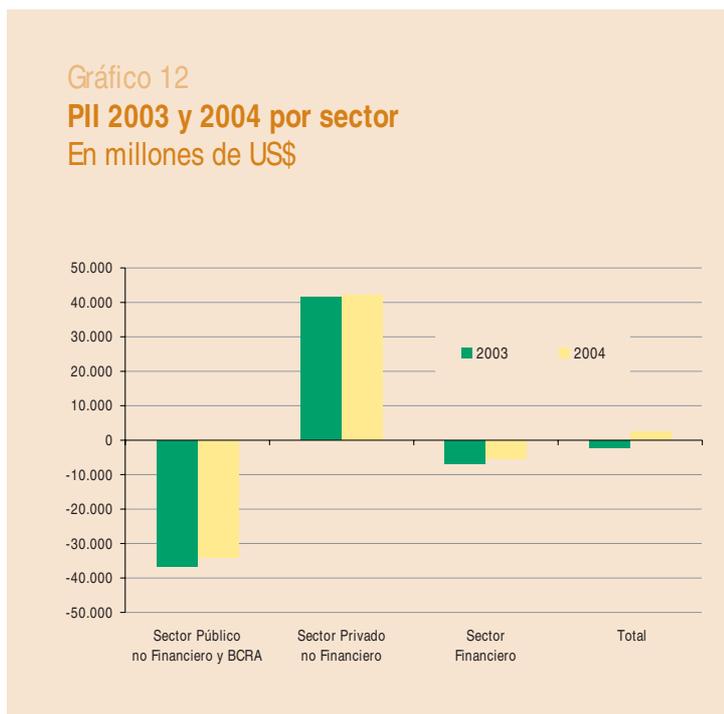
Con relación a los efectos de los cambios de valuación, el aumento en los precios de los títulos de deuda, tanto del sector público como del sector privado no financiero incrementaron los pasivos en US\$ 4.865 millones. Además, el efecto de la depreciación del dólar elevó los pasivos del sector público no financiero y BCRA en US\$ 1.710 millones. El efecto neto de estos cambios de valuación sobre la deuda fue neutralizado por los otros ajustes ya mencionados¹⁵. Por otra parte la variación del tipo de cambio y otros ajustes redujeron el stock de inversión extranjera directa medido en dólares.

Los activos externos de los residentes, estimados a fines de 2004 en US\$ 152.286 millones, estaban compuestos por inversiones directas por US\$ 21.476 (14% del total), reservas internacionales del BCRA por US\$ 19.646 millones (13%), y otros activos externos por US\$ 111.164 (73%, agregado que incluye activos comerciales, depósitos, inversiones en valores emitidos por no residentes y tenencias de moneda extranjera).

Los pasivos externos por US\$ 149.730 millones a fines de 2004, estaban compuestos por US\$ 50.280 millones de inversiones directas (34% del total), US\$ 36.200 millones por inversiones en cartera (títulos emitidos por residentes, 24%), y otros pasivos por US\$ 63.250 millones (42%), que incluyen básicamente deuda con organismos internacionales y deudas con bancos y proveedores.

A fines de 2004, el pasivo neto estimado del sector público no financiero y BCRA es de US\$ 34.064 millones con una reducción respecto de fines del año pasado de US\$ 2.650 millones, el del sector financiero es de US\$ 5.493 millones, con una reducción de US\$ 1.468 millones, mientras que, para el sector privado no financiero se estima un activo neto de US\$ 42.112 millones, con un aumento respecto de fines de 2003 de US\$ 720 millones. Esto es, todos los sectores mostraron en la comparación con 2003 reducción del pasivo neto o aumento del activo neto.

Gráfico 12
PII 2003 y 2004 por sector
En millones de US\$



15 Ver nota al pie anterior.

Dinero y Bancos

- A lo largo del primer semestre de 2005 el BCRA realizó un manejo cada vez más eficiente de la política monetaria desarrollando instrumentos e implementando las medidas que aseguraron el cumplimiento estricto de las metas monetarias, por octavo trimestre consecutivo.
- El BCRA profundizó la utilización de la colocación de títulos en el mercado primario como instrumento de regulación monetaria de forma tal que éste se constituyó en el principal factor de contracción monetaria del período. Se registró, en consecuencia, un aumento del stock en circulación de las LEBAC y NOBAC y una suba de tasas que llevaron a un desplazamiento hacia arriba del corredor de tasas de interés.
- En la recuperación observada de la importancia relativa de las colocaciones del sector privado en la expansión de los agregados monetarios ha cobrado particular importancia la baja de las colocaciones del sector público por el pago de obligaciones internas y externas. Mientras que los agregados monetarios totales desaceleraron su crecimiento interanual a lo largo del semestre, los agregados privados registraron tasas de crecimiento interanual en aumento, en particular para M3.
- Desde comienzos de año se evidenció un significativo dinamismo del crédito al sector privado al que contribuyeron, fundamentalmente, los créditos comerciales y de consumo. Esta evolución refleja la sostenida recuperación de la actividad económica y de los niveles de empleo formal así como el mantenimiento de expectativas macroeconómicas favorables.

Desde principios del año 2005 el BCRA ha implementado medidas para reducir gradualmente el sesgo expansivo que presentó la política monetaria a fines de 2004, desarrollando instrumentos que le permitieron un manejo cada vez más eficiente de la política monetaria. Teniendo en cuenta la meta de inflación prevista en el Programa Monetario 2005, en el primer trimestre del año la autoridad monetaria redujo la participación en el mercado de cambios y ha ido aumentando la emisión y colocación de títulos. Estos factores y las significativas cancelaciones de las asistencias por iliquidez por parte del sistema financiero llevaron a una reducción de la base monetaria amplia y al estricto cumplimiento, por octavo trimestre consecutivo, de las metas monetarias.

CUADRO 1
Evolución monetaria
Variaciones en millones de pesos

	Trim I-05	Apr-05	May- 05	Jun-05	Trim II-05	Sem I-05
Variación Neta de BMA por operaciones con sector externo privado	2.494	776	3.564	3.237	7.577	10.156
Compra de dólares del BCRA al Sector Privado	2.427	1.374	4.345	2.796	8.515	11.027
Compra de dólares del sector público con recursos propios	-67	599	780	-441	938	871
Variación de BMA por otros factores	-4.768	-1.133	-1.267	-4.732	-7.133	-11.987
Títulos del BCRA	-2.484	-554	-928	-3.991	-5.474	-7.958
Sector Público (adelantos transitorios)	-191	1.200	-30	-400	770	579
Sistema financiero	-1.918	-1.807	-39	-293	-2.139	-4.056
Pases	579	-1.597	714	-144	-1.028	-449
Resto	-175	28	-270	-49	-290	-552
Variación de BMA	-2.275	-357	2.297	-1.496	444	-1.831

Fuente: Sobre la base de datos del BCRA

En este contexto, en el primer trimestre de 2005 se registró una contracción de \$ 2.275 millones de la base monetaria amplia (BMA). Las entidades financieras jugaron un rol muy importante en la contracción monetaria del trimestre, debido a la fuerte cancelación de asistencias por iliquidez otorgadas durante la crisis de 2001. Además del pago de las cuotas del "matching" correspondientes al trimestre, desde el corriente año el BCRA implementó un mecanismo de cancelación anticipada, vinculado al desempeño de las mismas en el otorgamiento de créditos al sector privado, dándoles la posibilidad de solicitar el recupero de los montos anticipados. Algunas entidades, asimismo, ejercieron la opción de pagar en forma adelantada y definitiva, algunas o todas las cuotas de sus redescuentos.

El BCRA profundizó la utilización de la colocación de títulos en el mercado primario como instrumento de regulación monetaria,

de forma tal que éste se constituyó en el principal factor de contracción monetaria del período. En efecto, la BMA disminuyó \$ 2.484 millones en el primer trimestre de 2005 como consecuencia del incremento del monto total en circulación de LEBAC y NOBAC.

Por su parte, el sector público acudió al mercado libre de cambios para afrontar los pagos externos. Por ello, contrariamente a lo que se observó en el año 2004, las operaciones del sector público fueron levemente contractivas entre diciembre de 2004 y marzo de 2005 (-\$ 258 millones).

El único factor expansivo de la BMA del período han sido las compras netas de divisas al sector privado. Sin embargo, en el primer trimestre de 2005 la intervención cambiaria del BCRA se redujo significativamente con relación a la de trimestres anteriores.

En abril los factores de explicación de la BMA continuaron operando en el mismo sentido comentado para el primer trimestre de 2005, a excepción de las operaciones con el sector público. Las mismas fueron expansivas, como resultado fundamentalmente de los adelantos transitorios que, dentro de los límites establecidos en la Carta Orgánica, recibió el Tesoro. Por su parte, el BCRA continuó implementando la política de absorción monetaria; en particular, en abril incorporó las NOBAC con cupón variable al menú de títulos colocados en el mercado primario.

En mayo y junio, en un contexto de ingreso de capitales y estacionalidad positiva del ingreso de divisas por las ventas al exterior, la autoridad monetaria continuó con la política prudencial de acumulación de reservas internacionales con el objeto de eliminar

la posibilidad de que cambios bruscos en el mercado de divisas afectaran al normal flujo de pagos internacionales. Así, a fines de junio de 2005 las reservas internacionales alcanzaron a U\$S 23.052 millones, con un incremento de 17,3% con respecto a diciembre de 2004 y de 134% con relación al nivel de junio de 2002. La consecuente expansión monetaria fue compensada por una política de absorción implementada a través de la colocación de títulos propios, la concertación de operaciones de pases, cobro de redescuentos y venta de títulos del Tesoro Nacional. Cabe señalar que a los instrumentos de esterilización que venía utilizando el BCRA desde comienzos de año, en junio agregó las operaciones de mercado abierto ejecutadas mediante la compra y venta de títulos emitidos por el Tesoro Nacional en el mercado secundario¹. De tal forma, la BMA continuó manteniéndose dentro del rango comprometido por el BCRA para el segundo trimestre de 2005 al alcanzar en promedio para junio a \$ 51.633 millones.

En consecuencia, el primer semestre de 2005 arrojó una contracción de la BMA de \$ 1.831 millones. La expansión monetaria generada

exclusivamente por la intervención en el mercado de cambios ha sido compensada casi totalmente por la cancelación anticipada de redescuentos y, aún en mayor medida, por la colocación de títulos por parte del BCRA.

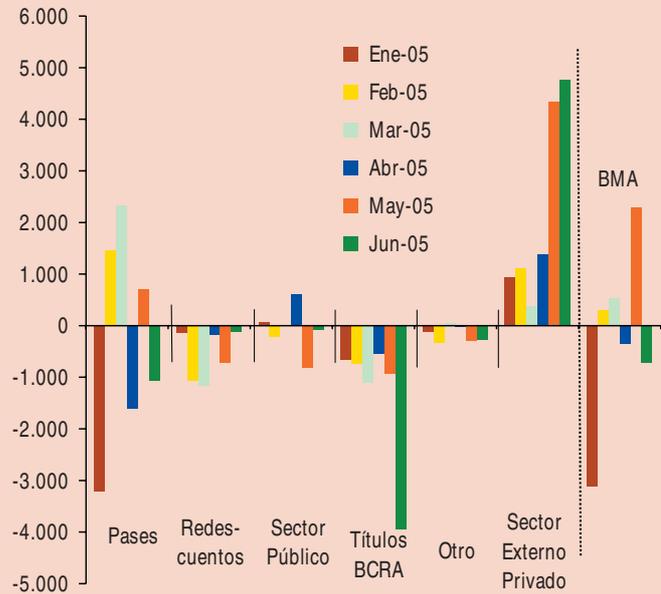
Como resultado de la mayor absorción realizada por el BCRA a través de la emisión de títulos en el mercado primario, se registró un aumento del stock en circulación de las LEBAC y NOBAC (60% en el primer semestre), con un aumento de las tasas de interés para los instrumentos de menor duración. Sin embargo, el resultado cuasifiscal estimado por el BCRA para lo que va del año es positivo: el rendimiento de las reservas internacionales del BCRA y el cobro de intereses con CER por las asistencias otorgadas por iliquidez, más que compensan los egresos por pago de servicios de los títulos que el BCRA emite y los costos de otros pasivos.

1. Metas Monetarias

El propósito de moderar el sesgo expansivo de la política monetaria de fines de 2004 y lograr el cumplimiento de las metas intermedias del Programa Monetario 2005 (PM 2005) llevó al BCRA a jugar un rol más activo en la emisión y colocación de títulos y disminuir su participación en el mercado de cambios. Al mismo tiempo, definió la implementación del mecanismo de cancelación anticipada de redescuentos

¹ A lo largo de junio el BCRA vendió bonos soberanos por \$ 139 millones.

GRAFICO 1
Factores de explicación de la Base Monetaria Amplia
Variaciones en millones de pesos



Fuente: Sobre la base de datos del BCRA

GRAFICO 2
Factores de explicación de la Base Monetaria Amplia
Primer semestre de 2005
En millones de pesos

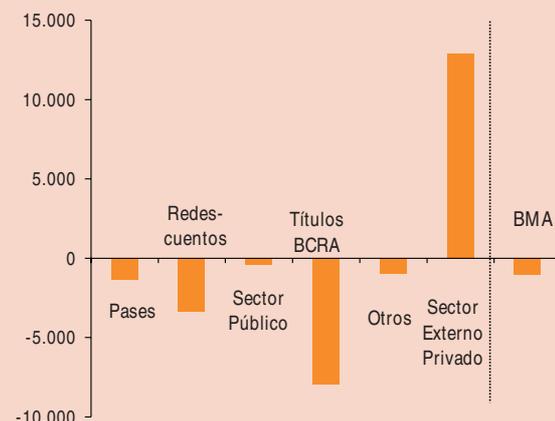
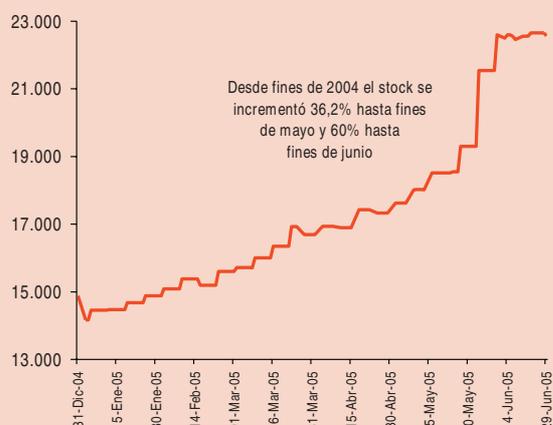


GRAFICO 3
Stock de LEBAC en pesos
En millones de pesos



(Comunicaciones "A" 4.268 y 4.282)², y la licitación de una más amplia variedad de títulos.

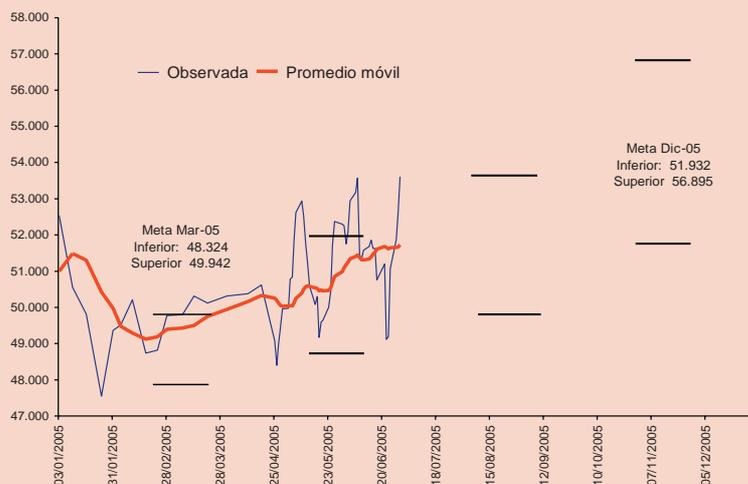
Las medidas adoptadas permitieron reducir la BMA en \$ 2.275 millones (-4,3%) en el primer trimestre del año (alcanzando en marzo un promedio de \$ 49.889 millones³) y, \$ 1.831 millones, en los primeros seis meses de 2005. El promedio de la BMA en junio alcanzó a \$ 51.633 millones, valor ubicado dentro de la banda prevista (con un crecimiento interanual de 10,7%)⁴. Esto implica que el segundo trimestre de 2005 ha sido el octavo período consecutivo de estricto cumplimiento del programa monetario.

Es importante mencionar que las modificaciones en la política monetaria tardan en impactar sobre el nivel de actividad y sobre los precios. En principio, afectan las tasas de interés y, en consecuencia, las decisio-

nes de consumo/ahorro de las familias y las de inversión de las empresas. A través de distintos canales la política monetaria se traducirá en cambios en la producción, el empleo y, finalmente, en los precios. Los mecanismos de transmisión hacen que deba pasar un cierto tiempo hasta poder observar el efecto pleno de la política monetaria. En consecuencia, el BCRA considera que la inflación registrada en el primer trimestre de 2005 no estuvo directamente vinculada al crecimiento de la oferta monetaria de fines de 2004.

No obstante, frente al aumento de precios registrado en el primer trimestre de 2005, se

GRAFICO 4
Seguimiento del Programa Monetario
Base Monetaria
En millones de pesos



2 Las entidades financieras podrán adelantar pagos dentro del esquema de cancelación de asistencias otorgadas por el BCRA a las mismas durante la crisis de 2001-2002. El mecanismo se basa en un proceso licitatorio en el que las entidades financieras pueden ofrecer anticipos de montos de cuotas de capital (ajustadas por CER) que serán aplicados a la cancelación de las cuotas a su fecha de vencimiento. Junto a las cuotas a adelantar, las entidades deben ofrecer la prima que están dispuestas a pagar por cada cuota a efectos de que le sean adjudicadas. Las entidades conservan la posibilidad de incrementar rápidamente su posición de liquidez, ya que se ha previsto que, una vez realizado el adelanto de cuotas, puedan solicitar el recupero de los montos no aplicados a la cancelación de las mismas. Para acceder a los fondos las entidades deben realizar al momento del recupero un pago adicional en relación con las tasas de interés vigentes de las LEBAC. Los bancos que revelen un mayor esfuerzo en el fortalecimiento del crédito al sector privado en los últimos 12 meses pueden licitar una mayor proporción de los saldos adeudados en forma de adelantos.

3 Las metas monetarias están fijadas sobre el promedio mensual de los valores diarios de las variables y sobre tales promedios se debe controlar el cumplimiento o no de las metas.

4 Según la meta (intermedia) fijada para la BMA, el crecimiento promedio anual de la misma deberá ubicarse entre 5% y 15% en 2005. Para evaluar el seguimiento del Programa Monetario 2005 en cuanto a emisión primaria, se deberá considerar la base monetaria amplia sin ajuste por pasivos del BCRA.

observó una divergencia en las expectativas de inflación que surgen del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) al ubicarse por encima del límite superior de la banda objetivo 5%-8% del programa monetario. Por ello, el BCRA decidió moverse suavemente hacia el cumplimiento de las metas del PM 2005, aunque alejándose del límite superior.

De acuerdo a lo esperado, en el segundo trimestre se desaceleró el aumento de los precios minoristas, lo que fue incorporado por las expectativas de inflación del mercado. En efecto, éstas se mantuvieron en 9,8% para el año (y 8,3% para los próximos doce meses), revelando que para el mercado los aumentos de precios del primer semestre resultaron de factores más bien transitorios. Sin embargo, el posterior rebote de la inflación en el mes de junio volvió a elevar las expectativas de inflación relevadas en el REM.

En cuanto a los agregados monetarios más amplios, el agregado M2 se redujo 1,3% en el primer trimestre del año, pero mostró un aumento de 22,3% i.a., levemente por encima de la banda superior establecida en el Programa Monetario. En este caso fue evidente el esfuerzo de la autoridad monetaria por reducir el impulso monetario, ya que debido a eso el agregado monetario M2 cayó en febrero y marzo, retomando una evolución acorde a las metas previstas (ver Gráfico 6) y creciendo 7,4% en el segundo trimestre.

A pesar de la caída trimestral del M2, el agregado M3 aumentó 2,4% en el primer trimestre del año (20,5% i.a.) porque los depósitos a plazo crecieron, compensando la disminución de las colocaciones a la vista. Contrariamente a lo ocurrido hasta marzo, en el segundo trimestre el crecimiento del M3 (6,2%) resultó del aumento de M2 (7,4%) ya que se desaceleró el incremento de los depósitos a plazo del sector privado por los vencimientos impositivos de mayo.

2. Agregados Monetarios

El agregado monetario total M1⁵ alcanzó en junio de 2005 a \$ 66.017 millones, con un incremento de 6,9% en los primeros seis meses del año y de 19,7% interanual. Las cajas de ahorro (en pesos y dólares) cayeron 12,8%

5 El agregado M1 se define como billetes y monedas + cuentas corrientes (pesos y dólares) + cuasimonedas. En tanto, M2 resulta igual a M1 + cajas de ahorros (pesos y dólares), y M3 es M2 + depósitos a plazo (pesos y dólares). Para el comentario se han tomado los valores promedio mensuales.

GRAFICO 5
Evolución interanual de base monetaria amplia y tasa de inflación
Variación porcentual en los últimos doce meses

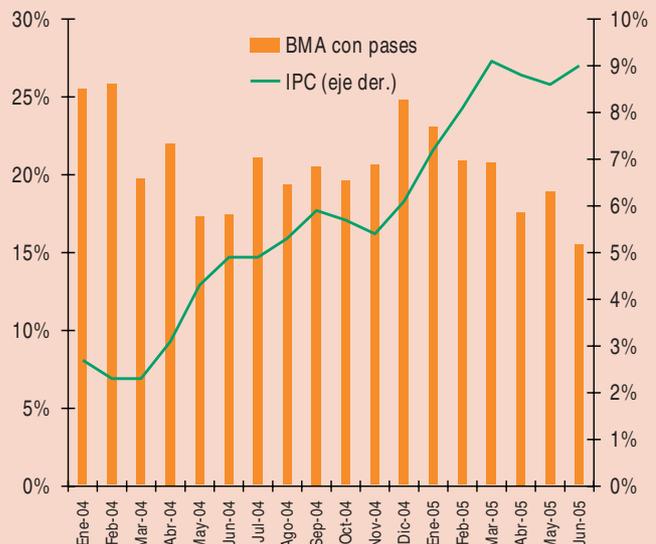


GRAFICO 6
Seguimiento del Programa Monetario
Evolución del M2
En millones de pesos



GRAFICO 7

M3 en términos reales

Promedios mensuales, en millones de pesos, deflactado por IPC



GRAFICO 8

Agregados monetarios en pesos

Variación % interanual

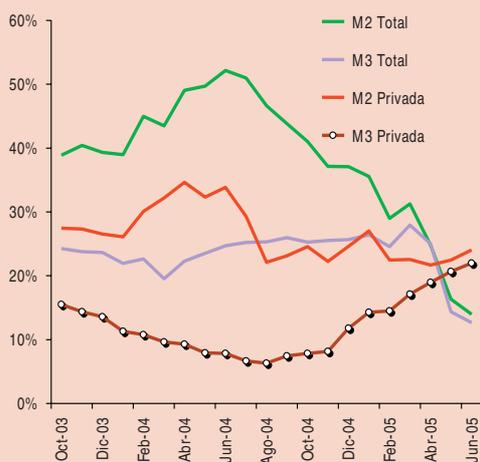
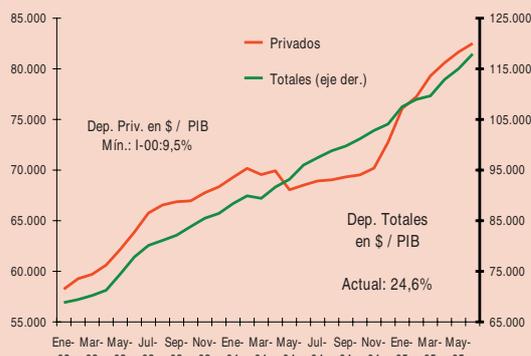


GRAFICO 9

Depósitos en pesos

Promedios mensuales



desde diciembre aunque se mantuvieron relativamente estables con respecto a junio de 2004 lo que llevó a un crecimiento interanual del agregado M2 a 14%, alcanzando a \$ 89.466 millones (equivalente a 19,5% del PIB).

Los depósitos a plazo totales (pesos y dólares) llegaron en junio a \$ 57.220 millones nivel similar al de diciembre de 2004 pero con un crecimiento de 10,6% (\$ 5.492 millones) con respecto al promedio de junio de 2004. De tal forma, el agregado monetario más amplio M3 alcanzó en junio de 2005 a \$ 146.686 millones, monto equivalente aproximadamente a 32% del PIB. Dada la evolución de los precios minoristas, el crecimiento interanual de M3 deflactado por el índice de precios al consumidor alcanzó a 3,4%; en tanto, en el primer semestre de 2005 se redujo 5,1%.

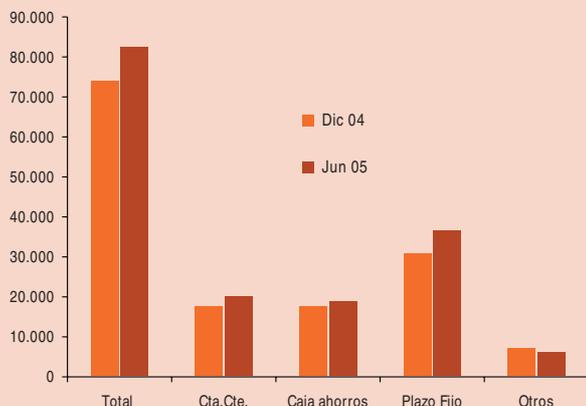
Si se consideran los agregados monetarios privados en pesos, el crecimiento interanual de M2 fue de 24,0%, y el de M3 fue de 21,9%. Desde enero del corriente año los agregados monetarios totales mostraron una desaceleración de su crecimiento interanual, en particular en el segundo trimestre; en tanto, los agregados privados registraron tasas de crecimiento interanual en aumento, en particular para M3. En la recuperación de la importancia relativa de las colocaciones del sector privado en la expansión de los agregados monetarios ha cobrado particular importancia la baja de las colocaciones del sector público por el pago de obligaciones internas y externas.

Continuando con su tendencia positiva, en el primer semestre de 2005 los depósitos totales en pesos crecieron \$ 13.844 millones (13,3%) debido, básicamente, al aumento de los depósitos privados, los que se incrementaron en \$ 9.752 millones (13,4%). En cambio, con respecto a diciembre de 2003, el aumento de los depósitos totales (36,4%) resultó, fundamentalmente, de la evolución de los depósitos públicos los que crecieron 95,8%, elevando su participación en el total a 24,6% en mayo de 2005.

En lo que va del año el mayor dinamismo de los depósitos privados en pesos lo evidenciaron los depósitos a plazo fijo – contrariamente a lo que venía ocurriendo en 2004. En efecto, en junio alcanzaron a \$ 36.774 millones, 18% por encima de diciembre de 2004. Este aumento representa el 64% del crecimiento total de los depósitos privados del período. Las cuentas corrientes y las cajas de ahorro, con crecimientos de 14,2% y 9,3%, respectivamente, también contribuyeron al crecimiento de las colocaciones privadas. En consecuencia, a lo largo del año los depósitos a plazo fijo aumentaron su participación en el total de depósitos privados en pesos (de 42,1% a 44,4%) a expensas de los depósitos en cuenta corriente y las caja de ahorros.

GRAFICO 10

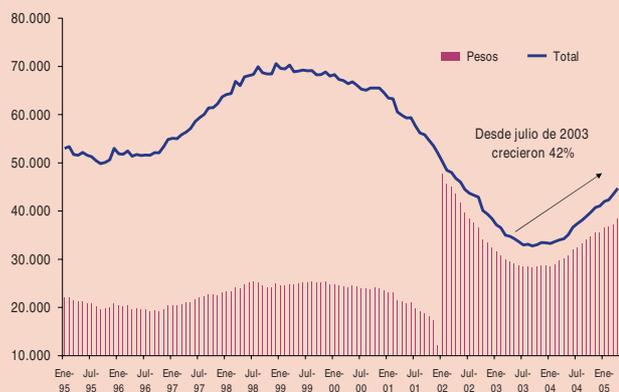
Depósitos Privados en Pesos En millones - promedios mensuales



más las líneas vinculadas al consumo que los préstamos comerciales. En efecto, los que más han crecido son los préstamos personales (15,5% en el trimestre y 28% hasta mayo) y de tarjetas de crédito (11,8% en el trimestre y 13% hasta mayo). Motivos estacionales (vacaciones de verano) explican que los préstamos comerciales (adelantos, documentos, otros) apenas se hayan modificado en el primer trimestre del año pero ya en abril y mayo han retornado al crecimiento. Por su parte, los préstamos prendarios evolucionaron positivamente (crecieron 6,4% en el trimestre y 14% hasta mayo) acompañando la fuerte recuperación de las ventas de automotores. Aún sigue observándose una pequeña caída de los préstamos hipotecarios, ya que las amortizaciones y precancelaciones continúan superando a la nuevas financiaciones.

GRAFICO 11

Crédito al sector privado no financiero En millones de pesos



3. Préstamos al Sector Privado no financiero

En el primer trimestre de 2005 los préstamos al sector privado no financiero crecieron 4,3%, alcanzando en marzo a \$ 40.664 millones, confirmándose así la recuperación observada desde fines de de 2003. La información disponible al cierre de la presente edición evidencian aún más el significativo dinamismo del crédito al sector privado ya que el crecimiento en los cinco meses del año alcanza a 10% (\$ 1.640 millones). No obstante, la relación del total de préstamos al sector privado con respecto PIB (9,4%) es mucho menor aún al 23% de 1998.

La mejora gradual en los niveles de empleo y las expectativas favorables de los consumidores han hecho que, continuando con lo ocurrido en el último trimestre de 2004, crecieran

En el Cuadro 2 puede observarse la fuerte recuperación del crédito al sector privado con respecto a los valores mínimos registrados desde la crisis de 2001. Con respecto a agosto de 2003, el crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero alcanzó a 41,9% (\$ 12.602 millones). A este crecimiento han contribuido, fundamentalmente, los créditos comerciales y de consumo, cuyo crecimiento más que compensó la caída en los créditos hipotecarios. Este crecimiento evidencia la sostenida recuperación de la actividad económica y de los niveles de empleo formal así como el mantenimiento de expectativas macroeconómicas favorables.

4. Liquidez y Tasas de Interés

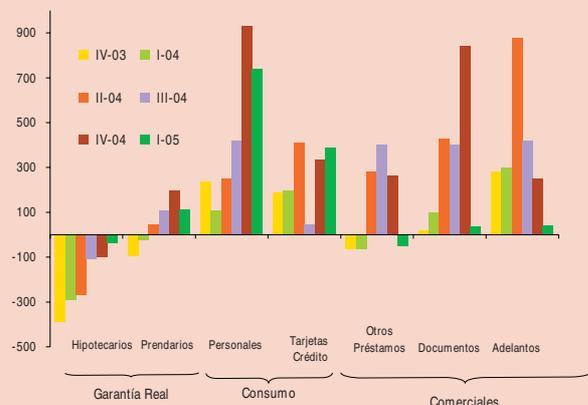
Durante 2005 la liquidez bancaria⁶ continuó siendo alta, alcanzando en enero y febrero

6 El coeficiente de liquidez se calcula como el efectivo en bancos más cuentas corrientes en el BCRA, más pasivos pasivos de los bancos en el BCRA con relación a los depósitos totales.

GRAFICO 12

Préstamos en Pesos al sector privado no financiero

En millones de pesos



niveles similares a los de 2003. En enero de 2005 entró en vigencia una disminución en la exigencia de efectivo mínimo en pesos dispuesta por el BCRA (Comunicación "A" 4.276)⁷ con el propósito de liberar fondos de los bancos para que los volcaran mercado de pases, aumentando su volumen. El resultado de esta medida se refleja en la composición de la liquidez, en particular en los meses de enero y febrero.

La liquidez del sistema vio afectada su composición por la colocación de títulos por parte del BCRA. En efecto, en marzo de 2005, si bien la liquidez se mantuvo alta (21,3%), cayó en 2,4 puntos porcentuales (p.p.) con respecto a diciembre de 2004. Cabe notar que, si se tuvieran en cuenta los títulos emitidos por el BCRA, la reducción de la liquidez en el trimestre sólo

CUADRO 2

La Recuperación del Crédito Privado

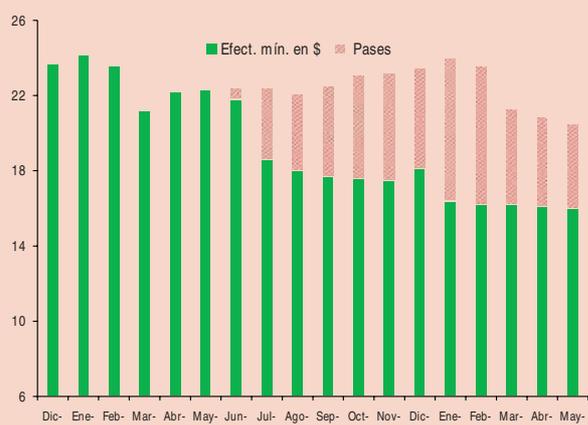
Pesos + Dólares - En millones de pesos

Tipo	Mínimo		Stock			Contrib. Rel. a la variación desde 15/8/03
	Fecha	Stock	31-May	Dif \$	Dif %	
Adelantos	28-03-03	3.892	5.613	1.721	44,2%	10%
Documentos	30-09-03	6.481	12.324	5.843	90,2%	46%
Hipotecarios	01-11-04	8.851	8.842	-9	-0,1%	-8%
Prendarios	10-03-04	1.254	1.956	702	56,0%	4%
Personales	31-07-03	2.011	5.393	3.382	168,2%	27%
Tarjetas	21-08-03	1.806	3.681	1.875	103,8%	15%
Otros	07-04-04	3.980	4.891	911	22,9%	6%
TOTAL	15-08-03	30.098	42.700	12.602	41,9%	100%

GRÁFICO 13

Liquidez Bancaria por Componente

En % del total de depósitos



alcanzaría a 0,2 p.p.. En tanto, los fondos excedentes mantenidos como integración de efectivo mínimo en pesos se mantuvieron estables en torno a 1,6 % de los depósitos (y en 50% en el caso de dólares). El dinamismo del mercado de préstamos y del de pases en pesos ha sido la contracara de la disminución de la posición de efectivo mínimo.

En consonancia con el carácter menos expansivo del programa monetario para 2005, la disminución de encajes fue acompañada de un aumento de las tasas ofrecidas y demandadas por el BCRA en el mercado de pases. De esta forma, el BCRA logró incidencia, a

⁷ Ver detalle en edición anterior de este Informe Económico.

GRAFICO 14

Estructura de tasas de interés de los Títulos del BCRA

En Pesos no ajustables y en Pesos ajustables por CER - Dic 04 y Mar 05



mayo, desplazando nuevamente hacia arriba el corredor de tasas de referencia de corto plazo que pasó a ser 3,75%-4,25%. A fines de mayo el saldo de pasivos para el BCRA era \$ 5.613 millones y, prácticamente, no había pasivos activos en vigencia. Asimismo, el BCRA expandió el corredor de tasas de interés fijado en ese mercado e incrementó 0,5 p.p. las tasas para las operaciones de pasivos; en consecuencia, el margen entre tasas de pasivos y activo pasó a 1 p.p.. En junio el BCRA continuó con la política de incremento de tasas de referencia en el mercado de pasivos desplazando el corredor a 7 días a 4,25%-5,25%; y, además, retomó la concertación de operaciones de pasivos a un día, facilitando el manejo de liquidez excedente de las entidades financieras⁹.

Los márgenes de liquidez de las entidades, la estacionalmente baja actividad bancaria en el verano y el resultado del impulso dado por el BCRA al mercado de pasivos hicieron que el mercado de call se mostrara poco dinámico, con niveles de tasas a 7 días alineadas a las establecidas por el BCRA.

Con respecto a las tasas de interés de los títulos del BCRA, las tasas de interés de los instrumentos en pesos no ajustables por CER de menor duración aumentaron gradualmente durante el primer trimestre del año; por ejemplo, las tasas de LEBAC en pesos de 1 y 3 meses crecieron 0,7 p.p. y 1,2 p.p., respectivamente. La tasa de las LEBAC en pesos en la licitación del 29 de marzo de 2005 fue de 3,54% a 28 días, 4,76% a 90 días y a 5,50% a 180 días.

En el segundo trimestre de 2005 el BCRA continuó con la política de aumento de las tasas de interés de los títulos que emite, registrándose un desplazamiento hacia arriba de la curva de rendimientos de las LEBAC en pesos no ajustables por CER. En abril el incremento de las tasas fue de 1,2 p.p. para los títulos a un mes; de 0,75 p.p. para las LEBAC a tres meses y 1,1 p.p. para las de 12 meses.

través de la tasa de interés, sobre una proporción mayor de la liquidez de las entidades y avanzó de un sistema compulsivo de manejo de la liquidez hacia uno más voluntario.

En tal sentido, y buscando avanzar hacia un esquema referencial de tasas de interés de corto plazo⁸, a principios de año la autoridad monetaria dispuso una suba de 0,25 p.p. en las tasas de interés del mercado de pasivos. Desde entonces pasó a concertar operaciones pasivas y activas a 7 días al 2,75% y 3,25%, respectivamente. En el primer trimestre de 2005 el promedio del monto operado diariamente por el BCRA en el mercado de pasivos fue de \$1.350 millones, 15% por encima del último trimestre de 2004. El saldo de operaciones de pasivos a fines de marzo era de \$ 4.743 millones (con una disminución trimestral de \$ 579 millones) y, de \$ 13 millones de pasivos activos. El monto promedio diario negociado entre terceros se mantuvo en el trimestre en torno a los \$230 millones.

A principios de abril, coherente con una política destinada a desactivar las expectativas de inflación, el BCRA dispuso una nueva suba de tasas de 0,5 p.p. estableciendo el corredor de tasas en 3,25%-3,75%. Un aumento de 0,5 p.p. volvió a disponerse a comienzos de

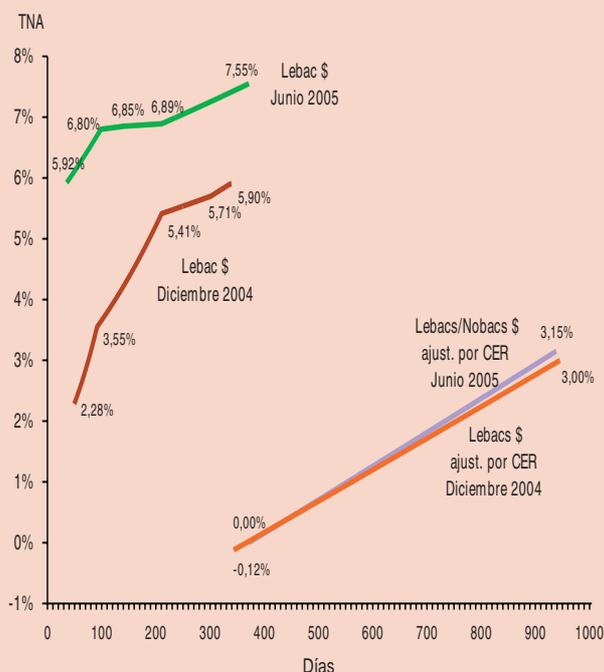
⁸ En efecto, el BCRA se maneja en la actualidad con metas monetarias intermedias (regulando directamente la cantidad de dinero para el logro del objetivo principal que es el control de la inflación) pero intenta avanzar en un esquema de control de tasas de interés de corto plazo (en el que se deje flotar el tipo de cambio y se ajuste la oferta monetaria de forma tal de asegurar que la tasa de interés de mercado converja hacia un nivel establecido).

⁹ El stock de pasivos a fines de junio era de \$ 6.679 millones y el 70% de ellos estaban pactados a un día.

GRAFICO 15

Estructura de tasas de interés de los Títulos del BCRA

En Pesos no ajustables y en Pesos ajustables por CER
Dic 04 y Jun 05



Cabe notar que, con el propósito de ampliar la gama de instrumentos con que cuenta para cumplir con las metas monetarias, el BCRA comenzó en abril a licitar NOBAC en pesos que pagan trimestralmente un cupón variable, equivalente a la sumatoria del promedio de la tasa de interés BADLAR¹⁰ y un margen fijo de 2,5%. La duración de estos títulos es de dos años. En la última licitación de abril fueron colocados a una tasa implícita del 6,86%. Han sido muy demandados y explicaron el 30% del incremento mensual del monto total en circulación de títulos del BCRA. A fines de mayo el BCRA comenzó a licitar NOBAC de dos años que paga cupones variables, equivalentes a un margen de 2,5 p.p. sobre la tasa de interés BADLAR informada por los bancos privados.

El aumento de las tasas de los títulos del BCRA continuó en junio y alcanzó a todas las especies licitadas. Como se puede ver en el Gráfico 15, en la última licitación de junio, la tasa de LEBAC en pesos fue de 5,92% a un mes, 6,8% a 98 días y a un año, fue de 7,55%; en tanto, la tasa de NOBAC ajustables por CER a 3 años fue de 3,15%.

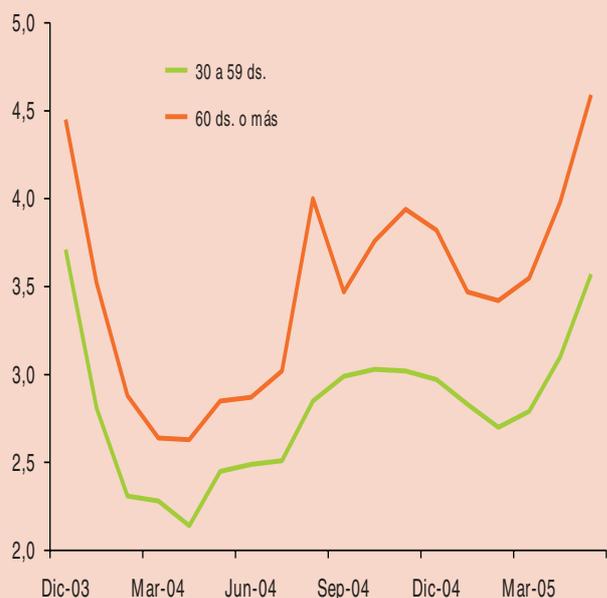
Las tasas de interés pasivas del primer trimestre de 2005 fueron inferiores a las del trimestre anterior influidas parcialmente por la liquidez resultante de la comentada baja de encajes dispuesta en enero. En febrero comenzaron a subir las tasas del segmento de más largo plazo como resultado de la reactivación estacional de la actividad comercial y la consecuente necesidad de fondos líquidos por parte de las empresas. Desde entonces todas las tasas pasivas continuaron creciendo debido a la disminución de la liquidez registrada en abril (en particular, en los bancos privados) y a los vencimientos impositivos del mes de mayo.

Por su parte, las tasas activas del primer trimestre del año continuaron siendo bajas, aunque con leves aumentos en algunas líneas de crédito. Ese es el caso de la tasa de interés de los adelantos en cuenta corriente que aumentaron 0,4 p.p. si se compara el mínimo valor registrado en diciembre de 2004 y el de marzo de 2005; y las de préstamos personales

GRAFICO 16

Tasas de interés pasivas en pesos

En % nominal anual



¹⁰ Es la tasa de interés concertada para depósitos a plazo fijo de más de un millón de esos por el total de entidades financieras en el tramo de 30 a 35 días.

GRAFICO 17

Tasas de interés activas en pesos En % nominal anual

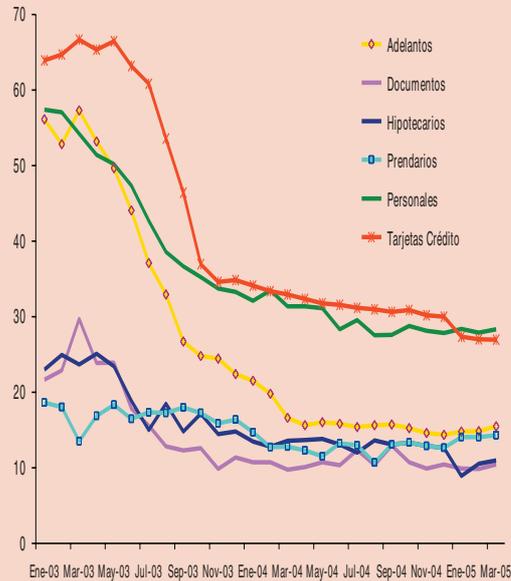


GRAFICO 18

Tasas de interés activas en pesos En % nominal anual



que aumentaron 0,7 p.p en el trimestre. En cambio, las tasas de interés de los documentos, las de préstamos con garantía real continuaron disminuyendo hasta llegar, en el caso de los documentos a su mínimo nivel histórico (8,8% en febrero).

5. Situación Bancaria ¹²

Las perspectivas del sector financiero son favorables si se tiene en cuenta la evolución de los primeros meses de 2005. En efecto, se expandieron los depósitos y los préstamos del sector privado, disminuyó la exposición al sector público, mejoró la calidad de la cartera destinada al sector privado y bajó el descalce en moneda extranjera. En este contexto, la mejora de la rentabilidad colabora con la recomposición de la solvencia del sector.

5.1. Rentabilidad

En los primeros cuatro meses de 2005 el sistema financiero acumuló una ganancia aproximada de \$ 140 millones equivalente al 0,2% anualizado del

CUADRO 3

Estructura de Rentabilidad del Sistema Financiero Resultado anualizado en relación al activo neteado

	Primeros cuatro meses	
	2004	2005
Margen Financiero	1,9%	3,9%
Por intereses	50,0%	1,2%
Por servicios	1,9%	2,1%
Ajustes de valuación p/préstamos al Sector Público	-0,4%	-0,1%
Gastos de administración	-4,2%	-4,1%
Cargos por incobrabilidad	-0,7%	-0,6%
Cargas impositivas	-0,3%	-0,3%
Impuesto a las ganancias	-0,4%	-0,2%
Amortización de amparos	-0,8%	-0,9%
Diversos	0,7%	0,5%
Monetarios	0,0%	0,0%
ROA (resultado/activo neteado)	-2,1%	0,2%
ROA ajustado (neto de amortización de amparos)	-0,5%	1,3%

Fuente: BCRA

¹¹ Sobre la base a la información proporcionada por el BCRA en sus Informe sobre Bancos.

CUADRO 4

Sistema Financiero

Calidad de la cartera crediticia

	Dec-04	Apr-05
Cartera irregular total	10,7%	9,1%
Al sector privado no financiero	18,6%	15,2%
Cartera comercial	22,8%	18,7%
Cartera de consumo y vivienda	11,0%	9,1%
Previsiones/cartera irregular	102,9%	106,2%
(Cartera irregular neta de provisiones) / financiamientos	-0,3%	-0,6%
(Cartera irregular neta de provisiones) / PN	-1,0%	1,9%

Fuente: BCRA

activo, revelando una significativa recomposición en la rentabilidad si se tiene en cuenta que en igual período de 2004 se registraron pérdidas por \$ 1.310 millones (-2,1% anualizado del activo). Si se tiene en cuenta el efecto de la amortización de amparos y los ajustes de valuación de activos del sector público –costos asociados a la crisis de 2001-2002 pero no vinculados a la rentabilidad de la actividad bancaria corriente- la ganancia ajustada llega a \$ 370 millones (2,2% anualizado del activo). La ganancia ajustada del sector financiero para los cuatro

primeros meses de 2005 alcanzó a \$ 860 millones (1,3% anualizado del activo) implica una mejora interanual importante ya que en el 2004 el resultado ajustado fue de -\$320 millones, o sea -0,5% de activo.

La mejora interanual de la rentabilidad se registró tanto en los bancos privados como en los públicos y derivó, en particular, del margen financiero asociado al resultado de los activos (intereses y ajustes por CER) y de la disminución de los costos (cargos por incobrabilidad, los gastos de administración).

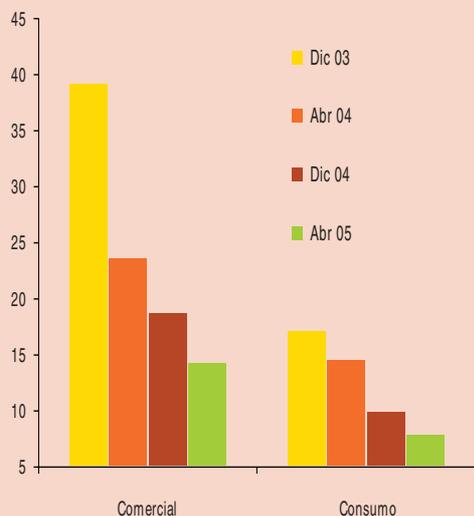
5.2 Calidad de cartera

En lo que va de 2005 continuó registrándose una tendencia de progresiva recuperación de la calidad de la cartera de financiamientos. En un contexto de crédito en expansión y dado el menor riesgo de contraparte implícito, el porcentaje de financiamientos al sector privado en situación irregular se redujo 3,4 p.p. en los primeros cuatro meses del año alcanzando en abril a 15,2% (el mínimo valor desde 2000 y la tercera parte de los máximos registrados en 2003).

GRAFICO 19

Cartera irregular al Sector Privado no Financiero

En %



La coyuntura favorable que enfrentan los distintos sectores y los cambios normativos del BCRA para facilitar el acceso al crédito, hacen válido esperar una dinámica positiva en el aumento de las financiamientos y, por tanto, nuevos avances en la calidad de la cartera del sistema financiero ya que debería recomponerse el portafolio de créditos nuevos pactados en mejores condiciones macroeconómicas.

La mejora en los indicadores de calidad fue explicada, fundamentalmente, por los bancos privados que a fines de abril registraron un 12,2% de irregularidad con una caída de 3,1 p.p. desde fines de 2004. Esta mejora resultó de un fuerte incremento de las financiamientos otorgadas (de mejor calidad) y, en menor medida, de una cierta caída en los montos de las financiamientos clasificadas como irregulares. El efecto de la expansión de la cartera fue particularmente marcado en el caso de las financiamientos comerciales y también, aunque en menor medida, en la orientadas al consumo. Los niveles de irregularidad alcanzados en ambas carteras (14,4% en la comercial y 8% en la de consumo), aunque bajos, dan lugar a futuras mejoras. Al ser mayor el nivel relativo de irregularidad para la cartera comercial, se espera que sea este segmento el que dinamice el recorte en la morosidad en los próximos meses.

Apartado: Medidas sobre el ingreso de fondos al mercado cambiario

A más de tres años de la crisis de fines de 2001, la significativa mejora en la situación macroeconómica y la mayor confianza generada en la evolución futura de la economía generaron una importante afluencia de capitales externos. Por tal motivo, se ha hecho necesario adoptar medidas de control de capitales que permitan mantener la estabilidad y la recuperación económica en el marco de la libre transacción de divisas.

El objetivo básico de estas medidas es desalentar colocaciones especulativas de naturaleza marcadamente procíclica que, montadas sobre expectativas de evolución esperada del tipo de cambio futuro, tiendan a autovalidarse y se traduzcan, posteriormente, en reversiones marcadas en la dirección de dichos flujos de fondos y en efectos disruptivos sobre el nivel de actividad. De esa manera se confía en que en los flujos de ahorro externo que reciba el país prevalecerán aquellos destinados al financiamiento de la inversión productiva y a las actividades de comercio exterior.

Ya en junio de 2003 el Decreto N° 285 había establecido que el ingreso y egreso de divisas al mercado local y su negociación en el mismo debían ser objeto de registro ante el BCRA, fijando un plazo mínimo para que los capitales ingresados pudieran ser transferidos fuera del mercado local (plazo que, en mayo de 2005, fue extendido por el Ministerio de Economía y Producción a 365 días mediante la Resolución N° 292). Sin embargo, fue preciso modificar el Decreto N° 285/03 de forma tal de profundizar los instrumentos para el seguimiento y control de los movimientos de capital. En consecuencia, a través del Decreto N° 616⁽¹⁾ del 9 de junio de 2005 el Gobierno Nacional dispuso que:

1) todos los ingresos y egresos de divisas al mercado de cambios y toda operación de endeudamiento de residentes que pueda implicar un futuro pago en divisas a no residentes deben registrarse en el BCRA;

2) todo ingreso al mercado local de cambios derivado del endeudamiento con el exterior de los residentes en el país pertenecientes al sector privado (a excepción de las operaciones de financiación del comercio exterior y las emisiones primarias de títulos de deuda que cuenten con oferta pública y cotización en mercados autorregulados) debe pactarse y cancelarse en plazos no inferiores a 365 días corridos, cualquiera sea su forma de cancelación;

3) las operaciones alcanzadas por los requisitos fijados son: a) todo ingreso de fondos al mercado local de cambios originado en el endeudamiento con el exterior de personas físicas y jurídicas pertenecientes al sector privado, excluyendo los referidos al financiamiento del comercio exterior y a las emisiones primarias de títulos de deuda que cuenten con oferta pública y cotización en mercados autorregulados; y b) todo ingreso de fondos de no residentes cursados por el mercado local de cambios destinado a: tenencias de moneda local, adquisición de activos o pasivos financieros del sector privado (excepto la inversión extranjera directa y las emisiones de títulos y de deuda y de acciones que cuenten con oferta pública y cotización en mercados autorregulados) e inversiones en valores emitidos por el sector público que sean adquiridos en mercados secundarios;

4) las operaciones alcanzadas deben cumplir con los siguiente requisitos: i) los fondos ingresados al mercado de cambios local sólo pueden ser transferidos fuera del mercado local al vencimiento de un plazo de 365 días a contar desde su ingreso; ii) el resultado de la negociación de cambios de los fondos ingresados debe ser acreditado en una cuenta del sistema bancario local; iii) se debe constituir un depósito nominativo, no transferible y no remunerado, por el 30% del monto involucrado en la operación durante un plazo de 365 días; y, iv) el depósito debe ser constituido en dólares estadounidenses en las entidades financieras del país y no puede ser utilizado como garantía ni colateral de operaciones de crédito de ningún tipo.

Por las facultades otorgadas por el Decreto N° 616 y con el propósito de garantizar una evolución macroeconómica favorable, el Ministerio de Economía y Producción resolvió una serie de modificaciones al nuevo régimen aplicable

(1) El Decreto N° 285 y la Resolución N° 292 fueron derogadas por este Decreto.

al ingreso de divisas al mercado local de cambios. Los cambios fueron definidos a la luz de la importancia que tiene la expansión sostenida de los flujos de inversión real en el proceso de crecimiento en curso, y en virtud de las informaciones brindadas por el BCRA (organismo facultado para reglamentar y fiscalizar el cumplimiento del régimen) en cuanto al fuerte crecimiento registrado en junio en los ingresos brutos de residentes, con el posible efecto negativo sobre el mantenimiento de una paridad cambiaria competitiva. Asimismo, era preciso contemplar en el nuevo régimen el ingreso de fondos para la suscripción primaria de títulos del BCRA.

Por lo tanto, el 28 de junio de 2005 en su Resolución N° 365⁽²⁾, el Ministerio de Economía y Producción resolvió establecer que:

1) los ingresos cambiarios para la suscripción primaria de títulos para regulación monetaria emitidos por el BCRA quedan comprendidos en lo establecido en el Decreto N° 616;

2) están sujetos a los requisitos del Decreto N° 616 los ingresos cambiarios por ventas de activos externos de residentes del sector privado, cuando superan el equivalente a U\$S 2 millones por mes y por persona física o jurídica en el conjunto de las entidades autorizadas a operar en cambios. Asimismo, las personas físicas o jurídicas residentes del sector privado que efectúen ingresos cambiarios por ventas de activos externos, cuando superen los U\$S 50 mil por mes, deberán informar a la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) sobre la operación correspondiente. En cambio, están exceptuadas las repatriaciones de fondos externos de residentes formados con acceso al mercado de cambios para un destino específico, cuando esté destinada su aplicación a la cancelación de los servicios de deuda previstos en la norma cambiaria de constitución de dichos fondos.

3) están exceptuados de los requisitos del Decreto N° 616: i) los ingresos de endeudamiento con Organismos Multilaterales y Bilaterales de Crédito y con las Agencias Oficiales de Crédito; ii) los ingresos de endeudamientos financieros con el exterior, si están afectados simultáneamente a la compra de divisas para la cancelación de servicios de capital de deuda externa o formación de activos externos de largo plazo; y, iii) ingreso de endeudamientos financieros con el exterior del sector financiero y privado no financiero, si están destinados a la inversión en activos no financieros y contraídos y cancelados a una vida promedio del financiamiento no menor a los 24 meses (incluyendo en su cálculo los pagos de capital e intereses).

(2) Reglamentada por el BCRA a través de la Comunicación "A" 4.377 del 29 de junio de 2005.

Precios

- Al finalizar la primera mitad de 2005 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una suba del 9% anual, un aumento muy similar al que mostraba a fines del primer trimestre del año (9,1% anual).
- El IPC acumulado se incrementó sólo el 2% durante abril-Junio de 2005 -la mitad que en el trimestre anterior- en tanto que la inflación acumulada durante el primer semestre fue del 6,1%. Esto ocurrió básicamente por la disminución de la influencia de los factores estacionales y los precios regulados, a la vez que se alcanzaron acuerdos de precios sectoriales.
- Los precios internos mayoristas (IPIIM) aumentaron un 7,6 % anual, lo que implica una leve baja con respecto a fines del 2004. El Costo de la Construcción subió un 13,4% anual en el mismo período, continuando así con incrementos superiores a la de los dos índices principales (IPC e IPIIM)
- El tipo de cambio nominal (TCN) se mantuvo prácticamente constante y con muy baja volatilidad durante el último año.
- Los términos de intercambio cayeron un 12,2% durante el primer trimestre de 2005, debido a la disminución del 5,3% anual de las exportaciones y la suba del 7,7% de las importaciones. Junto con el retroceso de la segunda mitad de 2004, este indicador retorna a niveles similares a los de 2002

1. Introducción

En Junio de 2005 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una suba del 9% anual. De esta forma, la inflación minorista casi no experimentó cambios con respecto al trimestre anterior, ya que en Marzo de 2005 el incremento había sido del 9,1% anual. Sin embargo, el guarismo correspondiente al final de 2004 había resultado claramente inferior (6,1%), por lo que es todavía prematuro evaluar si la cifra del segundo trimestre corresponde a un cambio de la tendencia alcista anterior (y la baja proseguirá), o se trata en definitiva de una estabilización de la inflación en niveles cercanos a los actuales.

En el segundo trimestre el IPC (período Abril-Junio) acumuló una suba de 2%, la mitad que en el trimestre anterior. El peso de los factores estacionales y regulados –que había sido importante en el primer trimestre por los casos del turismo, los alimentos y la educación- disminuyó fuertemente, y por lo tanto esto indica que la inflación subyacente (o inflación núcleo) también ha caído. Por el contrario, en el primer trimestre de 2005 había habido un aumento acumulado del IPC del 4% (la mayor suba trimestral en dos años y medio), aunque una cuarta parte del mismo estuvo explicado por factores estacionales y por ajustes en ciertos precios regulados. El Gráfico 1 muestra la evolución de la inflación anual en los últimos 8 trimestres.

Puede observarse que la disminución del último trimestre aún deja la inflación anual a junio pasado levemente por encima de la pauta superior del programa monetario del BCRA (8%), si bien aún continúa dentro del rango de inflación previsto por la administración económica para el corriente año (algo superior al 10% anual), un nivel compatible con una fuerte expansión del PIB, del nivel de empleo y la esperada corrección de algunos precios relativos. Para concluir el año en 8% interanual en el mes de diciembre, la inflación mensual promedio del segundo semestre debería ser del 0,3%, lo cual a esta altura resulta de muy difícil cumplimiento. Por otra parte, para cumplir con la pauta más modesta de poco más del 10% anual, la inflación durante la segunda parte del año debería promediar en torno del 0,7% mensual.

La evolución del IPC trimestral anualizado (promedio móvil) constituye un “proxy” de la tendencia inflacionaria de corto plazo. Desde mediados de 2003, cuando había alcanzado un valor nulo, este indicador mostró tendencia a crecer (Gráfico 2). Si bien entre junio y noviembre de 2004 hubo una desaceleración temporaria, llegando a caer a niveles del 5% anual, hacia principios de 2005 repuntó claramente, hasta valores superiores al 12% anual. Sin embargo, entre abril y junio disminuyó nuevamente, para volver a niveles próximos al 10% anual, levemente mayores todavía a los de la segunda mitad de 2004.

Gráfico 1
Tasa de variación anual del IPC – GBA
Al final de cada trimestre



La reciente desaceleración en la tasa de crecimiento de los precios en 2005 tuvo su origen, principalmente, en la atenuación de las causas de naturaleza transitoria que la habían impulsado a principios de 2005. Las principales variables explicativas que operan sobre el ritmo de aumento del IPC pueden clasificarse en: a) subas de precios estacionales; b) subas de precios directamente regulados, o indirectamente autorizados por el Gobierno; c) crecimiento de la demanda real; d) recomposición de precios relativos (en realidad, un efecto de los incrementos de demanda). A continuación se señalan los principales factores obrantes en cada caso:

a) Los factores de estacionali-

dad, que durante el primer trimestre habían afectado el comportamiento de rubros como Turismo (temporada estival) y alimentos (frutas y verduras), se revirtieron en el segundo trimestre. En cifras, los precios estacionales habían aumentado 3,5% entre diciembre de 2004 y marzo de 2005, mientras que en el segundo trimestre incluso cayeron 0,8%. En segundo término, la suba de los costos de la Educación (cuotas de los colegios privados) y de la medicina prepaga, que tienden a ajustarse a principios de año, fueron mucho menores en el segundo trimestre de 2005.

b) En menor medida, los incrementos de los precios regulados fueron levemente inferiores en el segundo trimestre que a principios de 2005. Hubo ajustes en las tarifas de electricidad y gas en el caso de los grandes usuarios, y ajustes indirectos de menor magnitud en las respectivas tarifas domiciliarias (por los programas públicos implementados para la reducción de consumos, frente a un consumo que se mantuvo constante); también una leve suba en el GNC para los automovilistas. Por su parte, el índice de precios del grupo "Resto IPC" (sin precios estacionales ni regulados) también muestra una desaceleración (desde 4,6% en el primer trimestre de 2005 hasta 2,5% en el segundo), lo cual reflejaría una tendencia a la baja de la inflación núcleo. Cabe destacar la influencia positiva de los acuerdos de precios firmados por la Subsecretaría de Política Económica, que se implementaron en los casos de la carne, los lácteos, los pollos y otros, con un conjunto representativo de entidades comerciales minoristas. Estos acuerdos, si bien con una vigencia temporal acotada, contribuyeron a deshacer las expectativas alcistas que habían aparecido en el primer trimestre.

c) Con respecto a la demanda real, en la primera mitad de 2005 la suba del PIB se habría moderado con relación al segundo semestre de 2004 (en términos desestacionalizados). Por el lado de la demanda externa, si bien hubo caídas de los precios internacionales de *commodities* exportadas por el país frente a los precios prevalecientes el año pasado, se registraron sin embargo crecientes niveles de exportación. El Índice de precios de las Materias Primas (IPMP) que elabora el BCRA (con las *commodities* agrícolas e industriales que exporta Argentina), registra en lo que va del año una caída del 10% promedio (en pesos) con relación a su valor de la primera mitad de 2004; no obstante, en el segundo trimestre de 2005 el IPMP volvió a recuperarse frente a sus valores de enero-marzo. Si bien el petróleo volvió a subir en el exterior (el crudo WTI de referencia para Argentina alcanzó los US\$ 60 por barril en Junio), en el mercado interno su precio se mantuvo, debido a las retenciones móviles a las exportaciones que había establecido el Gobierno un año atrás.

d) Desde la devaluación del año 2002 se produjeron fuertes subas en los precios relativos de los bienes frente a los servicios. Esto se reflejó en una suba muy superior del IPIM (integrado exclusivamente por bienes) frente al IPC (donde predominan los servicios). Como consecuencia, la relación entre los índices IPC e IPIM, con base 100 en 2001, se encuentra todavía en un nivel de 68, históricamente bajo, afectando los márgenes de comercialización minorista de ciertos sectores y los salarios en general. Esto también se observa en el propio IPC, donde los bienes han acumulado una brecha positiva sobre los servicios del 42% desde el fin de la Convertibilidad. Con la recuperación de la economía hay un proceso de recomposición paulatina de los precios de los servicios. Dicho proceso se acentuó en los primeros meses de 2005, observándose cierta recuperación de márgenes de precios minoristas y en los salarios del sector privado formal, lo que impulsa temporalmente al alza la tasa de inflación. En el mediano plazo esta evolución debería continuar en gran parte de los servicios no regulados, en los salarios (en particular los del sector público nacional y provincial y los del sector informal), las jubilaciones (exceptuando las mínimas), ciertas tarifas de servicios públicos privatizados y del transporte público de pasajeros.

Gráfico 2
Tendencia del IPC Anual
Promedio trimestral móvil anualizado



Adicionalmente, cabe destacar que el mantenimiento de un tipo de cambio nominal estable durante la primera mitad de 2005 –lo que significó sostener un tipo real competitivo, elemento central de la actual política económica- implicó fuertes compras de divisas por parte del BCRA (hasta el mes de junio). Esto fue debido en parte a razones de estacionalidad de la oferta de divisas -la venta de la cosecha de cereales y oleaginosas se concentra durante el segundo trimestre- y también porque, desde el cuarto trimestre de 2004 se revirtió la salida de capitales que había caracterizado a todo el período post-default. De esta forma, en el último año el BCRA realizó compras del orden de los US\$ 9.000 millones. A fin de cumplir con el Programa Monetario, la resultante expansión monetaria hubo de ser compensada mediante distintos mecanismos de absorción y regulación del mercado de divisas, lo que sin embargo dejó margen para un crecimiento del circulante del orden del 25% anual. Durante el último año, también la Tesorería ha estado contribuyendo a las compras de divisas con fondos provenientes del elevado superávit fiscal (que es récord histórico), tarea a la cual se ha sumado hasta el propio Banco de la Nación Argentina.

Por todo lo expuesto, era previsible esperar cierta aceleración del IPC como la observada en la primera mitad de 2005. De este modo, parte de ese impulso refleja básicamente cierta inflación de demanda, en un contexto de crecimiento del PIB real y del empleo, manteniendo a la vez el superávit externo. Este desarrollo va acompañado por un proceso -aún en curso- de recomposición de salarios y precios de servicios, que van acomodándose a nuevos niveles de equilibrio. Por el contrario, en 2002 la inflación había respondido principalmente a un fenómeno de suba de costos, tras la fuerte devaluación del peso, que se trasladó sólo parcialmente a los precios.

En este marco, el escenario previsto para este año es que la tasa de inflación resulte superior a la de 2004, para probablemente ubicarse por encima de la banda superior del programa monetario del BCRA (8% anual) pero en línea con la pauta de la administración económica (hasta 11% anual). Al respecto, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que elabora el BCRA mediante encuestas al sector privado, pronosticaba a principios de julio una inflación minorista del 10,3% anual para el año 2005.

Cabe recordar las condiciones que actualmente previenen una aceleración significativa del ritmo de aumento de los precios:

a) están desactivados los mecanismos indexatorios generalizados; b) la demanda de dinero continúa creciendo, si bien a tasas más moderadas que las registradas en los años previos; c) no se observan problemas de oferta agregada, si bien podrían existir presiones en sectores industriales que están trabajando cerca del límite de su capacidad, como la energía y ciertas industrias de insumos; d) el muy alto superávit de las cuentas públicas es un factor marcadamente contracíclico, que compensa los efectos de una política monetaria activa; e) la economía todavía opera con niveles importantes de desempleo.

Ante la aparición de presiones adicionales a la baja del tipo de cambio, se están aplicando instrumentos para controlar la expansión monetaria. Entre éstos cabe señalar la cancelación anticipada de redescuentos otorgados a la banca tras la crisis de 2001, las licitaciones de Lebac y Nobacs, la suba de las tasas de interés de corto plazo y la reciente imposición de un encaje no remunerado del 30%

Cuadro 1

Indices de precios

Tasas de variación anual en % (1)

Período	IPC	IPIM	Combinado (2)	IPIB	IPP	Costo Construcción	Precios Implícitos PIB
I - 03	31,7	62,2	46,5	64,2	66,2	26,9	31,0
II - 03	10,2	8,1	9,2	8,3	10,1	11,8	9,3
III - 03	3,5	-2,9	0,3	-2,9	-2,3	6,6	2,7
IV - 03	3,7	2,0	2,8	0,7	2,0	9,2	5,0
I - 04	2,3	3,4	2,8	3,3	4,8	13,9	7,9
II - 04	4,9	8,6	6,7	8,6	9,0	16,9	10,9
III - 04	5,9	11,2	8,5	11,4	11,4	13,7	10,0
IV - 04	6,1	7,9	7,0	7,7	6,7	11,8	7,9
I - 05	9,1	8,5	8,8	8,4	7,5	12,5	7,0
II - 05 (*)	9,0	7,6	8,3	7,6	7,5	13,4	n.d.

(1) Tasas de variación anual al final de cada período.

(2) El índice de precios combinado se construye a partir del promedio simple de las tasas de variación mensual del IPC e IPIM.

(*) Datos provisorios.

Fuente: INDEC.

(más un plazo mínimo de un año de permanencia) al ingreso de fondos especulativos provenientes del exterior (ver capítulo de Dinero y Bancos).

En otro orden, en junio de 2005 el tipo de cambio nominal (TCN) frente al dólar se ubicó en los \$ 2,87, esto es un 2% más bajo que en Junio del año anterior. Durante el segundo trimestre el promedio del TCN resultó también de \$ 2,874, esto es 0,4% inferior al valor correspondiente al mismo trimestre del año anterior. La marcada estabilidad del tipo de cambio nominal desde principios de 2003, en un escenario externo de pérdida de valor del dólar (hasta principios de 2005), contrastó con el comportamiento de otras monedas de la región que se revaluaron (el caso más importante fue Brasil, pero también sucedió en Chile, Uruguay, Colombia y Perú). En ese contexto, los precios internos mayoristas (IPIM) registraron en junio de 2005 un aumento del 7,6% anual, levemente menor al alza acumulada a fines de 2004. Por su parte, el Costo de la Construcción (ICC) subió un significativo 13,4% anual a mediados del corriente año, y superó su alza correspondiente a 2004. En el caso del IPIM, contribuyó a la suba el comportamiento de los productos manufacturados (mayormente sustitutos de las importaciones), que crecieron levemente por encima del índice general; también la recuperación del nivel de actividad y el mantenimiento de un TCR competitivo. Por su parte, el aumento del ICC estuvo en parte explicado por el alza de la inversión en construcciones residenciales, si bien recientemente este fenómeno se atenuó debido a que los precios de los inmuebles se estabilizaron, mientras los costos continuaron subiendo. En el Cuadro 1 puede observarse la evolución comparada del IPC y de los otros precios de la economía.

2. Índice de Precios al Consumidor

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el Gran Buenos Aires aumentó 9% anual en la primera mitad de 2005, un incremento que se descompone en un alza del 8% promedio de los bienes y un 10,6% promedio de los servicios. Así, la inflación minorista continuó registrando valores anuales moderados, y compatibles con la fuerte recuperación del PIB. El incremento del IPC en el primer trimestre alcanzó al 4% (el mayor incremento trimestral en 2 años y medio), mientras que por el contrario en el segundo trimestre fue de sólo 2%. Sin embargo, la inflación anual casi no varió, ya que en Marzo de 2005 registraba 9,1% anual. En el Gráfico 3 se destaca la suave aceleración del IPC en 2005 frente a la segunda mitad de 2004. Es interesante señalar que el aumento del segundo trimestre resultó inferior al del mismo período de 2004.

La incidencia de cada categoría de precios en las variaciones del IPC tuvo recientemente un comportamiento variable. En el primer trimestre de 2005 los grupos estacionales y regulados habían explicado 18% del incremento del índice general, mientras que entre los meses de abril y junio de este año explicaron sólo 10% del alza del índice general (Gráfico 4). En los últimos 12 meses la categoría "Resto IPC" (o inflación subyacente) ha explicado 81% del aumento del IPC, mientras que la menor parte correspondió a los grupos estacionales y regulados. Así, la tasa de inflación del grupo "Resto IPC" al mes de junio pasado se ubicó en 10,2% anual, un punto superior al nivel general del IPC.

Se considera que hubo estadísticamente aumentos de precios si las variaciones positivas superaron el 0,1% mensual. De este modo se mide el grado de difusión de los aumentos entre todas las variedades de bienes relevados por INDEC. Entre los meses de Septiembre de 2004 hasta Marzo último, el grado de

Gráfico 3
IPC trimestral
Variación porcentual acumulada en cada trimestre



Gráfico 4
Incidencia en las variaciones mensuales del IPC-GBA
según categoría
 En %

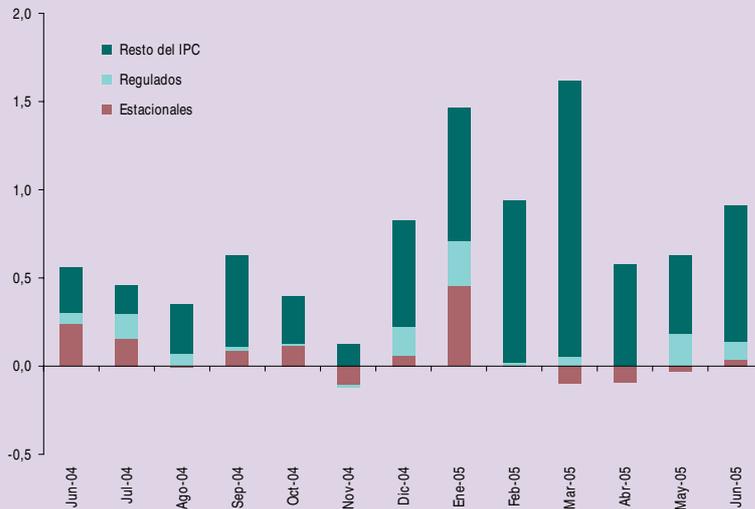
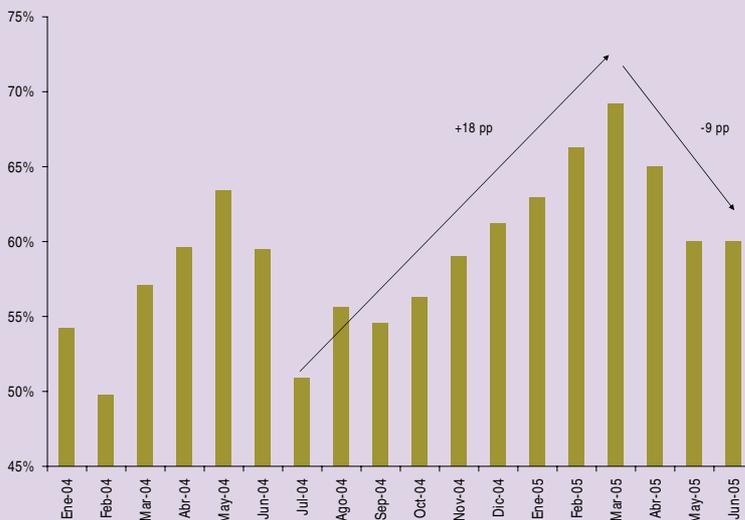


Gráfico 5
Difusión de los Aumentos en el IPC (excl. estacionales y regulados)
 Porcentaje de variedades de Resto IPC con aumentos mayores a 0,1%



En nuestro país, considerando los aumentos de precios acumulados desde la caída de la Convertibilidad hasta junio de 2005, se destaca la desproporción existente entre las magnitudes de la inflación minorista (65%), la inflación mayorista (148%) y la

difusión había crecido sistemáticamente, llegando a más de dos tercios del total de bienes y servicios de la encuesta. Por el contrario, en el segundo trimestre la difusión de los aumentos cayó, en línea con la moderación de las presiones inflacionarias, hasta niveles cercanos al 60%. En el Gráfico 5 se representa la difusión de los aumentos de precios.

A efectos de completar el análisis de la evolución de precios poniéndolo en el marco de la coyuntura internacional, en el Cuadro 2 se presentan las tasas anuales de inflación minorista y mayorista de la Argentina y de sus principales socios comerciales. En Brasil el IPC en el primer trimestre de 2005 registró un alza del 7,5%, cifra muy similar a la del año anterior. Por su parte, la tasa de inflación mayorista continuó bajando notablemente frente a la de principios de 2003, a lo que contribuyó la fuerte apreciación del real. Más recientemente, en junio el IPC brasileño no registró variación, por primera vez en 2 años. En Estados Unidos la inflación minorista en Marzo de 2005 acumuló 3,1% anual, debido en parte a la depreciación del dólar frente al euro (un hecho que posteriormente comenzó a revertirse), manteniéndose no obstante los desequilibrios fiscal y externo de la economía norteamericana. Los precios mayoristas subieron 4,9% anual, acusando el impacto de la fuerte suba del petróleo y otras *commodities*. En Europa la inflación se mantuvo sin grandes cambios frente a fines de 2004, cayendo levemente la minorista (ante la desaceleración del crecimiento) y subiendo la mayorista hasta el 4,2% anual. Finalmente en Ja-

En nuestro país, considerando los aumentos de precios acumulados desde la caída de la Convertibilidad hasta junio de 2005, se destaca la desproporción existente entre las magnitudes de la inflación minorista (65%), la inflación mayorista (148%) y la

suba del tipo de cambio nominal frente al dólar (187%). En estos 3 años y medio, la relación entre los índices de precios mayoristas y minoristas (con base 1 a fines de 2001), subió hasta aproximadamente 1,5, y la relación entre el tipo de cambio con el dólar y el IPC creció hasta 1,75. Esto significó un fuerte cambio de los precios relativos vigentes en la década del '90. El efecto de la depreciación nominal del peso sobre la inflación minorista (conocido como "pass through") ha sido, desde la devaluación hasta la fecha, notablemente bajo: llegó sólo al 34% del total. Sin embargo, en el último año ese cociente ha crecido 8 puntos porcentuales, mostrando que los precios relativos continúan reacomodándose, si bien de modo gradual. De esta forma, la devaluación de 2002 terminó por parecerse más a la de Brasil de 1999 que a las anteriores experiencias argentinas. Cabe destacar que en Brasil, si bien en un período de aproximadamente el doble (6 años y medio contra 3 años y medio en Argentina) y dentro de un contexto macro bastante diferente, como consecuencia de la reciente revaluación del real el *pass through* minorista ya supera el 70% desde la devaluación de 1999 (Gráfico 6).

La evolución comparativa de los dos principales índices de precios (IPC e IPIM) muestra nítidamente la brecha producida entre los aumentos de precios mayoristas y minoristas durante 2002. Por el contrario, desde fines de 2003 ambas tasas mostraron una clara tendencia a converger. Como consecuencia, tras el derrumbe de la Convertibilidad hubo un fuerte cambio de precios relativos a favor de los mayoristas, donde los bienes tienen mucha mayor incidencia que en el IPC. La dispar evolución entre los precios minoristas y los mayoristas ha hecho caer el cociente IPC/IPIM en un tercio

Cuadro 2
Tasas de inflación comparadas
Variación anual, en % (1)

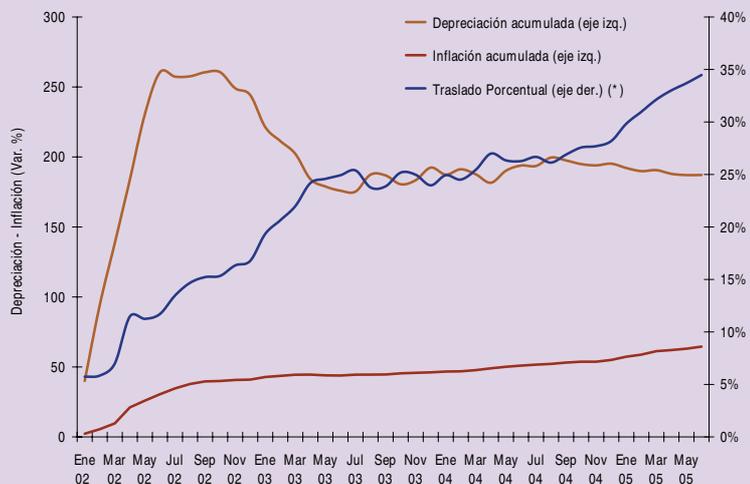
Período	PRECIOS AL CONSUMIDOR					
	Argentina	Brasil	Chile	EEUU	Eurozona	Japón
II Trim. 03	10,2	14,9	2,7	2,2	2,0	-0,4
III Trim. 03	3,5	13,5	2,2	2,3	2,2	-0,2
IV Trim. 03	3,7	9,3	1,5	1,9	1,9	-0,2
I Trim. 04	2,3	6,0	-0,7	1,7	1,3	-0,1
II Trim. 04	4,9	6,1	1,1	3,3	1,6	-0,1
III Trim. 04	5,9	6,7	1,5	2,5	2,2	-0,2
IV Trim. 04 (*)	6,1	7,6	2,4	3,3	2,4	0,0
I Trim. 05	9,1	7,5	2,5	3,1	2,2	0,0
Período	PRECIOS MAYORISTAS					
	Argentina	Brasil	Chile	EEUU	Eurozona	Japón
II Trim. 03	8,1	33,6	9,0	2,7	1,4	-0,1
III Trim. 03	-2,9	22,8	4,5	3,6	1,1	-0,1
IV Trim. 03	2,0	6,3	3,5	2,9	0,6	-0,2
I Trim. 04	3,4	3,6	6,7	1,4	0,4	0,2
II Trim. 04	8,6	11,8	5,2	4,0	2,3	1,5
III Trim. 04	11,2	14,2	4,8	3,5	3,0	1,8
IV Trim. 04 (*)	7,9	12,1	7,8	4,3	3,6	1,8
I Trim. 05	8,5	11,2	8,5	4,9	4,2	1,9

(1) Tasas de variación anual al final de cada trimestre

(*) Datos provisionarios

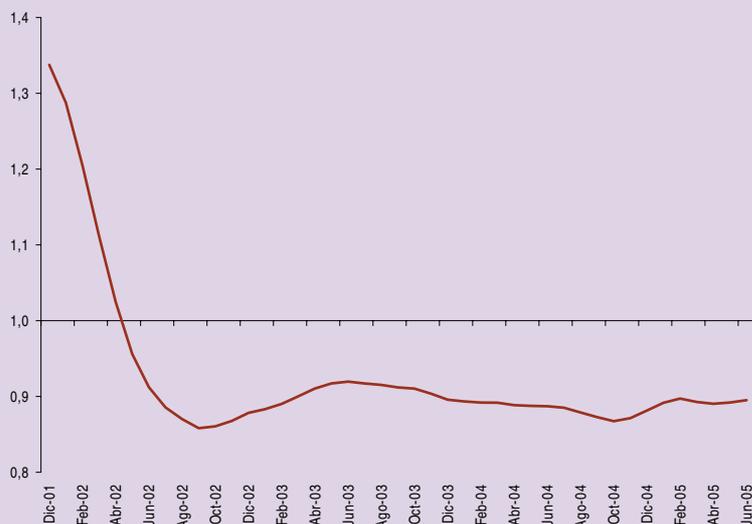
Fuente: FMI y The Economist.

Gráfico 6
Efecto de la Depreciación del Peso sobre la Inflación Minorista



(*) Relación porcentual entre la Inflación minorista y la Depreciación nominal

Gráfico 7
Precios Relativos IPC / IPIM
Base Abril 1991 = 1



Cuadro 3
Tasas de Variación Anual del IPC por capítulos (en %) (1)

Capítulo	Pond. (%) (2)	I 04	II 04	III 04	IV 04	I 05	II 05
Alimentos y Bebidas	31,3	1,8	6,5	7,3	6,1	10,4	9,1
Indumentaria	5,2	6,3	5,2	8,4	9,7	10,5	11,2
Vivienda	12,7	3,3	4,0	5,1	5,3	8,9	13,1
Equipamiento del hogar	6,6	-0,1	2,0	3,9	5,8	8,1	8,4
Salud	10,0	3,3	4,3	5,0	5,5	6,5	6,5
Transporte y Comunicaciones	17,0	0,2	1,6	2,4	2,8	4,3	4,8
Esparcimiento	8,7	2,2	4,6	7,5	8,1	12,5	9,5
Educación	4,2	3,2	4,9	6,8	7,3	11,9	15,3
Bienes y servicios varios	4,4	7,3	12,8	7,6	11,7	13,8	11,3
NIVEL GENERAL	100,0	2,3	4,9	5,9	6,1	9,1	9,0

(1) Tasas de variación anual al final de cada período.

(2) Ponderación correspondiente a la Base 1999=100

Fuente: INDEC.

de su valor entre fines de 2001 y mediados de 2005, ubicándose actualmente incluso 10% por debajo del nivel que tenía al principio de la Convertibilidad. La caída se verificó hasta 2002, y luego insinuó cierta tendencia a revertirse paulatinamente. Cabe aclarar que, en el nuevo escenario macroeconómico, es de esperar que los precios minoristas no recuperen –ni en el mediano plazo– su valor relativo frente a los mayoristas de fines de la década pasada; si bien entretanto la economía continúa creciendo la razón IPC/IPIM todavía debería aumentar, hasta alcanzar un nuevo equilibrio (Gráfico 7).

Analizando la composición del IPC, en el Cuadro 3 se observa que en el último año hubo subas leves en todos los componentes que lo integran, si bien de distinta magnitud. Al promediar 2005, el capítulo de Alimentos y Bebidas (el de mayor ponderación e impacto social), ha experimentado un incremento similar al promedio (9,1% anual). Dentro de este capítulo, se destacaron las subas en carnes (15% anual), quesos (11%), infusiones (10%), bebidas no alcohólicas (9%), y en especial los alimentos consumidos fuera del hogar (bares, restaurantes y servicios de delivery), que aumentaron 17%. Otros rubros, por el contrario, experimentaron caídas, tales como las verduras (-6%), harina, arroz y otros cereales (-1%); y otros prácticamente no variaron (las frutas).

En junio de 2005, superando el incremento del nivel general del IPC, se ubicaron los capítulos de Educación (15,3% anual, en particular debido al aumento de

las cuotas de los colegios privados y otros establecimientos de enseñanza), la Vivienda (13,1% anual, debido al aumento del rubro de alquileres -que acumula un crecimiento superior al 6% desde principios de 2005- y más recientemente por el alza de las expensas, ante los aumentos otorgados a los encargados de edificios y la suba del costo de las reparaciones), Indumentaria (11,2% anual) y Bienes y Servicios Varios (11,3%) -debido a la fuerte suba de los cigarrillos (30%)-. Por el contrario, las menores alzas se anotaron en Transporte y Comunicaciones (4,8%), porque la mayoría de las tarifas continuaron nominalmente fijas, y en el rubro de Salud hubo un alza moderada (6,5%), en particular debido al comportamiento estable de los medicamentos y

accesorios. El Programa de Uso Racional de Energía elevó el costo de la electricidad en cerca del 20% en el segundo trimestre, ya que el consumo se mantuvo relativamente inalterado con respecto al año pasado. Hacia el futuro la recomposición de precios probablemente continúe; en el caso de los alquileres, en la medida en que esos precios aún no han reflejado toda la suba del valor de los inmuebles desde 2003 a la fecha, mientras aumenta la demanda de viviendas; en otros casos (tarifas domiciliarias y de transporte de pasajeros), ante la prevista renegociación de los contratos de concesión y privatización; y en los servicios no regulados, acompañando al crecimiento de la demanda.

Analizando los precios relativos en el IPC, en el Gráfico 8 se observa que, en junio de 2005 y con relación al año anterior, subieron en forma más moderada los precios de los bienes (8%) que los de los servicios (10,6%). Entre estos últimos, la diferencia fue marcada entre los servicios privados, que se incrementaron 12,8% anual, mientras que los servicios públicos, cuyas tarifas se encuentran reguladas por el Estado, aumentaron sólo 4%.

Como consecuencia, en el último año (hasta junio de 2005) continuó subiendo la relación de precios entre servicios privados y bienes (4,6%), aunque siguió deteriorándose la relación entre servicios públicos y bienes (-3,7%), invirtiéndose así el comportamiento que había caracterizado a los últimos años de la Convertibilidad. Desde la devaluación del peso, los bienes han aumentado más rápidamente, mientras que por el contrario los servicios quedaron rezagados. Dentro de los servicios, los públicos registraron -desde la devaluación hasta la fecha- una caída relativa del orden del 20% frente a los servicios privados (Gráfico 9).

Gráfico 8
IPC - Bienes y Servicios
Base 1999 = 100

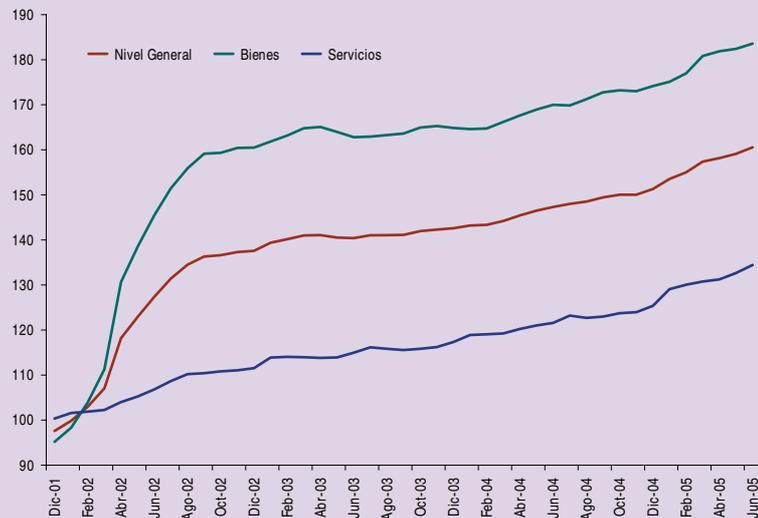
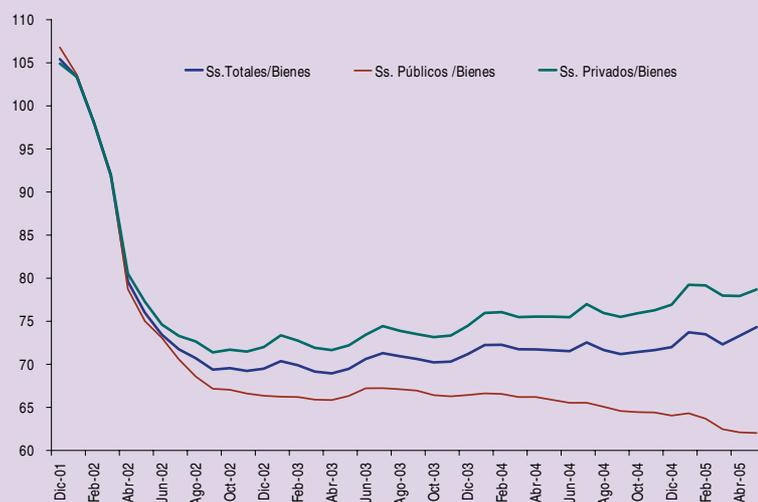


Gráfico 9
Precios relativos en el IPC – Bienes, Servicios Privados y Públicos
Indices base 1999 = 100



3. Índice de Precios Mayoristas

El Índice de Precios Internos Mayoristas (IPIM) aumentó 7,6% anual (a junio de 2005), debido principalmente a la recuperación de

Cuadro 4

Sistema de índices de precios mayoristas

Tasas de variación, en % (1)

Período	Nivel General	Productos Nacionales			Productos Importados
		Total	Primarios	Manufacturados y Energía Eléctrica	
I - 03	62,2	64,1	88,0	57,5	44,8
II - 03	8,1	10,5	12,0	10,0	-13,5
III - 03	-2,9	-1,5	-10,8	1,9	-16,4
IV - 03	2,0	3,3	1,4	3,9	-11,4
I - 04	3,4	4,1	4,4	4,0	-4,9
II - 04	8,6	8,7	10,3	8,2	6,6
III - 04	11,2	11,5	16,0	10,1	7,2
IV - 04	7,9	7,9	1,4	10,2	7,1
I - 05	8,5	8,7	5,7	9,7	5,8
II - 05 (*)	7,6	8,1	9,6	7,7	1,0

(1) Tasas de variación anual al final de cada período.

(*) Datos provisorios.

Fuente: INDEC.

la demanda agregada, liderada por la Industria. En concordancia con ese ritmo de aumento, durante 2004 el IPIM había subido de forma similar (7,9% anual). Las subas del último año fueron prácticamente idénticas para el grupo de los productos nacionales (8,1% anual en junio de 2005) que para el índice general. Entre los productos nacionales, las diferencias fueron algo mayores entre el incremento de los productos primarios (9,6%, debido a la reciente recuperación de los precios internacionales en el segundo trimestre de 2005); y la recuperación de la energía y los bienes manufacturados (7,7%). La mayoría de estos últimos son sustitutos de las importaciones, que se beneficiaron tanto de la recuperación de la demanda doméstica y la suba de la demanda externa, como del mantenimiento de un tipo de cambio real competitivo. Por su parte, los productos importados experimentaron un incremento prácticamente nulo (1% anual), ante la estabilidad del tipo de cambio (Cuadro 4).

En una perspectiva de largo plazo, en los tres años y medio transcurridos desde la devaluación del peso hasta junio de 2005, los precios mayoristas han aumentado aproximadamente 148%, alcanzando el *pass through* mayorista cerca del 80%. En el caso de los productos manufacturados nacionales (que son los que principalmente compiten con las importaciones), el *pass through* acumulado resultó marcadamente menor (67%). Esto sucedió debido a que la mayoría de las manufacturas nacionales son imperfectamente transables, y además los productores locales eligieron una estrategia de recuperar parte del mercado interno, que habían resignado en los últimos años de la década del '90. Este menor incremento relativo significó un aumento de la competitividad-precio de la producción nacional frente a la extranjera. Los costos de la industria han aumentado en general menos que sus precios: los salarios industriales según INDEC han subido 68% desde 2001 hasta el primer trimestre de 2005, contra un incremento del IPIB (sin impuestos) manufacturero del 126% en ese lapso. De este modo creció la rentabilidad del sector, revirtiéndose la tendencia que se manifestaba en la década del '90. Este aumento de la rentabilidad permitió que la industria liderara la recuperación del PIB del último bienio.

Con respecto a la evolución del IPIM, puede observarse: a) una tendencia estable en 2003, derivada en parte del hecho de que el tipo de cambio nominal retrocedió 20% entre Junio de 2002 y Junio de 2003; y b) una etapa alcista desde principios de 2004 que se atenuó en 2005. Cabe destacar que a diferencia del IPC, en el primer semestre de 2005 la suba del IPIM fue similar a la de la segunda mitad de 2004, esto es, la inflación mayorista no se aceleró recientemente. El alza del IPIM se concentró en el último año entre los productos manufacturados, y en segundo término en los importados. Así, tendió a cerrarse la brecha entre la evolución de los precios de los productos manufacturados nacionales y los importados en el último año, mientras que también cayó el cociente entre los productos primarios (mayormente exportables) y los industriales (mayormente sustitutos de las importaciones) (Gráfico 10).

El primer indicador (productos manufacturados nacionales / importados) representa la competitividad-precio de la producción industrial nacional, que si bien ha caído en los últimos 2 años, se ubica aún en niveles superiores a los de la década del '90. El indicador "productos primarios / industriales" refleja parcialmente la mayor rentabilidad relativa del sector agroexportador y minero frente al productor de manufacturas locales. Este indicador, que había subido en 2003 por la fortaleza de la demanda ex-

terna de *commodities*, en 2004 y la primera mitad de 2005 se estabilizó (Cuadro A4.5 del Apéndice Estadístico).

Evaluated en junio de 2005, los productos primarios que registraron mayores aumentos anuales fueron el petróleo y el gas (22% promedio), debido a la suba internacional de la energía, en particular durante la segunda mitad de 2004. Luego se ubicaron los productos pesqueros (19% anual) y los minerales no metalíferos (16%). En contraposición, los productos agropecuarios prácticamente no variaron en el último año, siguiendo la misma tendencia de los precios internacionales. En el último año se autorizó, por primera vez desde la devaluación, un aumento significativo en el precio mayorista de la electricidad, que acumula 26% de suba en junio de 2005, distribuido en varias etapas. En cuanto a los productos importados, a mediados del año 2005 registraron una variación mínima del orden del 1% anual; no obstante, sus precios aún resultan 7% inferiores a los de fines de 2002, debido al retroceso del tipo de cambio nominal en ese intervalo.

Gráfico 10

Componentes del IPIM

Productos Primarios, Manufacturados e Importados - Base 2001=100



Los precios de las manufacturas nacionales aumentaron 7,5% anual en junio de 2005. Se destacaron los sectores de tabaco (29% pues esta industria fue autorizada a aumentar los precios para recomponer márgenes) y los productos de madera excepto muebles (24%). También experimentaron alzas de dos dígitos los metales básicos (15% anual, un sector que se encuentra produciendo cerca del límite de su capacidad instalada), productos de caucho y plástico (13%), máquinas y aparatos eléctricos (11%) -este fue un sector que aumentó sus exportaciones-, muebles y maquinaria y equipos (11% en ambos casos). Los únicos sectores que mostraron bajas fueron Impresiones y Reproducción de Grabaciones (-5% anual), equipos y aparatos de radio y TV (-4%) y productos textiles. En términos generales, si bien tras la devaluación aumentó la competitividad de la industria, lo hizo más en los sectores que utilizan relativamente pocos insumos importados (Cuero y Calzado, Textiles y Confecciones, Madera y Muebles, Alimentos y Bebidas, Maquinaria y Equipos) (Cuadro A4.9 del Apéndice Estadístico).

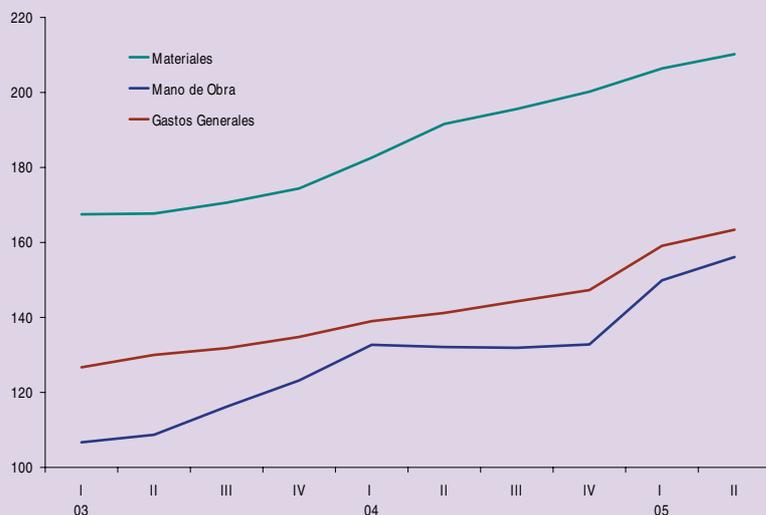
El Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor (IPIB), que excluye a los impuestos contenidos en el IPIM, subió 7,6% anual en junio de 2005. Por su parte, el Índice de Precios Básicos del Productor (IPP), que representa sólo a los bienes producidos en el país, avanzó 7,5% en ese mismo período. Las variaciones de sus rubros fueron en ambos casos similares a las del IPIM, observándose las mayores subas, en el último año, entre los productos manufacturados.

4. Costo de la Construcción

El Costo de la Construcción en el Gran Buenos Aires (ICC) subió 13,4% anual en el mes de junio de 2005. De esta forma, como ya había sucedido en 2003 y en 2004, el ICC volvió a superar los incrementos registrados tanto por el IPC como por el IPIM. Las razones fueron los aumentos en los materiales de construcción y principalmente los aumentos de salarios decretados por el Gobierno –incluso las subas del salario mínimo, vital y móvil–, que fueron incorporados a los básicos de convenio durante los últimos meses.

Entre los componentes del ICC, el mayor incremento correspondió al capítulo de Mano de Obra (18,2% anual), en particular por

Gráfico 11
Costo de la Construcción en el Gran Buenos Aires
 Índices (1993 = 100)



los aumentos de salarios decretados por el Gobierno y por la efectivización parcial de los trabajadores en situación informal. El 96% de esa suba correspondió a la primera mitad de 2005, cuando esos aumentos entraron en vigencia. Cabe destacar el hecho de que, dentro de este capítulo, los índices correspondientes al rubro “Mano de Obra asalariada” —en general personal afectado a las empresas de construcción en forma permanente y que constituye empleo formal regularizado- registran un índice de salarios un 50% superior al de “Subcontratos de Mano de Obra”, un rubro que engloba a los trabajadores de construcción eventuales, donde el trabajo no registrado es de mucho mayor importancia.

El capítulo de Materiales, que a los precios actuales representa un 53% de la canasta del ICC, aumentó en junio pasado 9,7%

anual. Esto significa que Materiales tiene ahora una ponderación 7 puntos porcentuales mayor que la del año base de 1993. Los precios de los materiales importados, o bien fabricados con insumos importados, y los que son derivados del petróleo, siguieron con cierta diferencia la evolución del tipo de cambio, mientras que los restantes materiales subieron en general por la fuerte expansión del sector y la recuperación de los márgenes de los productores. Finalmente, los Gastos Generales -que incluyen rubros diversos previos al inicio de obra- aumentaron 15,7% anual en junio de 2005.

De esta forma, en el último año el alza del ICC volvió a superar (como en 2003 y 2004) a los demás índices de precios, hecho en parte explicado por el aumento de la inversión en el sector, en un contexto macroeconómico donde la inversión en otros sectores no se estima aún tan rentable. Los precios de las propiedades en Buenos Aires y otras grandes ciudades recuperaron la mayor parte de la caída sufrida tras la devaluación, justificando así un nuevo auge del negocio de la vivienda. La distinta variación de sus rubros desde la devaluación del peso a la fecha, significó que el precio relativo de la Mano de Obra frente a los Materiales resulte hoy 23% inferior al valor promedio registrado en 2001 (Gráfico 11 y Cuadro A4.8 del Apéndice Estadístico).

5. Precios del Producto Interno Bruto

El Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB del primer trimestre de 2005 (incluyendo los impuestos indirectos), se incrementó 7% anual, una magnitud levemente inferior a la mostrada durante el trimestre anterior. Por otra parte, de acuerdo a las cifras revisadas del INDEC, el año 2004 cerró con un aumento promedio del indicador del 9,3%, muy similar a la cifra correspondiente a 2003. En una comparación de largo plazo, el ritmo de aumento del IPI en el último bienio fue de magnitud comparable a la de los años 1992 y 1993, cuando también se había verificado una fuerte expansión de la economía.

De acuerdo a la evolución de los últimos meses, se estima que en el segundo trimestre de 2005 el aumento del indicador resultaría de magnitud similar al recientemente observado.

En el primer trimestre de 2005, los precios implícitos correspondientes a los sectores productores de bienes registraron un aumento promedio del 4,8% anual; por su parte los sectores productores de servicios crecieron en el orden del 9,3% anual. Así, continuó la tendencia observada desde 2003, hacia una paulatina recuperación del precio relativo de los servicios y la

construcción (que son típicamente no transables), frente a los bienes (que son mayormente transables, total o parcialmente). De esta forma, en el primer trimestre de 2005 la relación de precios entre los sectores productores de bienes y los de servicios retrocedió un 4,1% con respecto a su valor de un año atrás. Durante el año 2004, en promedio, esa relación había caído 2,2% frente a la cifra correspondiente a 2003.

6. Tipo de Cambio

Desde principios de 2003 hasta la fecha el tipo de cambio nominal con el dólar (TCN) presenta una clara tendencia a la baja en el mercado doméstico. Por esa causa, en los últimos dos años el Banco Central intervino sistemáticamente en el mercado cambiario, comprando dólares para sostener su precio. Esa intervención alcanzó en el último año un monto cercano a los US\$ 9000 millones, con un máximo en el segundo trimestre de 2005. De esa forma, el Gobierno logró dos objetivos centrales de política económica: estabilizar -con mínimas fluctuaciones- el valor del TCN, y preservar a la vez un tipo de cambio real (TCR) en niveles competitivos (Gráfico 12). La intervención en el mercado de cambios se realizó, desde el segundo trimestre de 2004, parcialmente con recursos del muy alto superávit fiscal primario (sin expansión de base monetaria). No obstante, como la mayor parte de los recursos provino del BCRA, fueron necesarias distintas medidas de esterilización monetaria, para evitar un impacto significativo sobre el stock del circulante.

En el segundo trimestre de 2005 el TCN (promedio comprador/vendedor del dólar de transferencia del Banco de la Nación) alcanzó un valor de \$ 2,874. Ello significó una mínima caída del 0,4% con respecto al mismo trimestre del año anterior. Por otra parte, durante la primera mitad de 2005 el TCN promedio resultó de \$ 2,89 por dólar, una cifra prácticamente equivalente a la de la primera mitad del año 2004. Esto implica que la economía ha estado funcionando con una muy alta estabilidad cambiaria en el último bienio, con fluctuaciones menores (de hasta 2% mensual) con respecto al valor promedio del TCN. En el Gráfico 12 puede observarse la línea de tendencia polinomial del precio del dólar. Después de la fuerte caída observada hasta Julio de 2003, una política monetaria más activa consiguió una sensible recuperación del TCN hacia Noviembre de 2004, hasta valores de más de \$ 2,95 por US\$. Sin embargo, en la primera mitad de 2005, la mayor intervención del BCRA no logró evitar una ligera apreciación del peso, en línea con la evolución económica general (reversión del flujo de capitales, fuerte apreciación del real brasileño y renegociación de la deuda en default).

Es interesante detenerse en el funcionamiento del sistema de flotación en los últimos 2 años y medio. En macroeconomía se reconoce la importancia de un buen sistema de precios relativos, los que deben actuar como señales hacia los agentes para lograr la eficiencia en la asignación de recursos, tanto desde el punto de vista sectorial (entre bienes transables y no transables), como en su uso intertemporal (aplicación al consumo o al ahorro). En la teoría se postula, a la vez, que esos precios deberían ser suficientemente estables, evitando las grandes transferencias de ingresos resultantes de períodos de alta inflación (por mayor volatilidad de los precios relativos), y respetando a la vez los principales equilibrios macroeconómicos: el externo, el interno y el fiscal. Siendo el tipo de cambio el precio más importante de la economía, adquiere gran relevancia tanto su valor como su grado de varianza. En el Gráfico 13 se analiza la volatilidad anual del TCN, presentándose

Gráfico 12

Tipo de Cambio Nominal de Flotación (\$/US\$)

Dólar de transferencia Banco Nación, promedio comprador/vendedor - Tendencia

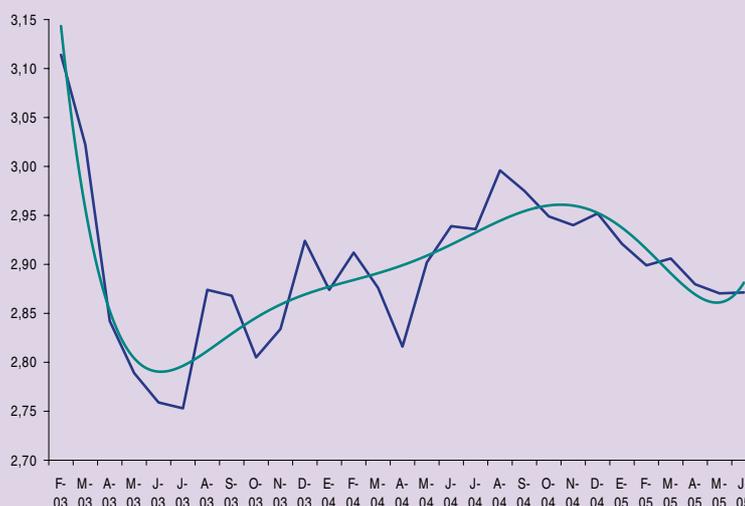
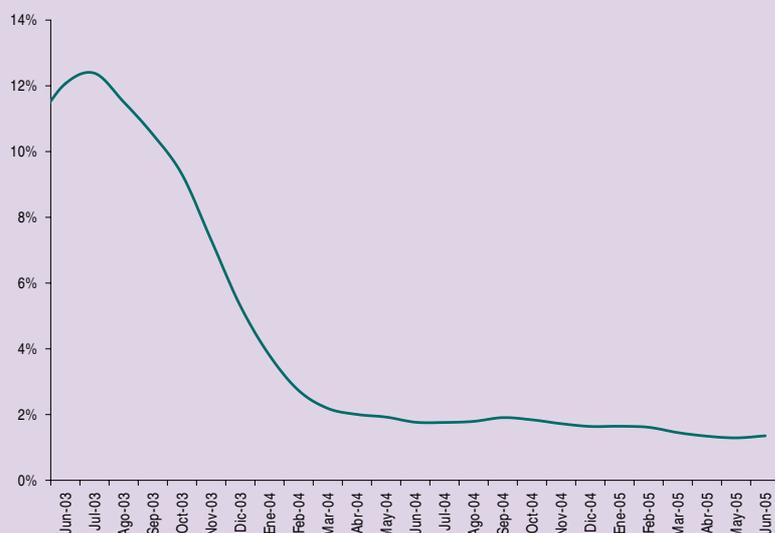


Gráfico 13
Volatilidad anual del Tipo de Cambio Nominal con el Dólar
 Promedio trimestral móvil, en porcentaje



allí el promedio trimestral móvil de la dispersión de su valor (desvío estadístico estándar).

Se advierte claramente que la dispersión del TCN con respecto a su valor promedio anual móvil fue cayendo rápidamente, desde niveles del 12% a mediados de 2003, hasta menos del 2% de su valor a mediados de 2005. La baja volatilidad durante el último bienio le ha permitido a la economía potenciar los efectos expansivos derivados del sostenimiento de un TCR: básicamente mantener el crecimiento de los sectores exportadores y de los que sustituyen importaciones, y así bajar los niveles de desempleo. Esto se logró con un efecto relativamente bajo sobre la tasa de inflación.

El Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM), deflactado por IPC

-que considera todas las monedas relevantes para el comercio exterior del país- subió en mayo de 2005 todavía un 5% por encima del mismo mes de un año atrás. Esto sucedió básicamente por causa de la depreciación del dólar frente al real en el último año (ver el Capítulo Sector Externo).

Con respecto a la moneda brasileña, cabe señalar que el valor comparativo del peso fue, en junio de 2005, el menor en prácticamente tres años frente al real. Esto se debió a la apreciación del real en el último año, que no fue seguida por el peso. En Brasil, las altas tasas de interés, el nivel récord de superávit comercial y la fuerte entrada de capitales fueron todos factores que impulsaron su moneda, mientras la política económica prefirió darle prioridad al objetivo antiinflacionario.

En Argentina, en una comparación con relación al valor de fines de 2001, transcurridos ya tres años y medio desde la devaluación, el TCRM aún continúa en niveles 120% más altos que en ese entonces, incluso después de la corrección del "overshooting" (sobrerreacción) del año 2002. Adicionalmente, en el Cuadro A4.10 del Apéndice Estadístico se presentan distintas estimaciones del tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos, Brasil y Europa. Es interesante notar allí que, también frente al euro, el tipo de cambio real se encuentra a mediados de 2005 todavía más alto que el promedio del año 2002.

7. Índices de Precios del Comercio Exterior y Términos del Intercambio

De acuerdo con las estimaciones del INDEC, en el primer trimestre de 2005 los precios promedio de las exportaciones de bienes (expresados en dólares) cayeron 5,3% anual, mientras que los de las importaciones subieron en una proporción del 7,7% anual en el mismo período. En la comparación con el trimestre inmediato anterior, las variaciones respectivas fueron también desfavorables para la economía nacional, pero en menor proporción: los precios de exportación disminuyeron 2,1% y los de importación subieron 1,8%. Cabe recordar que, en una perspectiva de más largo plazo, esta desmejora se produce con relación a los buenos precios de 2004, cuando los índices de las exportaciones fueron 9% superiores al año base de 1993, mientras los de las importaciones resultaron 6,3% menores. En el Gráfico 15 se percibe claramente cómo, desde la segunda mitad de 2004, tendió a cerrarse la brecha entre ambos índices de precios, brecha que había aparecido a mediados de 2002 (Cuadro 5 y Gráfico 14).

En el Cuadro A4.11 del Apéndice Estadístico se presenta el índice de precios de las Exportaciones desagregado por grupo de productos. Allí se observa que el comportamiento de los precios ha sido muy distinto para cada grupo de bienes exportados. En

Cuadro 5 Indices de Precios del Comercio Exterior y de Términos del Intercambio

Indices (1993 = 100) y tasas de variación, en % (1)

Período	Índice de Precios de Exportación	Var. (1)	Índice de Precios de Importación	Var. (1)	Índice de Términos del Intercambio	Variac. (1)
2002 (*)	91,0	-3,9	86,7	-3,6	105,0	-0,4
2003 (*)	99,7	9,6	87,0	0,3	114,6	9,2
2004 (*)	109,0	9,3	93,7	7,7	116,3	1,5
2002						
I trim. (*)	88,4	-10,3	89,8	-3,1	98,4	-7,5
II trim. (*)	87,8	-6,4	86,9	-4,3	101,0	-2,2
III trim. (*)	92,4	-3,4	86,3	-2,2	107,1	-1,3
IV trim. (*)	95,8	5,2	84,4	-2,5	113,5	7,9
2003						
I trim. (*)	101,0	14,3	86,1	-4,1	117,3	19,2
II trim. (*)	96,7	10,1	87,7	0,9	110,3	9,1
III trim. (*)	98,9	7,0	86,5	0,2	114,3	6,8
IV trim. (*)	102,9	7,4	87,5	3,7	117,6	3,6
2004						
I trim. (*)	109,1	8,0	90,0	4,5	121,2	3,3
II trim. (*)	113,7	17,6	94,7	8,0	120,1	8,9
III trim. (*)	108,3	9,5	94,5	9,2	114,6	0,2
IV trim. (*)	105,5	2,5	95,2	8,8	110,8	-5,8
2005						
I trim. (*)	103,3	-5,3	96,9	7,7	106,6	-12,1

(1) Tasas de variación anual entre precios promedio de cada período.

(*) Cifras provisionarias.

Fuente: INDEC.

el primer trimestre de 2005 los precios de los productos primarios se derrumbaron un 18% anual, sumando una nueva caída a la del trimestre inmediato anterior. Las manufacturas de origen agropecuario mostraron igualmente un fuerte retroceso del 16% anual, si bien mantuvieron los niveles del último trimestre del año pasado (hecho relevante puesto que aún conforman el principal rubro de las ventas externas). Por el contrario, los precios de las manufacturas industriales crecieron significativamente (18% anual) en el primer trimestre de 2005, lo que responde en lo esencial al movimiento habido durante el último trimestre. En este caso, la suba de precios coincidió con un incremento de las cantidades exportadas. Finalmente, los combustibles y otros derivados del petróleo midieron un alza del 13% anual en el primer trimestre, si bien cayeron 14% con relación a los valores nominales récord del último trimestre de 2004. Sus precios se ubicaron, en términos relativos, muy por arriba de los correspondientes a los restantes rubros.

En el Cuadro A4.12 se presenta un esquema similar al anterior, correspondiente a las Importaciones de bienes. Los precios de los Bienes de Capital cayeron 4% anual en el primer trimestre de 2005, aunque

prácticamente se mantuvieron invariables frente al trimestre inmediato anterior. Así, interrumpieron la tendencia a la baja que arrastraban desde 1996. Sin embargo, todavía se ubicaron como el grupo de precios relativos más bajos. Los Bienes Intermedios, por el contrario, subieron 19% anual en el primer trimestre de 2005, continuando una tendencia alcista que se inició a principios de 2004. Los precios de los Combustibles y lubricantes importados se incrementaron 20% anual en el mismo período, ubicándose en los niveles relativos más altos dentro de los rubros de Importaciones. Las Piezas y accesorios para bienes de capital apenas perdieron 1% anual, mostrando poca variabilidad desde hace ya 2 años. Por último, los precios de los Bienes de Consumo se estabilizaron en el primer trimestre, si bien en la comparación anual se recuperaron 5%. Constituyen tradicionalmente el grupo con menor volatilidad de precios, si bien a principios de 2003 habían tocado valores mínimos. Actualmente recuperaron en promedio los valores que tenían en 2001, que son sin embargo todavía inferiores a los de la década del '90.

En términos generales, la reciente recuperación del dólar contra el euro (durante la primera mitad de 2005), se vio acompañada por una suba de los precios en dólares de las importaciones (constituidas mayormente por bienes manufacturados diferenciados). En cambio, esa recuperación del dólar impactó en sentido inverso sobre los precios de las exportaciones, en particular sobre los sectores productores de *commodities* primarios e industriales. Análogamente, la caída del dólar duran-

Gráfico 14
Índices de precios del Comercio Exterior
 Evolución trimestral - Base 1993 = 100



Gráfico 15
Índice de términos del intercambio
 Base 1993 = 100



co para este importante agregado. El poder de compra de esas ventas representó, a los precios vigentes en 2004, una ganancia resultante del intercambio de US\$ 5.147 millones frente a los precios del año base, puesto que los términos del intercambio de 2004 superaron ampliamente a los de 1993. Si esas exportaciones se cotejasen con respecto a los precios de 2003, la diferencia seguiría siendo favorable y también significativa (US\$ 812 millones).

La evolución positiva de los precios externos durante 2004 le permitió al país contar con un beneficio extraordinario –como ya había sucedido en el año 2003–, en la forma de un ingreso adicional para los exportadores, o que fue percibido directamente por el Estado a través de las retenciones. Además, los mejores términos del intercambio en dos décadas se obtuvieron dentro de un contexto macroeconómico de tipo de cambio real competitivo, resultando su impacto mayor que el que se hubiera logrado durante la década del '90, cuando el país contaba con un tipo de cambio real acusadamente bajo. Por el contrario, a principios de 2005 los precios han caído significativamente (Gráfico 16).

te 2003 y 2004 había implicado una suba de los precios de *commodities* en dólares. La reciente baja de estas últimas también se explicó por cierta desaceleración de la demanda global, ante perspectivas de menor crecimiento en las principales economías de Asia y Europa.

De acuerdo con las cifras señaladas en el punto anterior, en el primer trimestre de 2005 los términos del intercambio (TI) (relación entre los precios de las exportaciones y los de las importaciones) cayeron 12,1% en términos anuales, mientras que perdieron 3,8% con relación al trimestre inmediato anterior. De esta manera, los TI registraron su cuarta caída trimestral consecutiva, desde su récord alcanzado en el primer trimestre de 2004. Los mejores valores del indicador coincidieron así, básicamente, con los años 2003 y 2004, estimándose una sensible baja para el promedio de 2005 (Gráfico 15).

Las cifras revisadas del INDEC sobre el poder de compra de las exportaciones nacionales, y la resultante ganancia (o pérdida) del intercambio externo (medidas con relación al año base de 1993) se presentan en el Cuadro 6. En el año 2004, las exportaciones declaradas de mercancías sumaron un valor de US\$ 31.579 millones (a los precios de 1993), lo que representó un máximo históri-

Cuadro 6

Poder de compra de las exportaciones y ganancia (o pérdida) del intercambio

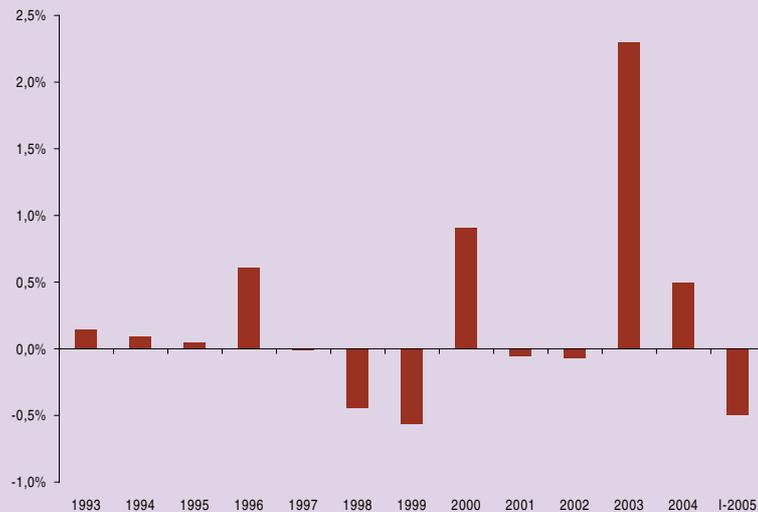
Período	Exportaciones en millones de dólares de 1993 (A)	Índice de Términos del Intercambio (Base 1993= 100) (B)	Poder de compra de las exportaciones en millones de dólares de 1993 (C)= (A)*(B)/100	Ganancia (o Pérdida) del intercambio en millones de dólares de 1993 (D)=(C)- (A)	Variación con respecto al período anterior (E)= (D)-(D-1)
2002	28.252,1	105,0	29.664,7	1.412,6	-72,9
2003 (*)	29.691,6	114,6	34.026,6	4.335,0	2.922,4
2004 (*)	31.578,9	116,3	36.726,3	5.147,4	812,4
I- 2005 (*)	7.760,8	106,6	8.273,0	512,2	-826,0

(*) Cifras provisionarias.

Fuente: INDEC.

Gráfico 16

Efecto de la Variación de los Términos del Intercambio Sobre el PIB corriente (%)



Analizando este efecto en términos del producto, el resultado obtenido en 2004 representó aproximadamente un 0,5% del PIB corriente de ese período (medido contra los precios ya altos de 2003). Pero si la comparación se realizara contra las cifras del año 2002 –previamente a la fuerte recuperación de los precios externos–, el efecto directo de los buenos TI llegaría hasta aproximadamente 2,3% del PIB del año 2004 –un resultado similar al obtenido en 2003–. Ese fuerte impulso –entre otros factores– contribuyó para que la economía se desarrollara con una fuerte expansión en el bienio pasado. Por el contrario, en el Gráfico se observa que en el primer trimestre de 2005 el contexto de precios externo cambió de signo, y el efecto de

los TI fue negativo cuando se los compara con los precios observados en 2004. De este modo, es probable que el impulso favorable del comercio exterior (por el lado de los precios) del bienio pasado, en caso de persistir los niveles actuales, tienda a diluirse durante 2005.