



PANORAMA ECONÓMICO Y FINANCIERO

DIRECTORES

Horacio Val
Víctor Pérez Barcia

COORDINACIÓN

Enrique Déntice

EQUIPO DE INVESTIGACIÓN

SECTORES

Nivel de Actividad

Daniel Pérez Enrri
Osvaldo Pandolfi
Enrique Dentice
Clara López

Sector Monetario, Financiero y Mercado Cambiario

Horacio Val
Daniel Delia
Gustavo Ginabreda
Andrés Salama
Pablo Papaleo

Sector Público

Rafael Levy
Clara López

Sector Externo

Carmen Estevez
Valeria Errecart

Diseño y Compaginación

Clara López

Diseño de tapa

Alba Mejail
Mariela Vita

Tel: 4580-7250/51/62/70
Tucumán 2250- San Martín
Provincia de Buenos Aires. C. P. 1650
mail: enrique.dentice@unsam.edu.ar

Propiedad intelectual ley 11723- ISSN en trámite.
La reproducción total o parcial del contenido de esta publicación está permitida únicamente citando al CIME-EEyN-UNSAM como fuente.

Nota: El diseño de tapa y contratapa de la presente publicación reproduce imágenes de la iconografía indígena de nuestro país, junto con una descripción de los principales rasgos culturales de los grupos humanos vinculados con dicha iconografía.
De esta manera las publicaciones de nuestra Escuela buscan contribuir a la difusión del conocimiento de los primeros habitantes del territorio nacional, la raza vieja... a quien el General José de San Martín se refiriera como *"nuestros paisanos, los indios"*.

Editorial

TIEMPO DE DEFINIR AGENDA DE LARGO PLAZO

La economía ha crecido a un ritmo superior al esperado durante el segundo trimestre de 2005 logrando una expansión de 10,1% en comparación con idéntico período de 2004. Entre los factores que gravitaron para lograr este resultado trimestral se pueden mencionar el impacto de la cosecha record de granos y el desempeño de algunos sectores industriales y de servicio.

El sector agropecuario lideró los aumentos trimestrales con una variación interanual de 25,2% permitiendo así que los sectores productores de bienes crecieran un 12,6 entre abril y junio. También ha sido positivo el aporte de la construcción (17,9%) y en menor medida la industria manufacturera (7,7%). En los sectores productores de servicios se registró un aumento interanual de 8,8% influido por los aumentos en transporte y comunicaciones (16,6%), intermediación financiera (16%) y comercio (9,3%). La inversión interna bruta fija (IIBF) tuvo un aumento de 24,4% con relación a igual período del año anterior y el consumo privado también registró una expansión de 10,6%.

El estimador mensual industrial (EMI) refleja la segunda suba consecutiva mensual positiva en el año, acumulando un 7,2% de aumento. Tanto el sector automotriz como así también materiales de construcción e industria textil han mostrado subas en su nivel de actividad. La utilización de la capacidad instalada (UCI) para agosto, se ubicó en 73,1% para el nivel general (en enero se hallaba en 66,1%), sin embargo hay sectores que ya evidencian estar casi en el límite de su UCI: industria metálica básica 95%, refinación de petróleo 91%, industria textil 88%, papel y cartón 80,5% y alimentos y bebidas 76%.

Por su parte, la construcción si bien aún no alcanza el máximo histórico del año 1998 en términos de participación en el PIB (12%), ya esta explicando el 11%; ratio por otra parte que presentaba en los años previos a la crisis 1999-2000.

Las ventas al exterior registraron un record histórico de u\$s34.900 millones, en el mes de julio, un 14% más que en el mismo período de 2004. La buena performance de las exportaciones se explica en un crecimiento del 18% en los envíos reales en un escenario de precios decrecientes (3%). Se debe destacar que las ventas de manufacturas de origen industrial (MOI) resulta el rubro más dinámico con un crecimiento de 31% frente al año 2004, seguida por combustibles y energía (13%) y productos primarios (15%). Las manufacturas de origen agropecuario (MOA) no han mostrado cambios significativos en la comparación con el año anterior.

Las importaciones por su parte han crecido un 19% con respecto a julio 2004 como resultado de un aumento del 13% en las cantidades y de un crecimiento de los precios internacionales del 6%. Se destacan en este rubro las compras de bienes de capital (25%), los bienes de consumo (18%), piezas para bienes de capital (21%) y los bienes de consumo intermedio (16%).

La recaudación continúa firme y en aumento; en agosto, se incrementó un 21% con respecto a igual período del año anterior. Los impuestos más destacados han sido: IVA y Ganancias. Los derechos de exportación (retenciones) se incrementaron 41% explicados en las exportaciones de hidrocarburos, soja y pellets. El aumento del barril de petróleo generó una suba en el ingreso fiscal de estas exportaciones.

En cuanto al aumento de precios, la cifra de agosto ha sido baja (0,4%) influida fundamentalmente por las liquidaciones de temporada aunque observándose aumentos en alquileres y alimentos.

La capacidad prestable del sistema financiero - relación depósitos/préstamos - ha aumentado levemente del 58% al 60%. También ha subido la relación - préstamos/capacidad prestable -

aunque con menos dinamismo (60%). Esto en un marco de tasas de interés en crecimiento durante los últimos meses.

Todo permite avizorar que la Argentina seguirá con las cuentas públicas equilibradas y que el escenario favorable seguirá acompañando. La estabilidad macroeconómica actual es un requisito necesario para poder avanzar sobre los ejes de la competitividad, la infraestructura y la capacitación técnica pero es importante comenzar a estructurar un plan de largo plazo que permita: 1) el aliento al financiamiento de largo plazo al sector productivo, 2) la adecuación de la infraestructura, en particular la energética que sostenga el crecimiento y la competitividad y 3) continuar con la senda de las políticas macroeconómicas - fiscal-cambiaria – que las sustenten.

Sin un plan de largo plazo resulta difícil imaginar un ciclo virtuoso de estímulos a la inversión en los sectores de bienes transables. Inversión necesaria no sólo para evitar que la expansión de demanda cause inflación, sino, por el efecto de incrementar el producto sin afectar costos y precios, generando empleo y salario que conducen al aumento de la demanda y a un nuevo impulso a la producción de la mano del consumo de vastos sectores de la población.

Lic. Víctor Pérez Barcia

Director

Lic. Horacio R. Val

Director

INDICE

Tema	Páginas
Editorial.....	2-3
Síntesis global.....	5-10
Análisis del nivel de actividad.....	11-16
Evolución del consumo privado.....	16-17
Precios.....	17-19
Salarios.....	19-20
Ocupación.....	20-21
Evolución de los estratos de ingresos más bajos.....	21
Moneda, crédito, financiamiento y mercado cambiario.....	21-32
Indicadores del sector público.....	32-35
Sector externo.....	35-44
Anexo.....	45
Glosario.....	46-47
ESTUDIOS ESPECIALES	
<i>Inversión y crecimiento</i>	49-52
Por: Lic. Enrique Déntice (h). Economista Senior, CIME-EE y N - UNSAM	
<i>¿Por qué el BCRA busca acumular reservas?</i>	53-56
Por: Lic. Andrés Salama. Economista, CIME – EE y N - UNSAM	
<i>Evolución de las cuentas públicas en el 1er semestre de 2005</i>	57-60
Por: Lic. Clara López. Economista, CIME – EE y N - UNSAM	

Síntesis global

Nivel de actividad

La economía superó en el segundo trimestre de este año los valores previos a la recesión iniciada en 1998, con un fuerte impulso de la inversión. El nivel de actividad aumentó un 10,1% frente al mismo período de 2004 y un 2,4% respecto del primer trimestre de este año. En la comparación con 2004, la inversión se incrementó un 24,4 por ciento.

El [EMAE](#) de julio de 2005 muestra una variación positiva de 7,8% con relación al mismo período del año anterior. El acumulado de enero – julio de 2005 respecto a igual período del año 2004 muestra un aumento de 8,9%.

De acuerdo con los datos anticipados del [Estimador Mensual Industrial](#) la actividad de agosto de 2005 con relación a julio 2005 registró incrementos de 1,6% en términos desestacionalizados y del 2,2% en la medición con estacionalidad.

De acuerdo con los datos del [Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción](#) en el mes de julio se registró una baja con relación a junio del 0,4% en la serie desestacionalizada. Comparado con igual mes del año anterior, durante el mes de julio último el índice subió el 10,7% en términos desestacionalizados. La variación acumulada durante los siete primeros meses de este año en su conjunto registra un aumento del 8,4% en comparación con el mismo período del año anterior.

De acuerdo con datos del [Indicador Sintético de Servicios Públicos](#) el consumo global de julio de estos servicios con respecto al mes anterior disminuyó 3,1 % en términos desestacionalizados.

Evolución del consumo privado

[Supermercados](#): El anticipo de resultados del mes de julio de 2005 indica que en ese mes las ventas desestacionalizadas a precios constantes aumentaron 1,1% con respecto a junio de 2005.

[Centros de compras](#): Los resultados del mes de julio de 2005 indican que en ese mes las ventas desestacionalizadas a precios constantes verificaron una disminución de 0,1% respecto a junio de 2005.

Precios, salarios y empleo

Los distintos índices de precios de la economía mostraron un comportamiento diverso durante agosto. El [índice de precios al consumidor](#) subió un 0,4%, un número inferior al esperado por el mercado. Los [precios mayoristas](#), por su parte, subieron un 1,3%, en tanto que el [índice de precios de la Construcción](#) subió en agosto un 0,8%, la mayor suba desde mayo.

Por su parte, el [índice de Salarios](#) creció en julio un 1,64%, el mayor alza desde febrero, empujado por el crecimiento de los sueldos del sector privado formal, que subieron un 1,99%.

La [Tasa de empleo](#) para el 1er semestre de 2005 fue del 39,7% (9.250.000 personas) de la población encuestada en 28 aglomerados urbanos (23.289.000 habitantes). Al compararla con el 1er semestre de 2004 observamos un incremento de 0,5 puntos porcentuales.

El empleo formal privado, que es relevado por el Ministerio de Trabajo, presentó en el mes de julio un incremento del 0,5% respecto a junio de 2005. En la comparación interanual de julio de 2005 con igual período de 2004 se registró un incremento en el empleo del 8,9%.

La [Tasa de desocupación](#) del 1er semestre de 2005 fue del 12,5% (1.325.000 personas) para el total de aglomerados encuestados (23.289.000 habitantes), de este modo muestra un descenso en el nivel de desempleo de 2,1 puntos porcentuales en comparación con el 1er semestre de 2004.

Sector monetario y financiero

La [base monetaria](#) amplia subió en agosto unos 1.136 millones de pesos. El sector externo fue el mayor creador de base durante el mes, aportando unos 4.189 millones de pesos. El sector financiero y el sector gobierno, en cambio, extinguieron base por 2.230 y 267 millones de pesos respectivamente. Durante el 2005, la base monetaria ha subido 3.052 millones de pesos, destacándose la creación de base por parte del sector externo por 19.664 millones de pesos. En tanto, el sector financiero, el sector gobierno y la venta de títulos públicos por parte del BCRA extinguieron base durante el 2005 por un total de 15.383 millones.

Los [depósitos](#) totales subieron un 1,3% durante agosto, llegando a un promedio de 92.886 millones de pesos. Los depósitos denominados en pesos crecieron 0,7%, mientras que los denominados en dólares subieron 7,9%, la mayor suba en casi un año y medio. Con este resultado, la proporción de los depósitos en moneda norteamericana sobre el total de depósitos privados fue en agosto del 9,9%, el mayor porcentaje desde el final de la convertibilidad.

Los [préstamos](#) crecieron un 2,5% durante agosto, llegando a un promedio de 46.566 millones de pesos. En términos absolutos, los préstamos aumentaron en promedio \$1.119 millones respecto a julio (una suba de 701 millones para los créditos en pesos y de 418 millones para los préstamos denominados en dólares). Los préstamos en pesos subieron un 1,8% durante el mes, en tanto que los depósitos en dólares subieron un 6,4%. Con esta suba, los préstamos en dólares llegaron en agosto a representar el 14,9% del total de préstamos, el mayor porcentaje desde el fin de la convertibilidad. El tipo de préstamo que sigue predominado es de corto plazo para consumo personal y capital de trabajo de las empresas. La relación entre préstamos y capacidad prestable se ubicó a principios de septiembre en un 60%, el mayor nivel en varios meses pero por debajo de su nivel histórico, lo que indica una importante masa de fondos ociosos sin demanda por parte del sector privado.

Mercado Cambiario

El dólar de referencia revirtió durante agosto la tendencia bajista de fondo que venía presentando en meses previos, finalizando con una suba mensual de 1,71%, el incremento más importante desde mayo de 2004. Este significativo movimiento se debió tanto a factores locales como externos. Dentro de estos últimos se cuenta la complicada situación política de Brasil, que repercutió en una baja importante del precio del real respecto al dólar, lo que arrastró al peso en la plaza cambiaria local, el cual acompañó a la moneda brasileña en su depreciación frente a la norteamericana.

Por su parte, entre los factores locales se señala la mayor intervención del BCRA en el mercado de cambios, demandando dólares para ubicar su nivel en valores más altos a los previos y ayudando de esta manera al gobierno en su deseo de mejorar la situación del sector exportador, lo que repercute en un aumento de la recaudación vía retenciones a dicho sector.

El BCRA finalizó agosto con un saldo de u\$s1.410,9 millones, lo que significa un promedio diario de compras de u\$s64,1 millones, es decir, un 54% más que el mes previo. Estas intervenciones significaron una ampliación de la base monetaria por más de \$4.000 millones.

Con respecto a los primeros días de septiembre, si bien el dólar comenzó mostrando un leve retroceso, esta situación se revirtió luego, alcanzando al cierre de la primer quincena un valor de \$2,9165, es decir un 0,16% por arriba de fin de agosto.

En estas primeras jornadas el BCRA volvió a incrementar su nivel de compras en el mercado, lo que repercutió en una emisión de pesos por más de \$170 millones diarios hasta el día 15.

Si bien el aumento en las intervenciones de mercado que ha estado realizando la autoridad monetaria en principio podría generar dudas sobre el cumplimiento de las metas del Programa Monetario para el tercer trimestre, habría que tener en cuenta los siguientes cambios que implementara el BCRA y que tienen que ver con los mecanismos de absorción que podría utilizar.

En primer lugar, en los primeros días de septiembre se verificó, como se comentará más adelante, un incremento importante en las tasas de Lebac, principalmente de largo plazo. Esto le permitió a la entidad colocar letras de mayor duración, adicionalmente a las que ya venía colocando, lo cual incrementa las posibilidades de que las licitaciones de estos instrumentos continúen siendo un mecanismo eficaz para absorber eventuales emisiones de pesos.

En segundo término, la autoridad dispuso, mediante la Com"A"4405, que la integración que las entidades tengan que hacer del efectivo mínimo no podrá ser inferior al 80% (cuando previamente era del 90%). Esto le permitió a los bancos colocar el excedente de fondos que se generó en operaciones de pase.

Asimismo, esta modificación normativa se suma a la implementada a mediados de agosto respecto a los FCI de plazo fijo, que deben ahora colocar el 45% de su dinero en el BCRA, fondos que antes debían ser depositados en cuentas a la vista en bancos. Estas colocaciones, cabe destacarse, habrían sido efectuadas en pases.

Con estos cambios normativos, la autoridad monetaria se aseguró una forma de absorber fondos que antes no tenía, lo que le brinda una mayor holgura para intervenir en el mercado.

Adicionalmente, a este nuevo contexto se agrega un mayor control a la liquidación de divisas proveniente de exportaciones, que buscaría evitar que ventas de dólares informadas como provenientes de actividades de comercio exterior encubran en realidad ventas de divisas de empresas o particulares para pasarse a pesos y realizar inversiones especulativas, evitándose de esta manera el encaje del 30% que se le exige a este tipo de operaciones.

En función a lo que se comentó, el BCRA contaría ahora con más herramientas para sostener e inclusive elevar el tipo de cambio. En este contexto, se cree probable que el dólar mantenga una tendencia lateral con un posible y leve sesgo alcista.

[Mercado de Lebac y Nobac](#)

Durante Agosto, el BCRA continuó renovando, e incluso ampliando, el stock de instrumentos en circulación, pese a los abultados vencimientos que debía afrontar.

No obstante ello, se destaca que la relación monto ofertado sobre monto licitado se ubicó en el menor nivel del año, lo que mostraría el menor interés – enmarcado dentro de un contexto de menor liquidez – que despertó este tipo de instrumentos entre los inversores.

El cierre de agosto, el stock de letras y notas del BCRA alcanzó un valor de \$24.361 millones, lo que significó un incremento de \$722 millones respecto a julio y equivale a una suba mensual del 3,05%, la menor suba porcentual desde enero de 2005.

La preferencia de los inversores estuvo casi totalmente dirigida hacia letras en pesos y, como viene sucediendo hace meses, el corto plazo fue el que acaparó aproximadamente el 85% de las ofertas.

En cuanto a las primeras licitaciones de septiembre, cabe señalar que el mes comenzó con cambios importantes.

Como se venía anticipando en Informes de Coyuntura previos, el BCRA decidió finalmente elevar los rendimientos de letras de largo plazo, a fin de atraer a los inversores hacia este tipo de colocaciones y provocar una mejora en su cronograma de vencimientos.

La significativa suba de tasas que propiciara la autoridad monetaria en instrumentos de mayor duración le permitió colocar letras de 18 y 24 meses, situación que no ocurría desde el 14 de junio y fines de 2004 respectivamente.

Con respecto a las próximas colocaciones que efectúe el BCRA, si bien es prematuro anticiparlo, es probable que la incipiente tendencia alcista que se verificó en los rendimientos nominales de largo plazo se consolide. En este contexto, la entidad podría mejorar su cronograma de vencimientos, el que aún muestra abultados compromisos para los meses más cercanos.

Tasas Pasivas

Los depósitos del sector privado en pesos registraron en agosto una caída de \$132 millones, lo que significa un descenso de 0,16% respecto al mes previo.

Esta baja estuvo impulsada por la importante baja que verificaron los depósitos en caja de ahorro, por un total de \$1.272 millones.

Esta situación fue causada por la entrada en vigencia de la Com"A"4406 del BCRA (día 17), mediante la cual se obligó a los Fondos Comunes de Inversión de Plazo Fijo a depositar sus colocaciones más líquidas directamente en el Banco Central. Cabe destacar que, previamente a este cambio formativo, estos fondos debían mantener aproximadamente el 45% de su dinero en cuentas a la vista en bancos.

En consecuencia, esta disposición produjo, en un día, una caída récord en los depósitos de caja de ahorro, los que el día 17 mostraron una contundente reducción de \$1.454 millones.

Si bien las tasas pasivas habían mostrado en la mayor parte del mes una tendencia bajista, luego del abrupto retiro de fondos que tuvieron los bancos, los rendimientos ofrecidos a los ahorristas e inversores volvieron a mostrar un sesgo alcista, reflejando la necesidad de las entidades de recuperar el nivel de liquidez que tenían.

No obstante ello, el promedio de la tasa Encuesta en pesos, finalizó el mes mostrando una reducción de 19 pbs respecto al promedio de julio.

En cuanto a los primeros días de septiembre, los depósitos privados en pesos verificaron una suba de casi \$640 millones (al día 11), impulsado principalmente por el aumento de \$375 millones en las imposiciones a plazo.

Las tasas pasivas, como era de esperarse ante los cambios normativos que se comentaron, continuaron su tendencia alcista. La tasa Encuesta promedio para los primeros doce días del mes se ubica en 4,26%, es decir, 10 pbs por arriba de la media de agosto.

Se esperaría que este sesgo continúe, debido principalmente a, como se viene comentando en anteriores informes, la necesidad del BCRA de evitar que se verifiquen incrementos sustanciales en la base monetaria, reduciendo para ello la liquidez del sistema a través de la implementación de cambios en la normativa actual o mediante subas en las tasas de referencia del mercado.

Sector público

La recaudación tributaria del mes de agosto fue de 10.258,2 millones de pesos. Esto mostró un incremento del 21,2% en relación a igual mes del año 2004. En la comparación con el mes de julio de 2005 se registró un aumento del 2,5%.

En los primeros ocho meses del año se recaudaron 78.062,2 millones de pesos, mostrando un incremento del 18% en relación con igual período del año anterior.

Las erogaciones de agosto dieron un total de 9.634,2 millones de pesos, lo cual representa un incremento del 29,8% en relación a igual mes del año anterior. En términos absolutos el aumento del gasto fue de \$2.213,4 millones.

El resultado del mes de agosto de 2005 fue de 1.843,2 millones de pesos, lo cual significó un descenso en el nivel de ahorro del 4,8% en comparación con igual mes del año 2004.

En los ocho meses que transcurrieron del año se obtuvo un resultado superavitario de 15.269 millones de pesos resultando ser un 1% inferior al registrado en igual período del año 2004. Esta variación se originó en un aumento de los recursos percibidos del 23% y una suba en el gasto del 30%.

Sector externo

Exportaciones

Durante el mes de julio, el sector externo no mostró grandes modificaciones: tanto exportaciones como importaciones continuaron su ritmo ascendente, con respecto al mismo mes del año anterior. Las exportaciones, alcanzaron los 3.571 millones de dólares, esto es una variación del 18% con respecto a julio de 2004.

Analizando las exportaciones del mes de julio, respecto de igual período del año anterior, se observan las mayores variaciones porcentuales en las MOI (31%) y los PP (27%), seguidas por los CyE (12%), y por último se encuentran las MOA con un 6%. Los principales cambios en relación al 2004 se debieron a las modificaciones en el contexto internacional que presenta un escenario volátil para la cotización de los granos y aceites -a causa de las variaciones climáticas y el déficit hídrico en las principales zonas agrícolas-; a las variaciones de la tasa de interés de EE.UU. y al alza sostenida del precio internacional del petróleo.

El valor de las exportaciones argentinas en los primeros siete meses de 2005 resultó 13,6% superior al registrado en el mismo período de 2004. Este aumento respondió a las mayores cantidades vendidas (18,6%) a pesar de las caídas de los precios (4,2%).

Importaciones

Durante julio de 2005 las importaciones alcanzaron 2.349 millones de dólares, contra 1.970 millones importados en el mismo mes del año anterior. Ello implica que su valor creció un 19%, como resultado de un aumento en las cantidades de 13%, y de un crecimiento de los precios internacionales del 6%.

Asimismo, las importaciones de julio de 2005 mostraron una disminución del 4,3% en términos desestacionalizados, con respecto al mes anterior. Continúa observándose un mayor crecimiento de las importaciones en relación a las exportaciones. Esto se debe a las importantes compras de bienes de capital y accesorios y de bienes de consumo.

Los grupos más dinámicos de las importaciones son los vinculados al complejo automotriz, aparatos de telefonía celular, energía, aeronaves ingresadas en forma temporal, insumos para la industria plástica, metalúrgica y agrícola.

Nuestros principales vendedores continúan siendo el MERCOSUR, la Unión Europea, China y el Nafta.

Resultado del Balance Comercial

El Balance Comercial presentó un superávit de 1.222 millones de dólares en julio de 2005 contra 1.057 millones en el mismo período del año anterior.

La disminución interanual del superávit se debió principalmente a la reducción de los precios internacionales de los commodities y al incremento de los precios internacionales de los bienes intermedios y del petróleo.

Reservas internacionales

Las reservas internacionales del BCRA pasaron de 19.648 millones de dólares a comienzos de enero, a u\$s25.554 millones el 6 de septiembre, es decir crecieron 5.900 millones en los últimos 8 meses, lo que equivale a un incremento de un 30%.

Durante agosto el stock de reservas aumentó en unos 450 millones de dólares, retomando el BCRA su tarea de principal comprador de divisas para mantener la paridad alrededor de los 3 pesos por dólar.

Tipo de Cambio Real

Continúa deteriorándose el tipo de cambio real multilateral calculado por el Banco Central debido básicamente a dos efectos: a) la mayor abundancia en la oferta de divisas interna, a consecuencia de una continua entrada de capitales especulativos y por las liquidaciones de los exportadores de la cosecha gruesa; b) la persistente devaluación del dólar a nivel internacional frente a las restantes monedas del mundo.

El primer hecho puede atribuirse a la absorción monetaria que realiza el Banco Central mediante la colocación de títulos en el mercado, que aseguran al inversor una significativa tasa de interés en pesos, pero al mismo tiempo, la política económica de mantener el tipo de cambio nominal en valores cercanos a los 3 pesos, le garantiza que ese rendimiento se mantendrá en dólares.

El segundo hecho tendrá limitaciones en las siguientes semanas en las que se finaliza la liquidación de la cosecha gruesa, lo que implicaría una reducción en las cantidades de divisas ofrecidas en el mercado cambiario.

Con respecto a la devaluación del dólar no hay razones para suponer que esto cambiará en el corto plazo, mientras persistan los importantes déficits comercial y fiscal de Estados Unidos.

Análisis del nivel de actividad

OFERTA Y DEMANDA GLOBALES

La economía superó en el segundo trimestre de este año los valores previos a la recesión iniciada en 1998, con un fuerte impulso de la inversión. El nivel de actividad aumentó un 10,1% frente al mismo período de 2004 y un 2,4% respecto del primer trimestre de este año. En la comparación con 2004, la inversión se incrementó un 24,4 por ciento.

De este modo, el primer semestre culminó con un crecimiento del producto bruto interno (PBI) del 9,1%, que permitiría cerrar el año al menos con un resultado positivo del 7,5%, según nuestros pronósticos. El Ministerio de Economía estima extraoficialmente una suba del 7 por ciento.

El PBI muestra una tendencia creciente, ya que pasó de \$284.376 millones a \$313.213 millones entre el segundo trimestre del año pasado y el mismo período de 2005. A mediados de 1998, cuando comenzó la recesión que duró hasta 2002, el PBI se ubicaba en unos 300.000 millones de pesos, a valores de 1993.

La inversión creció el 24,4% con relación a los valores del mismo período del año pasado, luego de un primer trimestre en el que había aumentado un 13,4 por ciento. Entre mayo y junio se destacó la inversión en construcción, con el 18% de aumento, y equipos durables de producción, con un 35,7 por ciento. En este último rubro, creció el 11,4% el componente nacional y el 62% el importado.

Los sectores productores de bienes crecieron un 12,6 por ciento, lo cual fue consecuencia de un alza del 25,2% en el nivel de la actividad agropecuaria, del 17,9% en la construcción y del 7,7% en la industria manufacturera.

En tanto, la producción de servicios exhibió una suba interanual del 8%, con picos del 16,6% en el transporte y las comunicaciones, 16% en intermediación financiera y 9,3% en el comercio.

En los últimos dos años el PIB creció en el orden del 9%; observándose en 2005 una convergencia de la tasa de crecimiento a niveles más cercanos con la inversión y el producto de largo plazo. Los precios presentan aumentos algo mayores, debido a las subas generadas por la recomposición de precios relativos en amplios sectores de la economía, en un marco donde la fortaleza del gasto interno, los elevados niveles de utilización de la capacidad instalada y la apertura de mercados externos, permiten que esta recomposición sea posible.

En el primer semestre de 2005 se evidenció un comportamiento normal de las variables económicas aunque con una comparación heterogénea entre trimestres. En el primer trimestre la actividad económica mostró un crecimiento menor al esperado y los precios tuvieron una suba significativa, en el segundo trimestre ambas variables mostraron comportamientos acordes con una tendencia más normal para el mediano plazo.

El mayor crecimiento de la economía ha estado impulsado por la construcción, el agro y el comercio y en el segundo trimestre, se percibió el impacto de la cosecha record de soja, contribuyendo así el sector primario significativamente al crecimiento del PBI., además de aportar en forma indirecta al mismo a través de una mayor utilización de productos y servicios ligados al sector.

El sector productor de bienes descendió durante el primer trimestre por la retracción de la actividad de la construcción y un menor dinamismo de la industria. En tanto, el sector productor de servicios se expandió 1% desestacionalizado, destacándose la dinámica exhibida por el sector de intermediaciones financieras, que por primera vez desde la salida de la crisis, registro dos trimestres consecutivos de crecimiento.

Este panorama contempla una economía que tiende a normalizar su ritmo de crecimiento con relación al registrado en los dos años previos y en la medida en que se agota la capacidad instalada disponible. El aumento

real del PBI estaría de esta manera alineado con la tasa de inversión actual.

INVERSIÓN

La inversión ha vuelto a crecer pero a un ritmo más moderado impulsada por el aumento del gasto público de capital y el estímulo a la inversión privada.

En el primer trimestre la IBIF mostró una caída desestacionalizada que alcanzo a 1,7%, siendo la primera en nueve trimestres. Sin embargo en términos interanuales registró una suba de 13,9%

La inversión corriente continuó siendo financiada con ahorro privado. El capital propio continuó aportando una parte significativa al financiamiento de la inversión, pero se observa además un incremento de otras fuentes, particularmente de crédito externo.

CONSUMO

La segunda mitad del año se proyecta con una recuperación del consumo a partir de la política fiscal estacionalmente más expansiva a la que se le adiciona la recomposición que evidencian los salarios del sector privado.

El consumo privado mostró una fuerte desaceleración en relación a la expansión observada en el segundo semestre de 2004, pero en el primer trimestre de 2005 aumentó 0,6% desestacionalizado- levemente por encima del crecimiento de la economía - . El consumo público en cambio, tuvo una pequeña caída desestacionalizada que estaría explicada en parte por la elevada tasa de comparación (cuarto trimestre 2004) que consideró el aumento de gasto en provincias y nación.

EXPORTACIONES NETAS.

Por tercer trimestre consecutivo las exportaciones netas (XN) aportaron positivamente al crecimiento de la economía, resultando el principal componente del gasto en impulsar el crecimiento del PBI en el primer trimestre. Esta dinámica se explicó por un incremento significativo en las cantidades exportadas más que por el nivel de precios.

COMPORTAMIENTO SECTORIAL

Industria

El ritmo de crecimiento de la economía se mostró moderado en el primer trimestre del año. Sin embargo, esta evolución se ha revertido en el segundo trimestre, pudiéndose observar esto en el nivel de actividad que recuperó en gran medida el impulso registrado a fines de 2004. La evolución de ambos trimestres reflejó la estacionalidad habitual de la actividad económica.

El EMI continuó su sendero de crecimiento por cuarto período consecutivo ubicándose en el segundo trimestre en el máximo de sus niveles históricos.

La utilización de la capacidad instalada (UCI) de la industria se ubico en 71% en el segundo trimestre, creciendo 15 p.p. en relación al primer trimestre. Durante el trimestre se registraron nuevas inversiones que se incrementaron el acervo productivo en sectores como alimentos y bebidas (sector oleaginoso) y producción de caucho y plástico. Algunas ramas puntuales, como las industrias metálicas básicas y en la refinación de petróleo, están operando en el límite de su capacidad.

Construcción

La construcción recobró desde abril un importante crecimiento en su nivel de actividad, impulsada principalmente por la obra pública, aunque también por las construcciones residenciales y obras ligadas a la expansión del sistema energético y viales además del aumento observado en las construcciones petroleras y viviendas, sectores que habían registrado caídas en el primer trimestre del año.

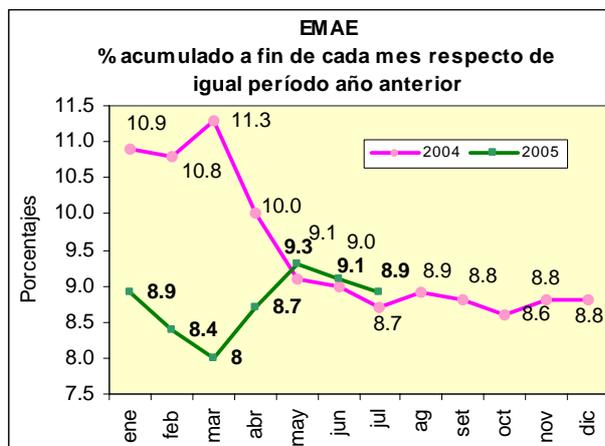
La construcción de viviendas estuvo impulsada por la mayor cantidad de desarrollos inmobiliarios urbanos que se vienen registrando en los últimos meses tanto de origen privado como estatal. Los proyectos inmobiliarios privados se vieron favorecidos en conjunto por las mejores disponibilidades de crédito y el aumento de los salarios formales. La ampliación del período de amortización de los préstamos con garantía real que se registró en los últimos meses, posibilita un mayor

acceso al crédito, ya que se reduce la relación cuota-ingreso.

Estimador mensual de la actividad económica

El Estimador Mensual de Actividad Económica de julio de 2005 muestra una variación positiva de 7,8% con relación al mismo período del año anterior.

El acumulado de enero – julio de 2005 respecto a igual período del año 2004 muestra un aumento de 8,9%.



Elaboración propia fuente INDEC

El indicador desestacionalizado del mes de julio de 2005 con respecto a junio de 2005 arroja un aumento de 0,7 %.

Estimador mensual industrial (EMI)

De acuerdo con los datos anticipados del EMI, la actividad de agosto de 2005 con relación a julio 2005 registró incrementos de 1,6% en términos desestacionalizados y del 2,2% en la medición con estacionalidad.

Respecto a igual mes de 2004, la producción manufacturera de agosto de 2005 evidencia una suba de 7,6% tanto en términos desestacionalizados como con estacionalidad. La variación acumulada de los primeros ocho meses de 2005, en comparación con el mismo período de 2004, resultó positiva en 7,2%.

Agosto 2005/julio 2005	Desestacionalizado	1,60%
Agosto 2005/julio 2005	Con estacionalidad	2,20%
Agosto 05/agosto 04	Desestacionalizado	7,60%
Agosto 05/agosto 04	Con estacionalidad	7,60%

Desde lo sectorial, los bloques industriales que presentaron las mayores tasas de crecimiento en los primeros ocho meses de 2005 con respecto a igual período de 2004 han sido: automotores y los productos minerales no metálicos, mientras que la principal caída se verificó en la producción de cigarrillos.

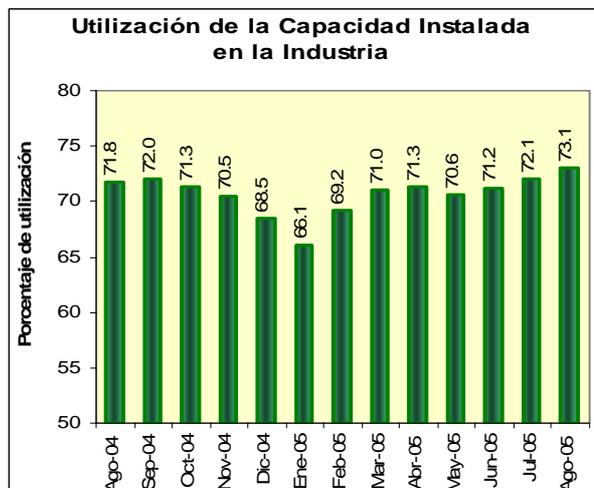
Crecimiento Sectorial Agosto 2005	
Sector Automotriz	32%
Materiales de Construcción.	17,20%
Industria Textil	13,70%

Elaboración propia fuente INDEC

La utilización de la capacidad instalada en agosto se ubicó en 73,1%; en enero de 2005, se hallaba en 66,1%.

Utilización Capacidad Instalada Agosto 2005	
Industria Metálica Básica	95%
Refinación Petróleo	91%
Industria Textil	88%
Papel y Cartón	80,5%
Alimentos y bebidas	76%
NIVEL GENERAL	73,1%
Ind. Automotriz	46%

Elaboración propia fuente INDEC



Elaboración propia fuente INDEC



Con referencia a la encuesta cualitativa industrial, acerca de las previsiones para septiembre de 2005 con respecto al mes de agosto casi en más del 80% son alentadoras. Los resultados son los siguientes:

Encuesta de expectativas empresariales setiembre respecto agosto 2005			
	Aumenta	Baja	Estable
Demanda Interna	25,7	2,9	71,4
Stocks	20	25,7	54,3
Dotación Personal	10,3	0	89,7
Horas trabajadas	13,2	6,1	80,7
Exportaciones	29,4	2,9	67,7
Importaciones	26,5	5,9	67,6

Elaboración propia fuente INDEC

-El 71,4% anticipa un ritmo estable en la demanda interna para septiembre, el 25,7% de las empresas prevé una suba y el 2,9% anticipa una baja.

-El 67,7% de las firmas estima un ritmo estable en sus exportaciones totales durante septiembre respecto a agosto, el 29,4% anticipa una suba en sus ventas al exterior y el 2,9% opina que disminuirán.

-Respecto de las exportaciones a países del Mercosur, el 84,8% no espera cambios respecto al mes anterior, el 9,1% anticipa una suba respecto de agosto y el 6,1% prevé una baja.

-El 67,6% de las firmas anticipa un ritmo estable en sus importaciones totales de insumos respecto de agosto, el 26,5% prevé un aumento y el 5,9% vislumbra una caída.

-Consultados exclusivamente respecto de las importaciones de insumos de países del Mercosur, el 77,4% no prevé modificaciones para septiembre, el 16,1% opina que aumentarán y el 6,5% anticipa una caída.

-Un 54,3% de las empresas no espera cambios en los stocks de productos terminados con relación al mes anterior, el 25,7% anticipa una baja, contra el 20% que espera un aumento.

-El 89,7% de las firmas no advierte cambios en la dotación de personal respecto del mes anterior y el 10,3% prevé una suba.

-El 80,7% de las empresas anticipa un ritmo estable en la cantidad de horas trabajadas para septiembre respecto de agosto, el 13,2% advierte una suba y el 6,1% prevé una caída.

[Volver](#)

Construcción

De acuerdo con los datos del ISAC, en el mes de julio se registró una baja con relación a junio del 0,4% en la serie desestacionalizada y un aumento del 1,1% en la serie con estacionalidad. Comparado con igual mes del año anterior, durante el mes de julio último el índice subió el 10,7% en términos desestacionalizados y el 9,8% en la serie con estacionalidad. La variación acumulada durante los siete primeros meses de este año en su conjunto registra un aumento del 8,4% en comparación con el mismo periodo del año anterior.

Durante los meses de invierno, debido a razones climáticas, la actividad de la construcción disminuye el ritmo de sus tareas, sin embargo la serie del ISAC continúa registrando el buen desempeño.

Es de destacar que ya se han alcanzado los valores de 1998 cuando se registraron los índices más altos de actividad de toda la serie histórica iniciada en 1993. En ese contexto, vale subrayar que las perspectivas para el futuro son favorables, tal como lo indican las respuestas captadas en la Encuesta Cualitativa y por el comportamiento que tiene desde hace meses la serie de Permisos de Edificación.

Las ventas al sector de insumos en julio registraron variaciones dispares con relación al mes anterior. Por un lado se observaron bajas como las de pinturas para construcción (17,2%), ladrillos huecos (5%) y pisos y revestimientos cerámicos (3,5%), en tanto que se registraron subas en cemento (14,2%), asfalto (9,6%) y hierro redondo para hormigón (1,5%). En la comparación interanual también se registraron comportamientos heterogéneos, destacándose los aumentos de 39,5% en asfalto, 22,6% en ladrillos huecos y 19,9% en cemento, fundamentalmente asociados al aumento registrado en las obras públicas.

En la encuesta cualitativa del sector de la construcción se consultó a las firmas sobre las expectativas para el mes de agosto, obteniéndose opiniones favorables, siendo más optimistas quienes se dedican principalmente a realizar obras públicas. En efecto, a decir de los empresarios, entre los

que se dedican principalmente a realizar obras públicas, el 47,9% sostiene que el próximo mes no observará cambios, idéntico porcentaje cree que el nivel de su actividad aumentará, en tanto que el 4,2% restante cree que disminuirá. Por su parte, entre quienes realizan obras privadas, el 72% cree que el nivel de actividad se mantendrá sin cambios en agosto, en tanto que el 24% estima que aumentará y el 4% restante que disminuirá.

La superficie a construir registrada por los permisos de edificación para obras privadas en una nómina representativa de 42 municipios, observó durante el mes de julio último una baja del 14,5% en relación al mes de junio, en tanto que, con respecto al mismo mes del año anterior subió el 44%.

El valor acumulado durante los primeros siete meses de este año en su conjunto registra un aumento del 43% con respecto a igual período del año 2004. Vale destacar que luego de cuatro meses de subas consecutivas desde el mes de marzo, la baja de julio no altera el signo positivo de la tendencia que mantiene esta serie, registrando en julio la octava suba interanual.

[Volver](#)

Servicios Públicos

De acuerdo con datos del ISSP el consumo global de julio de estos servicios con respecto al mes anterior disminuyó 3,1% en términos desestacionalizados.

El sector que mostró mayor crecimiento en este período ha sido el de Peajes con 1,9%, mientras que la mayor disminución se observó en el sector de Electricidad, Gas y Agua (5,8%).

Con relación a igual mes de 2004, el ISSP registró, en términos desestacionalizados, una suba del 17,4%. En este caso el mayor crecimiento se observó en el sector de Telefonía con 33,6% y la mayor disminución correspondió a Electricidad, Gas y Agua con 1,6%.

ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA

En el sector energético se observa una disminución en la generación de energía

eléctrica de 0,6%. La producción de gas presenta una disminución de 2,2%. Por otra parte, el consumo de agua potable en el área servida por la empresa Aguas Argentinas S.A. disminuyó 1%.

TRANSPORTE DE PASAJEROS

El transporte de pasajeros en ferrocarriles urbanos aumentó 4,3%, mostrando el mayor incremento en el Ferrocarril Gral. Roca con 8,5%, mientras que la mayor baja se registró en el Tren de Costa con 6,1%. Los ferrocarriles interurbanos mostraron una suba de 4,9%, correspondiendo la mayor suba al tren Chubut con 219,1%, mientras que el menor crecimiento se observa en el Tren de Chaco con 1,6%.

Respecto del servicio de subterráneos, se observa un incremento de 3,5%, correspondiendo el mayor incremento a la Línea E con 7,5% mientras que el menor se dio en las Líneas A y D con 1,8 %.

En cuanto al transporte de pasajeros, en el servicio de ómnibus metropolitano (servicio común), se observó una suba de 6%, correspondiendo el mayor incremento para las empresas Suburbanas.

TRANSPORTE DE CARGA

El transporte de carga por ferrocarril mostró una variación positiva de 1,4% entre julio de 2005 y el mismo mes del año anterior, registrando el mayor incremento el Nuevo Central Argentino SA con 6,3% y la mayor disminución se verificó en el Ferrocarril General Belgrano 16,3%.

PEAJE EN RUTAS

El número de vehículos pasantes por peajes en rutas nacionales se incrementó 9,2% entre julio de 2005 y el mismo mes del año anterior, correspondiendo el mayor incremento a los Camiones Pesados con 10,8% y la menor en los Colectivos y Camiones livianos con 4,2%. Considerando las unidades técnicas equivalentes (Uteqs), se observa una suba de 9,7%.

En las rutas correspondientes a la provincia de Buenos Aires los vehículos pasantes aumentaron 7,2%, correspondiendo el mayor incremento a los automotores livianos con

7,7% y la menor en el tráfico de los Colectivos y camiones livianos con 1,3%.

En los puestos de peaje ubicados en los accesos a la ciudad de Buenos Aires se registró un incremento del 9,2% en el total de vehículos pasantes. El mayor aumento se observó en los camiones pesados con 11,6% y el menor en los colectivos y camiones livianos con 7,3%. Respecto de los accesos, la Autopista Buenos Aires - La Plata presentó el mayor aumento con 11,7%, mientras que el Acceso Norte mostró el menor con 7%. En términos de Uteqs., el incremento fue de 9,3%.

SERVICIO TELEFÓNICO

En el servicio telefónico nacional las llamadas urbanas en el mes de julio de 2005, con respecto al mismo mes del año anterior,

mostraron una disminución de 4,1%, mientras que las llamadas interurbanas disminuyeron 14,8%.

Respecto del servicio telefónico internacional, las llamadas de salida aumentaron 33,4%, y los minutos 8,1%.

Con relación a la telefonía celular móvil, la cantidad de aparatos en servicio entre los meses de julio de 2005 y el mismo mes de 2004 subieron 77,5%.

Por otro lado, la cantidad de llamadas realizadas en teléfonos celulares se incrementó en 90,6 %.

[Volver](#)

Evolución del consumo privado

Ventas en Supermercados

El anticipo de resultados del mes de julio de 2005 indica que en ese mes las ventas desestacionalizadas a precios constantes aumentaron 1,1% con respecto a junio de 2005.

Por otro lado, la evolución interanual de las ventas desestacionalizadas a precios constantes de julio de 2005 con relación a igual mes del año anterior registró una variación positiva de 8%.

Las ventas a precios corrientes alcanzaron a \$1.821,7 millones. Esto significa un aumento de 10,8% con respecto a junio de 2005 y un aumento de 17,3% con relación a igual mes del año anterior.

Con esta estimación para el mes de julio de 2005, las ventas a precios corrientes de los primeros siete meses de 2005 aumentaron 13,8% con respecto a las ventas corrientes de los primeros siete meses de 2004.

Junio de 2005

En el mes de junio de 2005 las ventas desestacionalizadas a precios constantes disminuyeron 2% con relación a mayo de 2005.

La variación interanual de las ventas desestacionalizadas a precios constantes de junio de 2005 con respecto al mismo mes del año anterior registró una variación positiva de 7,3 %.

Las ventas a precios corrientes en el mes de junio de 2005 de las 73 cadenas relevadas alcanzaron a \$1.644,5 millones, lo que representa un aumento de 0,8% con relación al mes de mayo de 2005 y un aumento de 15,5% con respecto a igual mes del año anterior.

Las ventas a precios corrientes de los primeros seis meses del año 2005 aumentaron 13,1% con respecto a las ventas corrientes de los primeros seis meses del año 2004. En el caso de las cadenas grandes este incremento fue de 12,8%, mientras que en las cadenas medianas fue de 14,8%.

[Volver](#)

Ventas en Centros de Compras

Los resultados del mes de julio de 2005 indican que en ese mes las ventas desestacionalizadas a precios constantes verificaron una disminución de 0,1% respecto a junio de 2005.

La evolución interanual de las ventas desestacionalizadas a precios constantes de julio de 2005 con relación a igual mes del año anterior registró una variación positiva de 16%.

Las ventas totales a precios corrientes alcanzaron a \$365,4 millones. Esto significa un aumento de 15,1% con respecto a junio de 2005, al tiempo que se incrementó 33,6% con respecto a julio de 2004.

Con esta estimación para el mes de julio las ventas a precios corrientes de los siete primeros meses del año 2005 aumentaron 27,3% respecto a igual período del año 2004.

Junio de 2005

En el mes de junio de 2005 las ventas desestacionalizadas a precios constantes aumentaron 0,5% con respecto a mayo de 2005. Por otro lado la variación interanual de las ventas desestacionalizadas a precios constantes de junio de 2005 con relación a igual mes del año anterior registró una variación positiva de 11,5%.

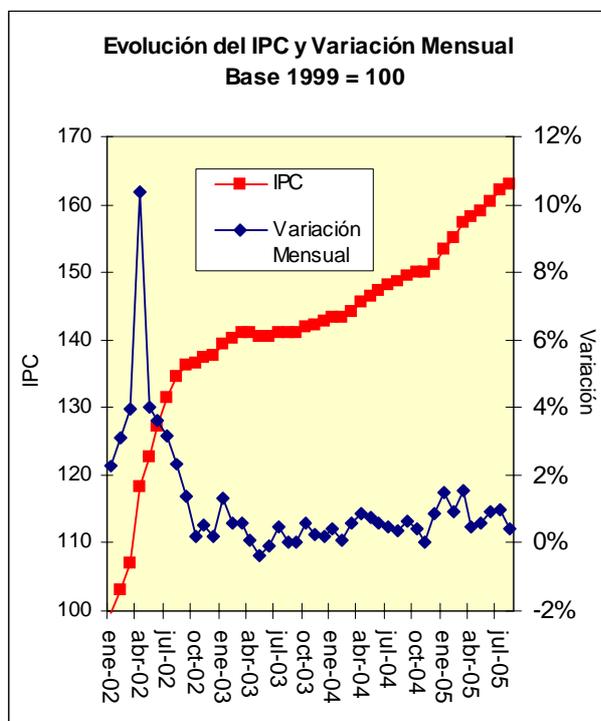
Las ventas a precios corrientes en el mes de junio de 2005 de los 29 Centros de compras relevados alcanzaron a \$317,4 millones, lo que representa un incremento de 6,9% con respecto a mayo de 2005 y un aumento de 23,7% con respecto a igual mes del año anterior.

Si se analiza la composición por rubros de las ventas en junio de 2005, se observa que los más importantes son Indumentaria, calzado y marroquinería (50,4%); Electrónicos, CD, electrodomésticos y computación (15%); Patio de comidas, alimentos y kioscos (8,9%) y Ropa y accesorios deportivos (6,8%). Como contrapartida, cada uno de los restantes rubros no alcanzan el 6% de participación. En junio de 2005 la concurrencia a las 147 salas cinematográficas fue de 1.041.779 espectadores.

[Volver](#)

Precios

Precios al Consumidor



Elaboración propia fuente INDEC

El nivel general del IPC creció durante agosto un 0,4%, la menor suba desde noviembre del año pasado. Con este resultado, el IPC ha crecido un 7,7% durante los primeros ocho meses del 2005, contra un 4,1% en el mismo período del 2004. Con este resultado, parece probable que la inflación anual del 2005 este ligeramente por encima del 10%, superando las previsiones del BCRA de principios de año.

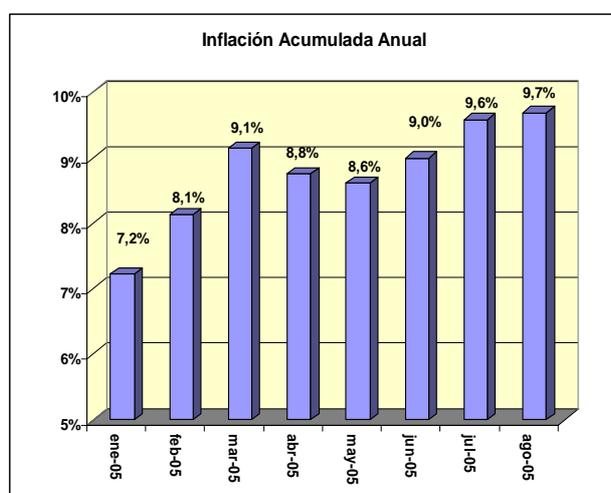
La caída de los precios estacionales en un 2,7% durante agosto fue crucial para que el IPC subiera menos de lo esperado. Este tipo de bienes, que representan un 9,2% de la canasta del IPC, incluyen al turismo, que cayó un 7,7% (consecuencia de finalización de las vacaciones de invierno) y la ropa que cayó un 2,2% (debido al término de la temporada). En cambio, los precios regulados casi no subieron durante el mes pasado y el resto de los precios crecieron al 0,9%.

Variación del IPC en los primeros siete meses del año según principales categorías (porcentaje)

	Mes								Inflación Acumulada
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	
Nivel General	1,5	1	1,5	0,5	0,6	0,9	1	0,4	7,7
Estacionales	4,5	0	-0,9	-0,9	-0,3	0,4	2,8	-2,7	2,7
Regulados	1,5	0,1	0,3	0	1,1	0,6	0,1	0,1	3,9
Resto IPC	1,1	1,3	2,2	0,8	0,6	1,1	1	0,9	9,3

Elaboración Propia Fuente Indec

Aún con la moderada inflación de agosto, la inflación interanual muestra una clara tendencia alcista desde principios de año, como se observa en el siguiente gráfico.



Elaboración propia fuente INDEC

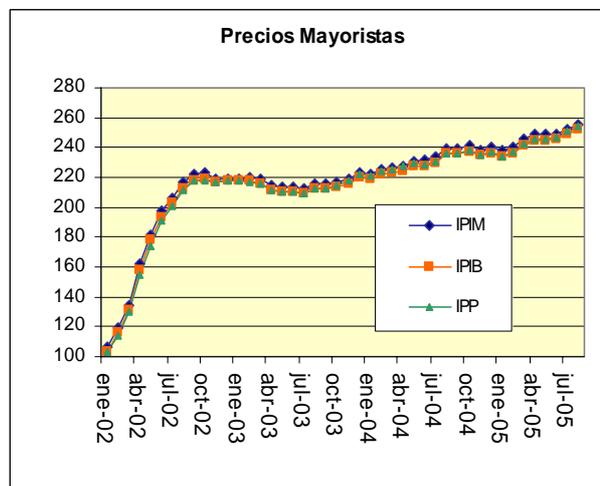
Entre los subrubros en que se divide el IPC, el de mayor crecimiento durante agosto fue Alimentos y Bebida con un 1,4%. El resto de las categorías crecieron a un ritmo menor al 1%. Dos subrubros cayeron durante agosto: Esparcimiento bajó un 2,9% (impulsado por la caída en turismo, como ya se comentó) e Indumentaria (cayó un 1,3%, debido a la baja en la ropa, como ya se mencionó).

Es de destacar que Vivienda y Servicios Básicos es el subrubro que más ha subido en lo que va del año, con un 14,6%, seguido por Educación (12,3%) y Alimentos y Bebidas (9,4%). Los sectores que menos crecieron en lo que va del año fueron Indumentaria (2,4%), Esparcimiento (3,1%) y el sector altamente regulado del Transporte y las Comunicaciones (5,3%)

[Volver](#)

Precios Mayoristas

Los precios mayoristas son presentados por el INDEC a través de un sistema compuesto de tres índices: el IPIM, el IPIB y el IPP.



Elaboración propia fuente INDEC

IPIM (índice de precios internos al por mayor)

El IPIM es el más importante de estos índices. Durante el mes de agosto, el nivel general del IPIM subió un 1,3%. Los productos nacionales aumentaron un 1,4%, subiendo un 3,5% los productos primarios y un 0,6% los productos manufacturados y energía eléctrica. Los productos importados, por su parte, cayeron un 0,1%. En lo que va del año, el IPIM ha crecido un 6,3%.

IPIB (índice de precios básicos al por mayor)

Este índice tiene en cuenta los precios sin impuestos, al contrario del IPIM en el cual si se tiene en cuenta el gravamen impositivo. Su nivel general creció un 1,3% durante agosto. Los productos nacionales subieron un 1,4%, debido a un alza del 3,4% en los productos primarios y a una suba de 0,7% en los manufacturados y energía eléctrica. Los productos importados, por su parte, se mantuvieron sin cambios. En lo que va del 2005, el IPIB ha subido un 6,6%.

IPP (índice de precios básicos al productor)

En éste índice se consideran los productos de origen nacional sin impuestos. En agosto, este índice creció un 1,3%. Los productos primarios subieron un 3,2% y los manufacturados y energía eléctrica crecieron un 0,6%. En lo que va del año, el IPP ha crecido un 7,7%, siendo el índice que más ha crecido dentro del sistema de índices mayoristas.

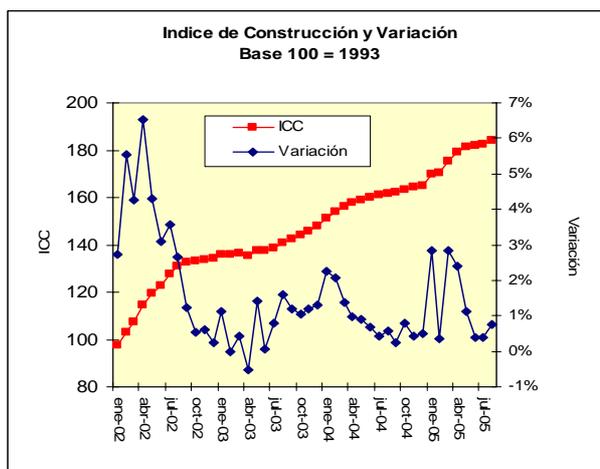
Como en meses anteriores, la suba del Petróleo Crudo (un 6,9% durante agosto) apuntaló el alza de los precios mayoristas. Los productos agrícolas, en cambio, cayeron un 0,4%. La suba de los precios mayoristas sin duda presionará sobre la inflación, ya que el IPM ha subido un 139,7% desde la devaluación, contra un alza del 66,9% en el IPC durante el mismo período.

[Volver](#)

ICC (Índice de Costos de la Construcción)

Éste índice mostró en agosto una suba del 0,8%, la mayor suba desde mayo. El índice se encuentra integrado en tres grandes rubros: Materiales, Mano de obra y Gastos Generales.

Los materiales subieron un 0,8%, la mano de obra un 0,6% y los gastos generales un 1,3%.



Elaboración propia fuente INDEC

En lo que va del año, el Índice ha crecido un 11,6%, creciendo los materiales un 6,3%, la mano de obra un 19,2% y los gastos generales un 13,2%. El nivel general, por su parte, ha subido un 93,8% desde diciembre del 2001, destacándose la suba de los materiales durante el mismo período (un 120,5%) a un ritmo mayor que el de los otros rubros (gastos generales subió un 72,5% y mano de obra un 69,9%).

[Volver](#)

Salarios

Índice de salarios nivel general



Elaboración propia fuente INDEC

El Índice de salarios estima la evolución de los salarios pagados en la economía. El índice mostró en el mes de julio un crecimiento del 1,64%, la mayor suba desde febrero. Con este resultado, en los primeros siete meses del 2005 los salarios han crecido un 12,3%, frente a una suba del 7% en idéntico período del 2004, lo que evidencia una tendencia alcista en esta variable.

El índice de salarios está compuesto por tres subrubros: los salarios del sector privado registrado, los del privado no registrado y los salarios del sector público.

Índice de salarios del sector público

Durante julio, el sector público creció un 1,93%, después de cuatro meses consecutivos en que este sector no mostraba modificaciones. Es de destacar que desde el

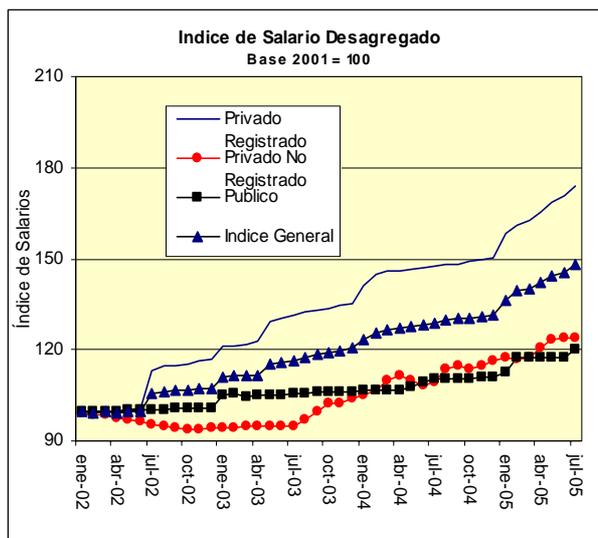


final de la convertibilidad, el sector público ha sido el subgrupo que menos ha visto crecer sus salarios, apenas un 20%, contra un aumento del 66,9% en los precios minoristas.

Índice de salarios sector privado, registrado y no registrado

El sector *privado registrado* vio crecer sus salarios un 1,99% durante julio, el mayor alza desde enero. Este sector es el que ha visto crecer más sus salarios desde diciembre del 2001, un 74,2%, siendo el único sector cuyo poder de compra ha crecido desde la devaluación.

El sector *privado no registrado*, por su parte, vio subir sus salarios en julio un 0,02%, la menor suba desde febrero. Este sector ha visto crecer sus salarios un 24,3% desde el final de la convertibilidad, de acuerdo a los datos recabados por el Indec.



Elaboración propia fuente INDEC

[Volver](#)

Ocupación

Empleo

Según la Encuesta Permanente de Hogares realizada por el INDEC la Tasa de empleo para el 1er semestre de 2005 fue del 39,7% (9.250.000 personas) de la población encuestada en 28 aglomerados urbanos (23.289.000 habitantes). Al compararla con el 1er semestre de 2004 observamos un incremento de 0,5 puntos porcentuales.

El empleo formal privado, que es relevado por el Ministerio de Trabajo, presentó en el mes de julio un incremento del 0,5% respecto a junio de 2005.

En la comparación interanual de julio de 2005 con igual período de 2004 se registró un incremento en el empleo del 8,9%.

La evolución de los sectores es la siguiente:

- La industria manufacturera presenta, un crecimiento del 0,5% en el mes de julio de 2005. Respecto de julio de 2004 creció 7,9%.
- El sector comercio y servicios aumentó respecto del mes anterior un 0,6%. En

relación con julio de 2004 presenta un crecimiento del 7,6%.

- La construcción presentó, durante el mes de julio de 2005, una disminución del 0,7%. Respecto del mismo mes del año anterior aumentó un 28,7%.

En el Gran Buenos Aires el empleo formal aumentó un 0,5% durante julio respecto a junio de 2005. La variación interanual fue del 9,2%.

En el Gran Córdoba se registró un aumento del 1,8% en el mes de julio y un incremento del 12,6% en la comparación de julio de 2005 con igual período del año anterior.

En el Gran Rosario en el mes de julio el empleo se mostró por tercer mes consecutivo sin variaciones. Comparado con igual mes de 2004 el incremento fue del 5,1%.

Por último, en el Gran Mendoza el nivel de empleo mostró una disminución del 0,3% en julio de 2005. En tanto que la variación interanual fue positiva en un 5,4%.

[Volver](#)

Desocupación

La Tasa de desocupación del 1er semestre de 2005 fue del 12,5% (1.325.000 personas) para el total de aglomerados encuestados (23.289.000 habitantes), de este modo muestra un descenso en el nivel de desempleo de 2,1 puntos porcentuales en comparación con el 1er semestre de 2004. Es importante destacar que la Tasa de desocupación es calculada como porcentaje entre la población

desocupada y la población económicamente activa (10.576.000 personas) a diferencia de la tasa de empleo que es considerada sobre el total de la población relevada. Además la tasa que estamos considerando incluye a los beneficiarios de los planes de Jefe y Jefa de Hogar, como empleados.

[Volver](#)

Evolución de los estratos de ingresos más bajos

Seguimiento de los niveles de pobreza e indigencia

El valor de la Canasta Básica Alimentaria de agosto fue de 117,50 pesos para el adulto equivalente, en tanto que para una familia tipo fue de 363,07 pesos, esto nos indica que si el ingreso familiar no alcanza dicho monto esta familia se encuentra bajo la línea de indigencia.

Para igual mes la Canasta Básica Total se encontró en 256,15 pesos para el adulto equivalente y en 791,50 pesos para una familia tipo. En esta canasta se encuentran incluidos servicios y bienes no alimentarios, tales como vestimenta, transporte, educación y salud. Por lo que las familias que se encuentran percibiendo un monto inferior al citado se encuentran bajo la línea de la pobreza y aquellos que superan tal ingreso no son considerados pobres.

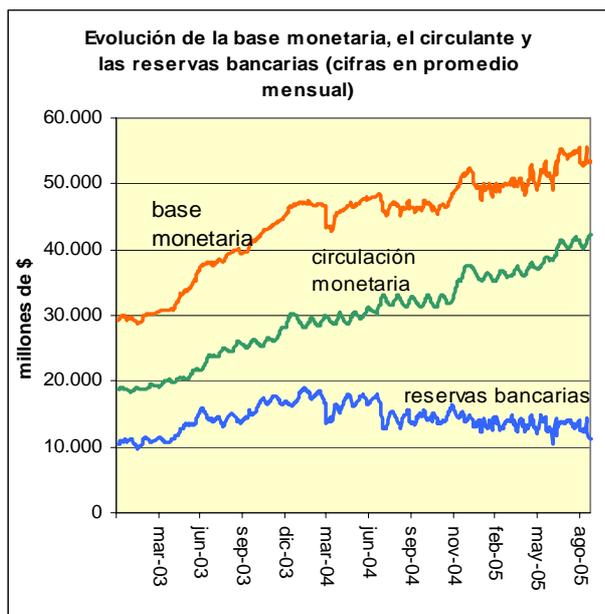
Moneda, crédito, financiamiento y mercado cambiario

Base monetaria amplia

La base monetaria amplia creció en agosto 1.136 millones de pesos. Como en anteriores meses, el sector externo fue el principal creador de base, aportando unos 4.189 millones de pesos. El sector financiero y el sector gobierno, en cambio, contrajeron base por 2.230 y 267 millones de pesos, respectivamente. Durante el 2005, la base monetaria creció 3.052 millones de pesos, aportando el sector externo unos 19.664 millones de pesos, en tanto que el sector financiero, el sector gobierno y la venta de títulos públicos por el BCRA extinguieron base por un total de 15.383 millones.

Variación en Base Monetaria (millones de \$)	Agosto 2005	Acumulado 2005
Fuentes	1.136	3.052
Sector Externo	4.189	19.664
Sector Financiero	-2.230	-5.916
Sector Gobierno	-267	-300
Títulos BCRA	-411	-9.168
Cuasimonedas	0	0
Otros	-145	-1.228
Usos	1.136	3.052
Circulación Monetaria	321	3.505
Reservas de los Bancos	815	-453

Elaboración propia fuente BCRA



Elaboración propia fuente BCRA

En los primeros días de septiembre, la base monetaria ha mostrado un fuerte descenso, cayendo casi 900 millones. Esto se ha debido principalmente a la política de redescuentos llevada a cabo por el BCRA. Creemos que este mes el Banco Central buscará una caída en la base monetaria, para así poder cumplir con sus propias pautas trimestrales, que serían superadas al ritmo en que la base ha crecido en los últimos meses. Para fin de año, nuestro pronóstico es que la base monetaria terminara el 2005 en 56.750 millones de pesos, cerca del techo previsto por el programa monetario del Banco Central.

[Volver](#)

Depósitos

Los depósitos totales del sector privado subieron un 1,3% durante agosto, llegando a un promedio para el mes de 92.886 millones de pesos. Los depósitos denominados en pesos subieron un 0,7%, mientras que los denominados en dólares subieron un 7,9%, la mayor suba en esta moneda desde mayo del año pasado.

	Agosto	
	Variación Mensual	Variación Interanual
Depósitos en pesos	0,7%	20,5%
Cuenta Corriente	2,1%	26,0%
Caja de ahorro	-2,0%	22,5%
Plazo fijo sin CER	1,4%	22,5%
Plazo fijo con CER	4,0%	77,5%
Otros	0,1%	9,6%
CEDROS	-26,5%	-86,5%
Depósitos en dólares	7,9%	29,6%
Total Depósitos	1,3%	20,4%

Elaboración propia fuente BCRA

Al analizar los depósitos en pesos en forma desagregada, se observa que las cuentas corrientes subieron en agosto 438 millones de pesos (2,1%), las cajas de ahorro cayeron 410 millones (2%), los plazos fijos sin CER crecieron 439 millones (1,4%), los plazos fijos con CER subieron 233 millones (4%), otros depósitos crecieron 5 millones (0,1%), mientras que los CEDROS cayeron 168 millones (26,5%).

Principales Agregados Monetarios				
Dinero	Saldo Promedio	Agosto		
		%	% del PBI	
Circ. Público	36.808	28,4%	8,1%	
Dep. Cta. Corriente	20.927	16,1%	4,6%	
Medios de Pago (M1)	57.735	44,5%	12,8%	
Cajas de Ahorro	19.791	15,3%	4,4%	
Plazo Fijo sin CER	30.872	23,8%	6,8%	
Plazo Fijo con CER	6.118	4,7%	1,4%	
Otros	5.476	4,2%	1,2%	
CEDROS	466	0,4%	0,1%	
Dinero (M3)	120.458	92,9%	26,6%	
Depósitos en dólares	9.235	7,1%	2,0%	
Dinero (M3) + USD	129.693	100,0%	28,7%	

Elaboración propia fuente BCRA

En agosto, los depósitos privados totales en moneda local llegaron a \$83.651 millones, lo cual representa el 90,1% del total de las colocaciones del sector privado. De esa cifra, el 44,2% corresponde a los plazos fijos, mientras que un 48,6 % se distribuye en partes similares entre cuenta corriente y caja de ahorro. Esta estructura se ha mantenido bastante estable en los últimos meses.

Por su parte, la proporción de los depósitos en moneda norteamericana sobre el total de depósitos privados fue en agosto del 9,9%, el mayor porcentaje desde el final de la convertibilidad.

[Volver](#)

Préstamos

En el mes de agosto, los préstamos totales llegaron a un promedio para el mes de 46.566 millones de pesos, una suba del 2,5% con respecto a julio.



Elaboración propia fuente BCRA

Es de destacar que los préstamos vienen creciendo en forma ininterrumpida desde hace más de un año y medio. Los préstamos en pesos subieron un 1,8% en tanto que los préstamos en dólares crecieron un 6,4%. En términos absolutos, los préstamos aumentaron en promedio 1.119 millones de pesos, una suba de 701 millones para los créditos en pesos y de 418 millones para los préstamos denominados en dólares.

	Agosto	
	Variación Mensual	Variación Interanual
Préstamos en pesos	1,8%	28,7%
Adelantos	0,9%	26,5%
Documentos	2,8%	46,0%
Hipotecarios	0,0%	-2,4%
Prendarios	2,6%	42,8%
Personales	4,8%	90,5%
Tarjetas	1,2%	39,0%
Otros	1,3%	13,3%
Préstamos en dólares	6,4%	73,0%
Adelantos	3,7%	32,2%
Documentos	6,6%	127,4%
Hipotecarios	0,0%	68,1%
Prendarios	1,9%	-13,5%
Tarjetas	3,4%	31,5%
Otros	4,0%	-7,8%
Total Préstamos	2,5%	30,6%

Elaboración propia fuente BCRA

Durante agosto, se destacó el crecimiento en la moneda local de los préstamos personales, los documentos descontados y los préstamos prendarios. Los préstamos hipotecarios fueron el único tipo de préstamos en pesos en no crecer durante agosto. Algo similar paso en los préstamos denominados en dólares, donde salvo los hipotecarios, el resto de los préstamos crecieron durante el mes, destacándose el crecimiento de los documentos descontados, los adelantos y otros documentos.

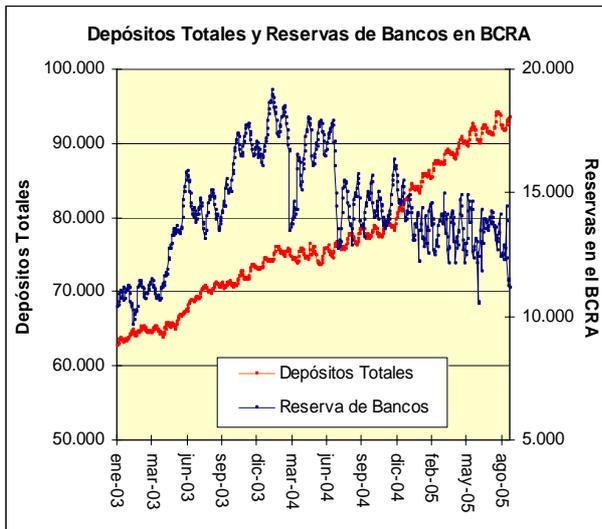
Los préstamos en pesos representaron en agosto un 85,1% del total de préstamos otorgados. En términos de montos, los principales préstamos en la moneda local fueron los préstamos hipotecarios y los documentos descontados, con el 21,7% y el 20,6% respectivamente del total de préstamos en pesos. Por su parte, los préstamos en dólares llegaron en agosto al 14,9% del total de préstamos, el mayor porcentaje desde diciembre del 2002. En términos de montos, el principal tipo de préstamos en la moneda norteamericana fueron los documentos descontados, con el 71,6% del total de los préstamos en dólares.

	Agosto	
	Saldo Promedio	%
Préstamos en pesos	39.637	85,1%
Adelantos	7.585	19,1%
Documentos	8.155	20,6%
Hipotecarios	8.616	21,7%
Prendarios	1.970	5,0%
Personales	5.924	14,9%
Tarjetas	3.849	9,7%
Otros	3.539	8,9%
Préstamos en dólares	6.929	14,9%
Adelantos	630	9,1%
Documentos	4.958	71,6%
Hipotecarios	165	2,4%
Prendarios	39	0,6%
Tarjetas	89	1,3%
Otros	1.048	15,1%
Total Préstamos	46.566	100,0%

Elaboración propia fuente BCRA

Como se observa, los préstamos están aumentando. Sin embargo, los créditos siguen estando destinados fundamentalmente a financiar consumo de corto plazo y el capital de trabajo de las empresas. En el mediano y largo plazo, el funcionamiento de la economía va a precisar de proyectos de largo plazo con financiamiento apropiado.

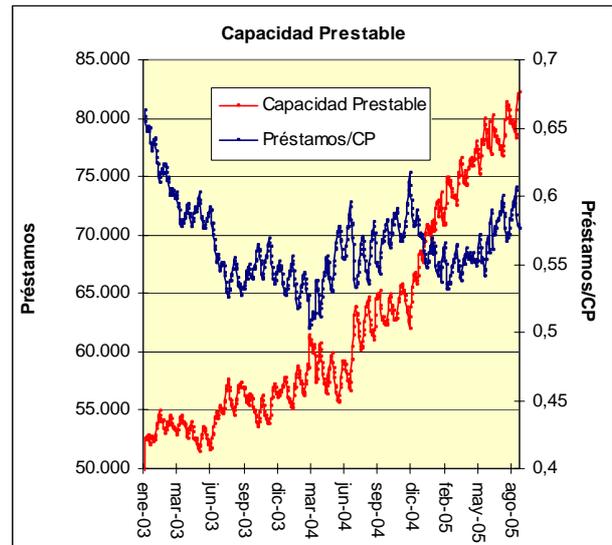
La capacidad prestable (definida como la diferencia entre los depósitos totales del sector privado y las reservas de los bancos comerciales en el Banco Central) se ubicó a principios de septiembre en una cifra record de 82.000 millones de pesos. Esto se debió a que los depósitos privados han subido en tanto que las reservas se han mantenido estables en el mediano plazo.



Elaboración propia fuente BCRA

La relación de los préstamos al sector privado respecto de la capacidad prestable (P/CP) se ubicaba a principios de septiembre en un 60%, el mayor porcentaje de los últimos meses, pero todavía por debajo de los niveles históricos, ya que a principios del 2003 esta relación estaba en un 65%. Lo que esta relación indica es que del total de capacidad prestable de que disponen los bancos, hay un 40% de fondos sin asignación productiva ni al consumo, reforzando lo ya comentado sobre la falta de nuevos proyectos productivos a pesar de la existencia de fondos disponibles. El problema que restringe la capacidad del sector privado de obtener fondos es la incertidumbre de los agentes ante la diferencia de plazos entre préstamos y depósitos.

Para los próximos meses, consideramos que los préstamos seguirán incrementándose. El impulso vendrá fundamentalmente por el lado de la denominación en pesos. De todos modos, falta un crecimiento más sustentable de los créditos productivos de mediano y largo plazo.



Elaboración propia fuente BCRA

[Volver](#)

Mercado Cambiario

El dólar de referencia revirtió durante agosto la tendencia bajista de fondo que venía presentando principalmente desde inicios de marzo.

El tipo de cambio finalizó el mes mostrando una suba de 1,71%, el incremento más importante desde mayo de 2004.

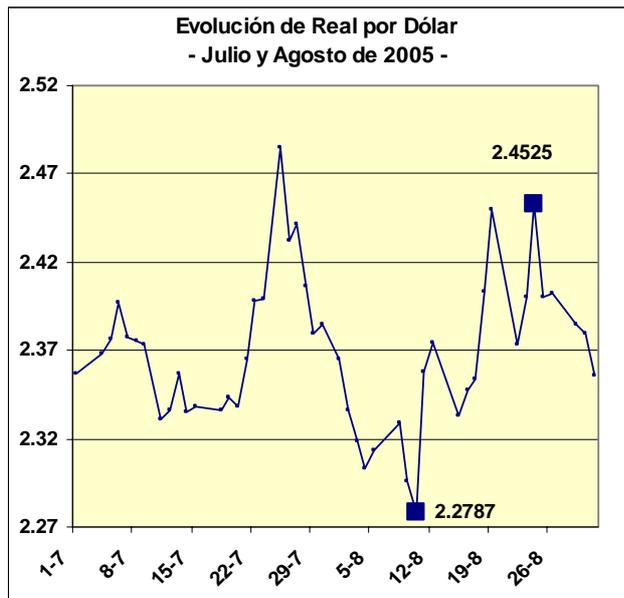


Elaboración propia en base a cifras del BCRA

Las causas para este cambio de tendencia se encontrarían tanto en factores locales como externos.

Entre estos últimos se contarían la complicada situación política que se registró en Brasil, que repercutió negativamente sobre la cotización de la moneda brasileña básicamente en la segunda y tercer semana del mes.

Durante dicho período el real evidenció una pérdida de valor frente al dólar de más del 7%, producto de una salida de los inversores de la moneda ante la incertidumbre política.



Elaboración propia en base a cifras de Reuters

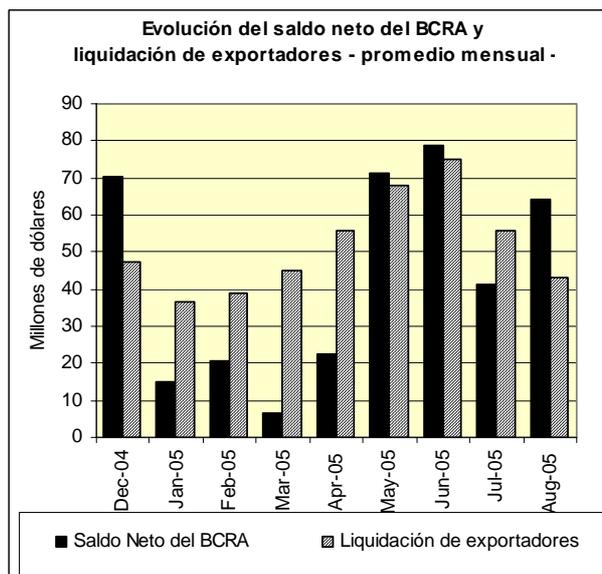
Esta caída de la cotización de la divisa brasileña influyó en buena medida en la baja que tuvo el peso respecto al dólar estadounidense en el mercado local, registrándose en la plaza cambiaria importantes órdenes de venta de pesos, por parte de entidades, para posicionarse en dólares.

El volumen negociado entre terceros se ubicó en u\$s199 millones diarios, aproximadamente similar nivel que el mes previo.

Asimismo, la depreciación del peso se vio influida por las declaraciones del titular del Ministerio de Economía, respecto al deseo del gobierno de evitar que el precio de la moneda local continúe revalorizándose, como venía sucediendo en los meses previos.

La intención de que la divisa norteamericana aumente su cotización para favorecer al sector exportador y beneficiar la recaudación fiscal vía retenciones, se vio plasmado en un

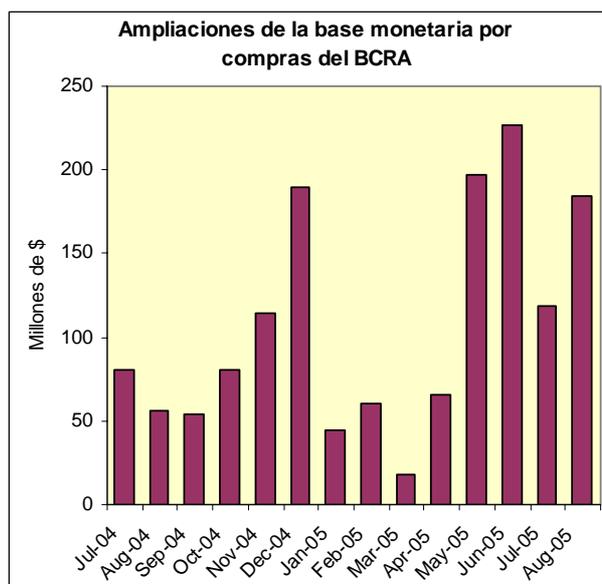
aumento significativo en el nivel de compras por parte del BCRA.



Elaboración propia en base a cifras del BCRA y CIARA

Si bien ya de por sí se había generado una demanda genuina de dólares por los factores externos comentados, la autoridad monetaria también contribuyó al aumentar sus compras de dólares en el mercado local.

El BCRA finalizó el mes con un saldo de u\$s1.410,9 millones, lo que significa un promedio diario de u\$s64,1 millones, es decir, un 54% más que el mes previo.



Elaboración propia en base a cifras del BCRA

Esto produjo una importante ampliación de la base monetaria por más de \$4.000 millones, lo

que no llegó a ser compensado por otros factores de absorción, dado que el saldo de agosto reflejó una emisión neta por casi \$1.140 millones.

Con respecto al sector exportador, éste registró un nivel menor de liquidaciones de divisas que el mes previo, totalizando aproximadamente u\$s945 millones, lo que significa una reducción de casi el 20% respecto a julio y se ubica en similar nivel que marzo.

Principios de Septiembre – Perspectivas Al día 15

Si bien en la primer semana del mes el dólar registró un leve retroceso, esta situación se revirtió luego, hasta ubicarse al cierre de la primer quincena en \$2,9165, es decir un 0,16% por arriba de fin de agosto.

El BCRA volvió a incrementar a principios de mes su nivel de compras en el mercado, hasta promediar un saldo diario neto de poco más de u\$s65 millones, lo que repercutió en una ampliación de la base monetaria en más de \$170 millones diarios.

Si bien el aumento en las intervenciones de mercado que ha venido efectuando la autoridad monetaria harían revisar los pronósticos respecto al cumplimiento de las metas del Programa Monetario para el tercer trimestre, en función de la emisión de pesos que esto implica, habría que tener en cuenta los siguientes aspectos en cuanto a los mecanismos de absorción que podría utilizar la entidad.

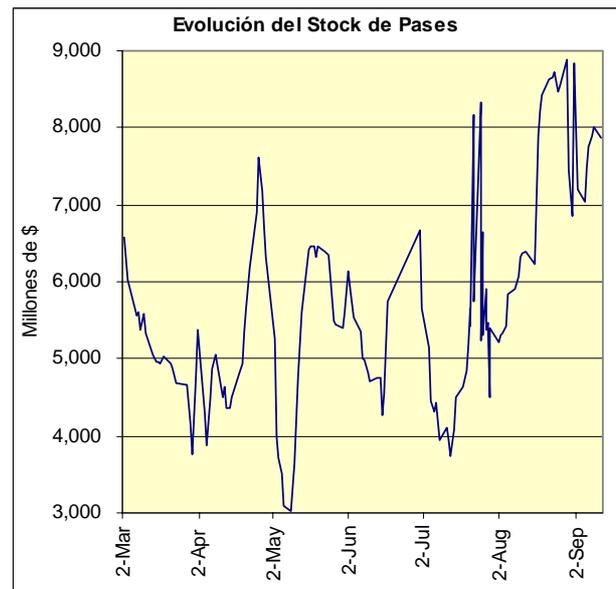
En primer lugar, como se comentará más adelante, el BCRA parece haber cambiado su accionar en las licitaciones de letras y notas, aumentando significativamente la tasa en los instrumentos de mayor duración, a fin de poder descomprimir su cronograma de vencimientos. Esto incrementa las posibilidades de que las licitaciones continúen siendo un mecanismo eficaz para absorber eventuales emisiones de pesos.

En segundo término, la autoridad dispuso, mediante la Com"A"4405, que la integración que las entidades tengan que hacer del efectivo mínimo no podrá ser inferior al 80%

(cuando previamente era del 90%). Esto le permitió a los bancos colocar el excedente de fondos que se generó en operaciones de pase, obteniendo un 4,25% que abonan estos, contra poco más de 2,5% que antes recibían.

Cabe destacar que esta modificación normativa se suma a la implementada a mediados de agosto respecto a los FCI de plazo fijo, que deben ahora colocar el 45% de su dinero en el BCRA, fondos que antes debían ser depositados en cuentas a la vista en bancos. Estas colocaciones, cabe destacar, fueron efectuadas en pases, por lo cual la autoridad monetaria encontró una forma alternativa de absorber una cantidad mayor de pesos.

A continuación se presenta la evolución del stock de pases, donde se puede apreciar el aumento importante que se verificara desde fines de julio (+46%).

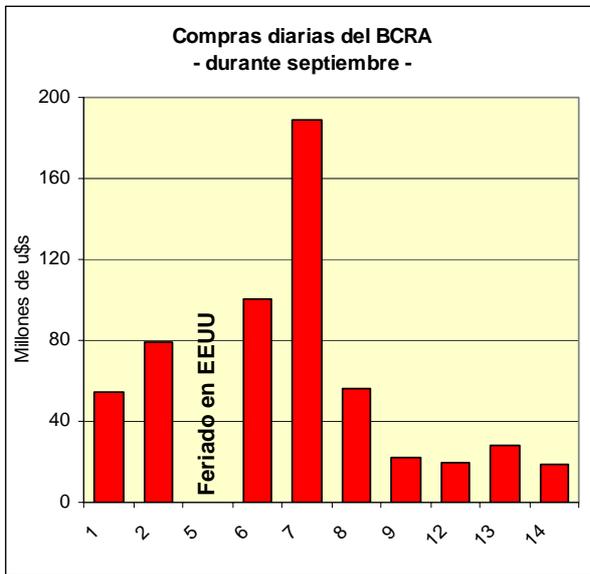


Elaboración propia en base a cifras del BCRA

Finalmente, a este nuevo contexto se agrega un mayor control a la liquidación de divisas proveniente de exportaciones, que buscaría evitar que eventuales ventas de dólares que efectuarían las entidades para su traspaso a pesos y posterior compra de activos nominados en moneda local, puedan ser informadas como operaciones provenientes de prefinanciación a exportaciones.

Cabe destacar que, luego de se implementaron los cambios comentados en el

párrafo anterior (según Com" A"4415), el BCRA parecería no haber tenido una necesidad de intervenir en forma tan contundente para que el tipo de cambio continuara su sesgo alcista.



Elaboración propia en base a cifras del BCRA

De acuerdo a lo que se comentó, y en función al conjunto de modificaciones que se han ido implementando, el BCRA parecería contar ahora con más herramientas para evitar eventuales apreciaciones del peso desde su nivel actual.

En función de ello, se cree probable que el tipo de cambio mantenga una tendencia lateral con un posible y leve sesgo alcista.

[Volver](#)

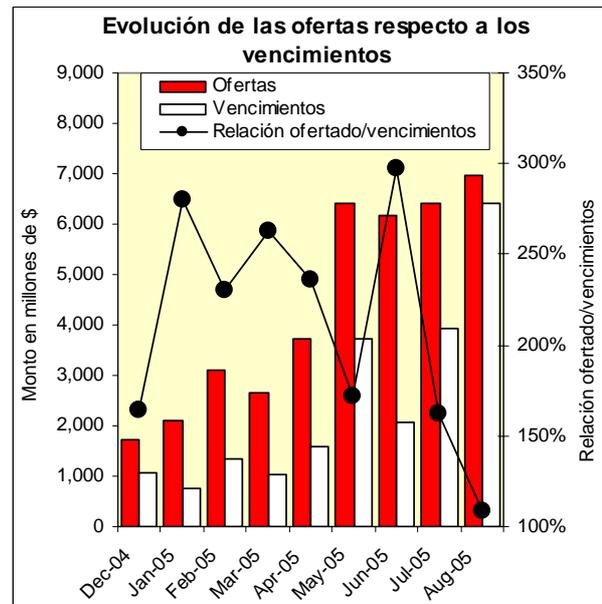
Mercado de Lebac y Nobac

Durante Agosto, el BCRA continuó renovando, e incluso ampliando, el stock de instrumentos en circulación, pese a los abultados vencimientos que debía afrontar.

Si bien el monto total de ofertas alcanzó los \$6.954 millones, superior a los \$5.505 que vencían, cabe destacar que la relación entre monto ofertado sobre monto licitado se ubicó en el menor nivel del año, registrándose un índice de 1,26.

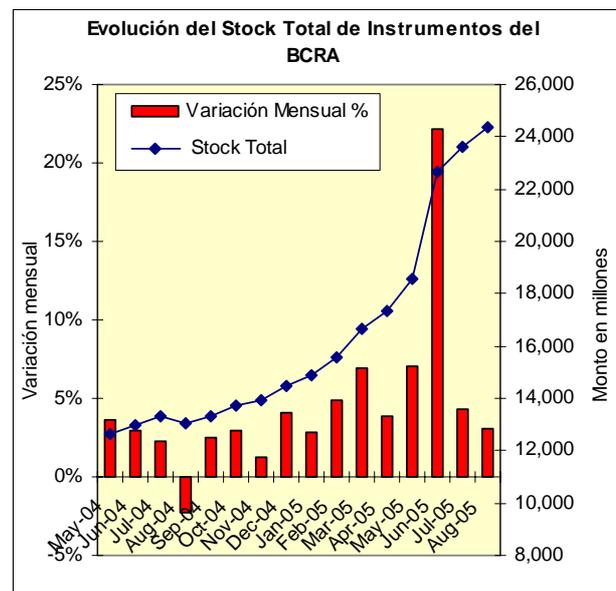
Esta situación reflejó, en parte, la menor disposición de las entidades a seguir prestándole a la autoridad monetaria a las tasas nominales que venía ofreciendo, en el marco de una menor nivel de liquidez que habría presentado el sistema durante el mes.

A continuación se presenta un gráfico donde se puede apreciar que, si bien las ofertas vienen incrementándose levemente, el mercado "cortoplacismo" de los inversores que se ha ido evidenciando hizo que los vencimientos que debía afrontar el BCRA cada vez sean mayores, reduciendo, como se comentara, la relación ofertado/licitado a su menor nivel en el año.



Elaboración propia en base a cifras del BCRA

El cierre de agosto, el stock de letras y notas del BCRA alcanzó un valor de \$24.361 millones, lo que significó un incremento de \$722 millones respecto a julio y equivale a una suba mensual del 3,05%, la menor suba porcentual desde enero de 2005.

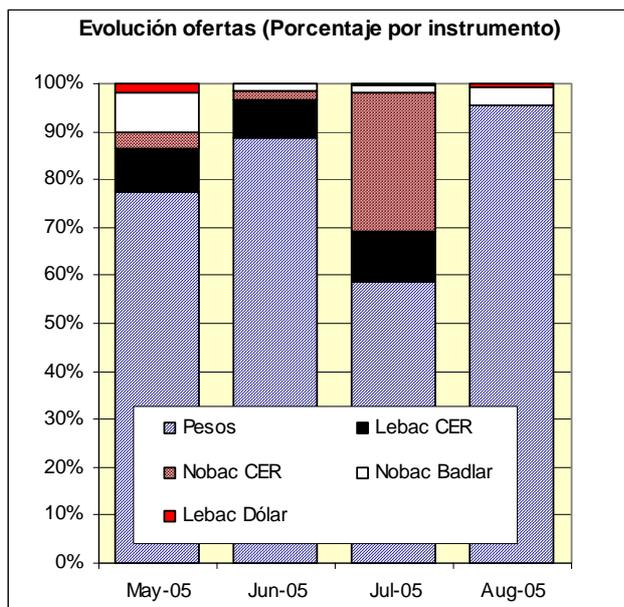


Elaboración propia en base a cifras del BCRA

Con respecto a las preferencias de los inversores, luego de que la autoridad monetaria decidiera suspender las colocaciones de instrumentos ajustables por CER a fines de julio, lógicamente casi el 100% de los fondos se dirigieron a letras en pesos. Las ofertas por notas ajustables por tasa Badlar apenas superaron el 3,5% del total.

Participación sobre el total ofertado (%)			
Instrumento	Agosto	Julio	Junio
Lebac sin Ajuste	95,58	58,77	88,57
Lebac con CER	0	10,27	7,99
Nobac con CER	0	29,2	2,07
Otros	4,42	1,76	1,37

Elaboración propia en base a cifras del BCRA

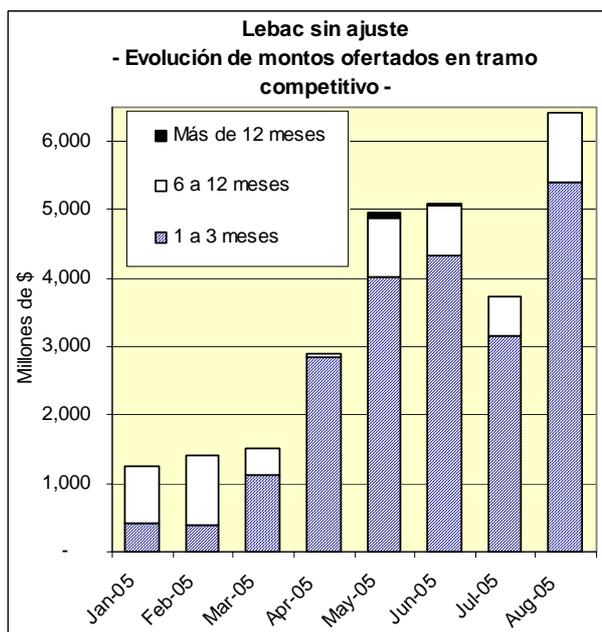


Elaboración propia en base a cifras del BCRA

En cuanto a las letras en pesos, la mayor parte de los vencimientos continuaron renovándose a corto plazo, siguiendo acaparando esta clase de letras el 85% sobre el total de ofertas. Como se observa en el gráfico a continuación, las entidades permanecieron con su postura de no posicionarse en letras de mayor duración.

La causa del "cortoplacismo" que se viene observando, y comentando en anteriores informes, respondería a la decisión de los inversores de colocar sus fondos en

instrumentos de menor duración, especulando con la posibilidad de que a su vencimiento los puedan renovar a tasas mayores.



Elaboración propia en base a cifras del BCRA

La política contractiva que viene implementando el BCRA, lo que ha producido un alza en las tasas de referencia del sistema financiero, así como la incertidumbre que se generó respecto al control que pueda tener el gobierno sobre el crecimiento de precios, habría estado fomentando esta decisión por parte de los inversores.

Al cierre de agosto, las tasas de Lebac mostraron un leve sesgo alcista respecto a fin de julio.

Tasas de Lebac- Comparación			
Plazo	Ultima Agosto	Ultima Julio	Dif. Pbs
Pesos			
1 mes	6,05%	5,95%	+10
3 meses	6,81%	6,85%	-4
6 meses	7,44%	7,25%	+19
9 meses	---	7,85%	---
12 meses	---	8,45%	---
18 meses	---	---	---
24 meses	---	---	---
Ajustables por CER			
12 meses	---	---	---
18 meses	---	---	---
24 meses	---	---	---

Elaboración propia en base a cifras del BCRA

Con respecto a las tasas de Notas, el BCRA sólo pudo colocar instrumentos ajustables por tasa Badlar de bancos privados, registrándose una importante suba de aproximadamente 107 pbs respecto al registro de julio.

Tasas de Nobac	
Plazo	Ultima Licitación de Agosto
Pesos	
3 años	---
4 años	---
Ajustables por CER	
3 años	---
4 años	---
Ajust. por Badlar General + 2,5%	
2 años	---
Ajust. por Badlar Privado + 2,5% (*)	
2 años	8,55%

Elaboración propia en base a cifras del BCRA
(*) Del 23/8

Principios de Septiembre – Perspectivas Al día 15

El mes de septiembre comenzó con cambios significativos en las licitaciones de letras y notas.

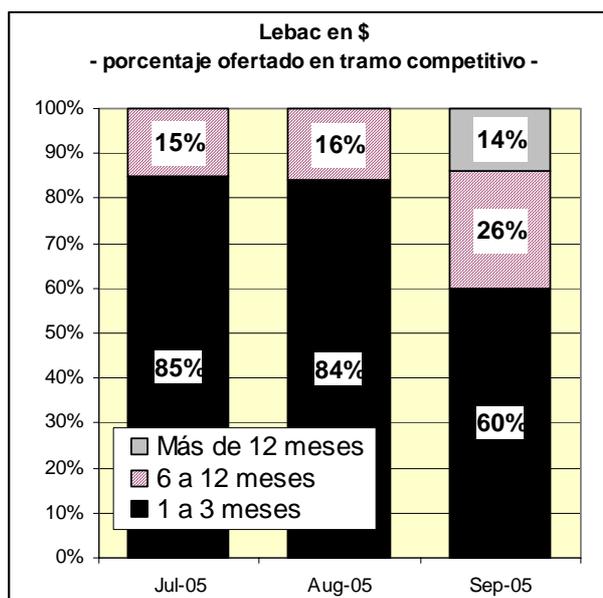
Como se venía anticipando en Informes de Coyuntura previos, el BCRA decidió finalmente elevar los rendimientos de letras de largo plazo, a fin de atraer a los inversores hacia este tipo de colocaciones y provocar una mejora en su cronograma de vencimientos, el cual, como se comentara anteriormente, viene presentando compromisos importantes de corto plazo.

Tasas de Lebac en pesos	
Plazo	Licitación del 13/9
1 mes	6,10%
3 meses	6,90%
6 meses	7,45%
9 meses	7,90%
12 meses	8,95%
18 meses	10,30%
24 meses	11,50% (*)

Elaboración propia en base a cifras del BCRA
(*) De licitación de fecha 6/9

Esta importante suba de tasas que propiciara la autoridad monetaria en instrumentos de mayor duración le permitió colocar letras de 18 y 24 meses, situación que no ocurría desde el 14 de junio y fines de 2004 respectivamente.

A continuación se presenta un gráfico donde se muestra el porcentaje ofertado por plazo, donde se puede observar el cambio significativo que se evidenció en las licitaciones de septiembre en función a lo comentado previamente.

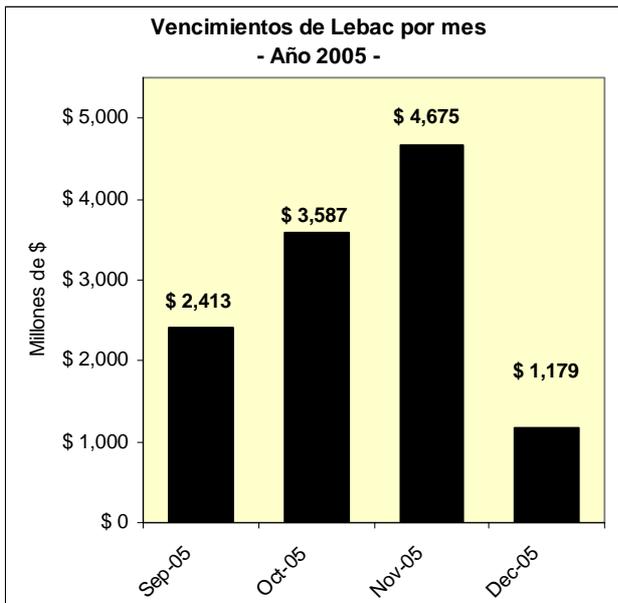


Elaboración propia en base a cifras del BCRA

Con respecto a las próximas colocaciones que efectúe el BCRA, si bien es prematura anticiparlo, es probable que la incipiente tendencia alcista que se verificó en los rendimientos nominales de largo plazo se consolide.

De esta manera, se lograría que las tasas reales que se obtengan en este tipo de inversión, en función de las expectativas que maneja el mercado sobre el crecimiento de precios, tengan mayores posibilidades de ser positivas, lo que incentivaría a las entidades a efectuar colocaciones de mayor plazo.

En este escenario, la autoridad monetaria podría mejorar su cronograma de vencimientos, el que aún muestra abultados compromisos para los meses más cercanos.

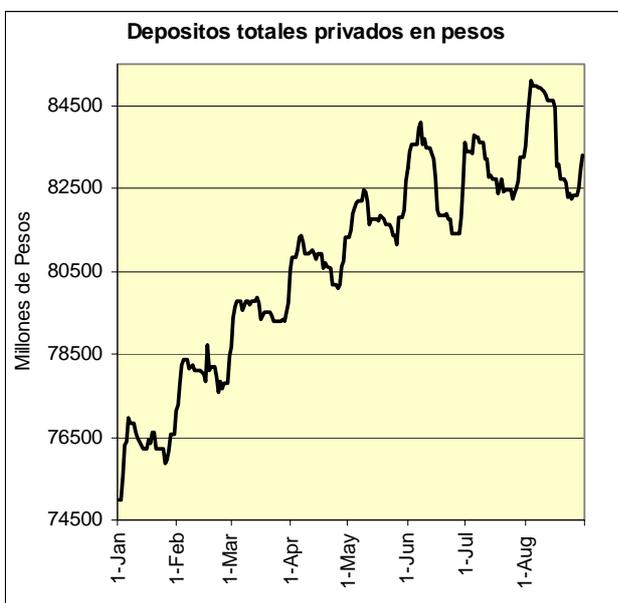


Elaboración propia en base a cifras del BCRA

[Volver](#)

Tasas Pasivas

Los depósitos del sector privado en pesos registraron en agosto una caída de \$132 millones, lo que significa un descenso de 0,16% respecto al mes previo.



Elaboración propia en base a cifras del BCRA

Si bien la mayoría de los depósitos crecieron, la causa de la baja a nivel general fue la significativa caída \$1.272 millones que registraron las colocaciones en caja de ahorro.

Cabe señalar que esta abultada reducción se debe a la disposición del BCRA (mediante la Com"A"4406) que obligó a los Fondos Comunes de Inversión de Plazo Fijo (FCI), conocidos como fondos de "Money Market", a depositar sus colocaciones más líquidas directamente en el Banco Central.

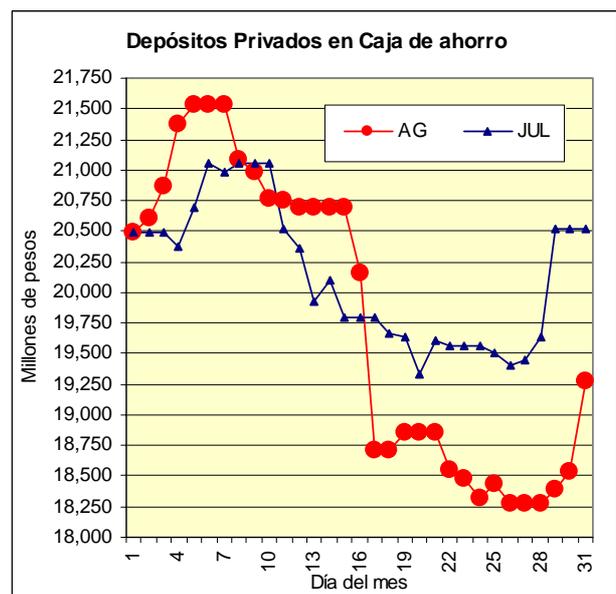
Se informa que anteriormente a dicha modificación, estos fondos debían mantener un porcentaje de su dinero, aproximadamente el 45%, en cuentas a la vista en bancos, los que a su vez debían integrar el 100% de esta masa de fondos en el BCRA.

En consecuencia, con la nueva disposición, vigente a partir del 17 de agosto, las entidades quedaron eliminadas como intermediarias, debiendo los FCI depositar este dinero directamente en el BCRA.

Con esto, la autoridad monetaria habría encontrado otra forma de contraer la base monetaria, ya que de esta manera la liquidez que debían mantener los FCI es absorbida por la entidad.

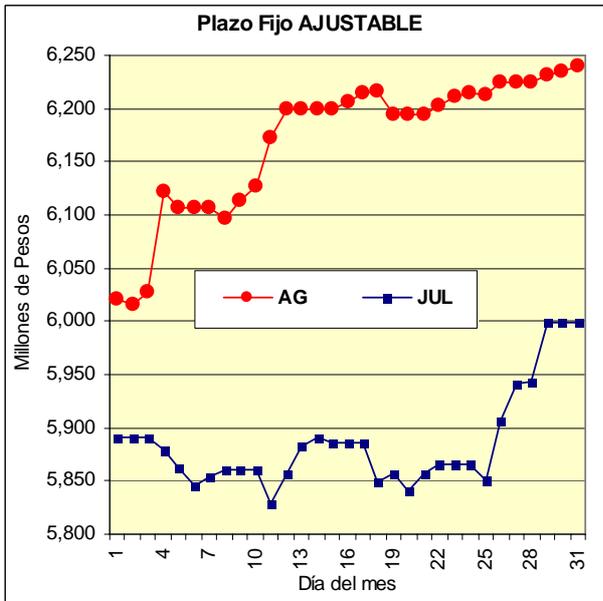
Lógicamente esta disposición produjo, en un día, una caída récord en los depósitos de caja de ahorro, los que el día 17 mostraron una contundente reducción de \$1.454 millones.

A continuación se muestra un gráfico comparativo, respecto al mes de julio, de la evolución de depósitos privados en caja de ahorro, donde se puede apreciar lo comentado.

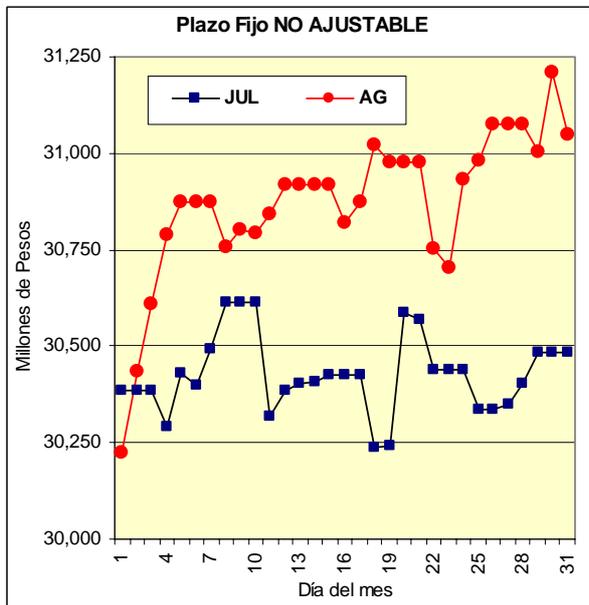


Elaboración propia en base a cifras del BCRA

Con respecto a los depósitos en Plazo Fijo, estos continuaron aumentando por segundo mes consecutivo. Asimismo, al igual que durante el mes previo, se registró un mayor crecimiento porcentual en aquellos ajustables por CER, lo que podría estar indicando un cambio de tendencia respecto a la evolución de los meses previos.

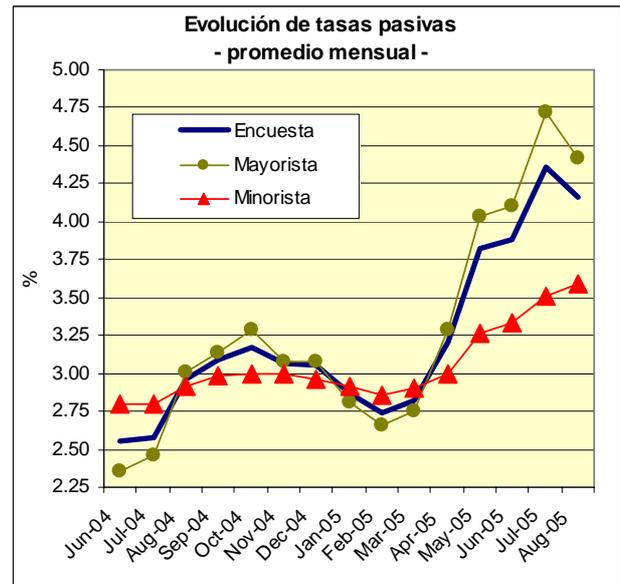


Elaboración propia en base a cifras del BCRA



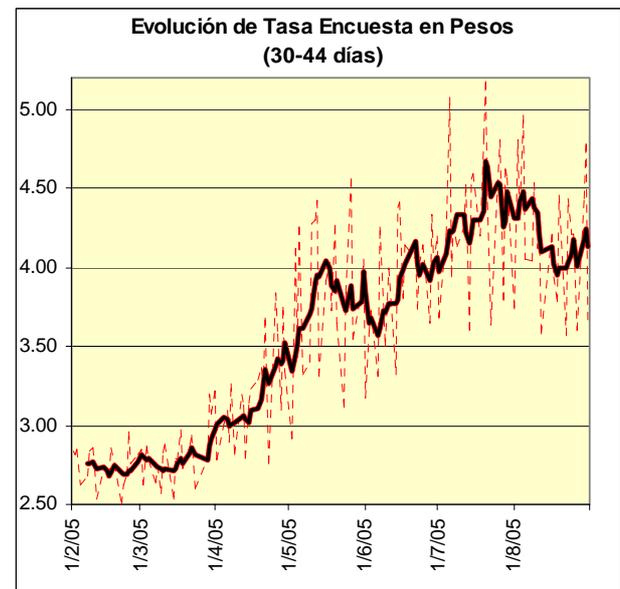
Elaboración propia en base a cifras del BCRA

En cuanto a la tasa Encuesta en pesos, el promedio del mes exhibió una reducción de 19 pbs respecto al promedio de julio.



Elaboración propia en base a cifras del BCRA

Cabe destacar que las tasas pasivas mostraron en la mayor parte del mes una tendencia bajista. No obstante ello, luego del contundente retiro de fondos que tuvieron los bancos, por las razones comentadas anteriormente, las tasas volvieron a mostrar un sesgo alcista, reflejando la necesidad de las entidades de recuperar el nivel de liquidez que tenían, lo que las obligó a ofrecer mayores rendimientos a sus depositantes.

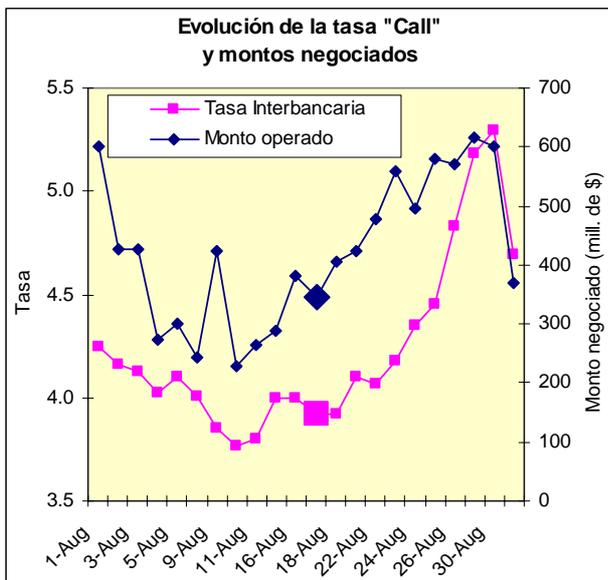


Elaboración propia en base a cifras del BCRA

Con respecto a las tasas interbancarias, si bien el promedio de mes se ubicó por debajo del registro de julio, al igual que el nivel de negociación entre bancos, la tendencia bajista

que venían reflejando se modificó principalmente a partir de que se pusiera en vigencia la Com" A"4406. Luego del día 17 se reflejó un mayor nivel de negociación, a la vez que dichas tasas tendieron a la suba.

A continuación se muestra un gráfico donde se puede observar lo comentado.



Elaboración propia en base a cifras del BCRA

Principios de Septiembre – Perspectivas Cifras vigentes al día 15

En lo que va de septiembre, los depósitos privados en pesos muestran una suba de casi \$ 640 millones (al día 11), impulsado principalmente por el aumento de \$375 millones en las imposiciones a plazo.

Cabe destacar que casi la totalidad de la suba verificada en colocaciones a plazo se debió al incremento en los depósitos en Plazo Fijo sin ajuste, los que tuvieron un alza de \$348 millones.

Las tasas pasivas, como era de esperarse ante los cambios normativos que se produjeron en agosto, continuaron su tendencia alcista. La tasa Encuesta promedio para los primeros doce días del mes se ubica en 4.26%, es decir, 10 pbs por arriba de la media de agosto.

Se esperaría que este sesgo continúe, debido principalmente a, como se viene comentando en anteriores informes, la necesidad del BCRA de evitar que se verifiquen incrementos sustanciales en la base monetaria, reduciendo para ello la liquidez del sistema a través de la implementación de cambios en la normativa vigente o mediante subas en las tasas de referencia del mercado.

[Volver](#)

Indicadores del Sector Público

Ingresos del Sector Público

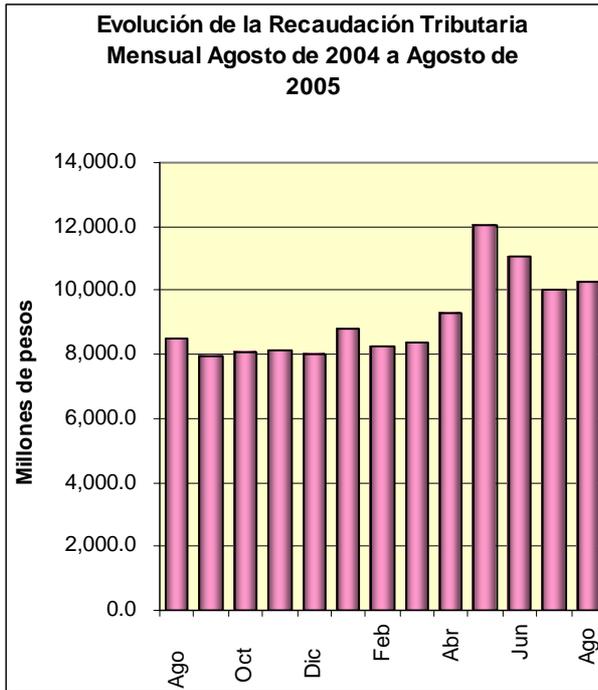
La recaudación del mes de agosto fue de 10.258,2 millones de pesos. Esto mostró un incremento del 21,2% en relación a igual mes del año 2004. En la comparación con el mes de julio de 2005 se registró un aumento del 2,5%.

En los primeros ocho meses del año se recaudaron 78.062,2 millones de pesos, mostrando un incremento del 18% en relación con igual período del año anterior.

El impuesto a las Ganancias con ingresos por 2.193,8 millones de pesos significó el 21% de la recaudación tributaria mensual. El incremento interanual que registró dicho

impuesto fue del 26,2%. El incremento en el mes de julio obedece al mayor ingreso en concepto de anticipos de sociedades debido al aumento del impuesto determinado del período fiscal 2004. Por otra parte, el incremento de la actividad económica y de la remuneración imponible determinaron el crecimiento de las retenciones.

En lo referente a los ocho meses que transcurrieron del año por el impuesto a las Ganancias se recaudaron \$18.862,3 millones, lo cual significa un incremento del 15,9% en relación a igual período de 2004.

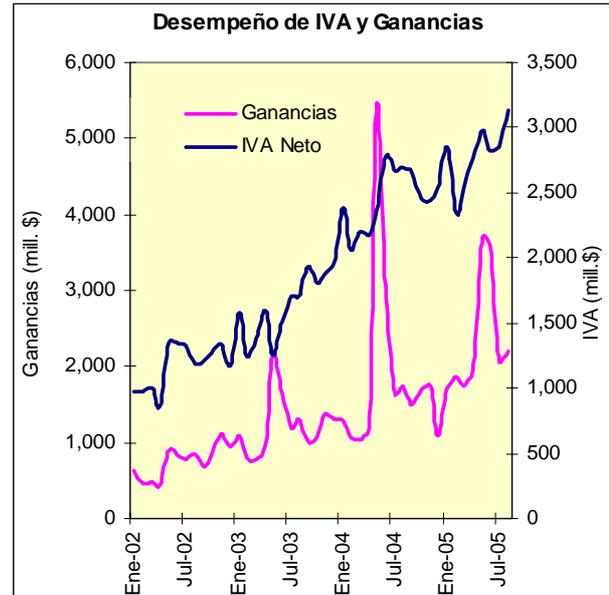


Elaboración propia fuente Ministerio de Economía

El IVA explicó el 32% de los ingresos fiscales del mes de agosto, a través del mismo ingresaron 3.288 millones de pesos los cuales significaron un incremento interanual de 14,7%.

Mediante el IVA se registraron ingresos de 23.730,9 millones de pesos durante el período enero-agosto de 2005, verificando un incremento del 16,9% en comparación con igual período del año anterior.

Al considerar el IVA-DGI, para el mes de agosto, observamos que lo recaudado ascendió a \$1.996 millones, siendo que el incremento en relación a igual mes del año anterior fue del 11,1%. Mientras que por el IVA-DGA ingresaron al fisco 1.491,2 millones de pesos mostrando un aumento interanual del 24%. El crecimiento en la recaudación de este impuesto se sostiene en la mejora de la actividad económica y en el aumento de los precios.

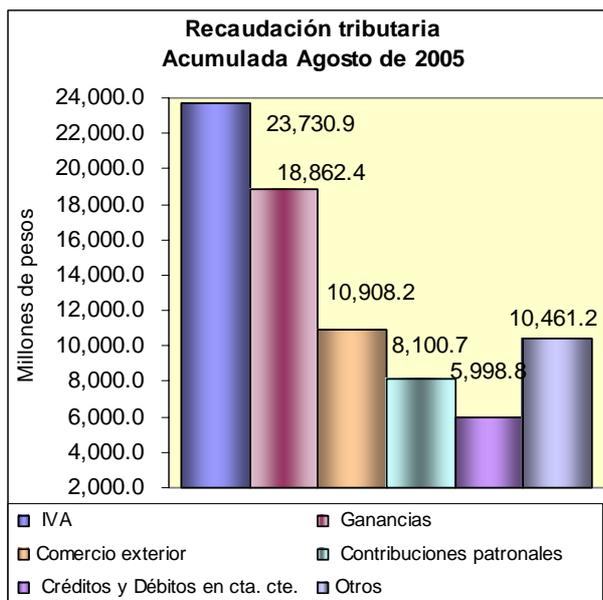


Elaboración propia fuente Ministerio de Economía

Por derechos de exportación fueron percibidos en agosto 1.248,9 millones de pesos, siendo ellos un 41% mayor a los ingresados doce meses atrás. Esto obedece principalmente al aumento de las exportaciones de hidrocarburos, soja, aceites y pellets. Aunque también debemos considerar al aumento del precio del petróleo y al establecimiento a partir de la segunda quincena de agosto de 2004 de alícuotas adicionales a las exportaciones de petróleo crudo que van del 3% al 20% cuando el precio del barril supera los 32 dólares (barrera largamente superada).

En los primeros 8 meses de 2005 los derechos de exportación generaron un ingreso por 8.506,3 millones de pesos; un 24,6% más que en igual período de 2004.

Por el impuesto al Cheque se registró un ingreso de \$808,7 millones, un 24% más que en agosto de 2004. Este ingreso representó el 7,8% de la recaudación tributaria. En tanto que en el período enero-agosto de 2005 ingresaron al fisco 5.998,8 millones de pesos, significando un 21,2% más que en igual período del año anterior.



Elaboración propia fuente Ministerio de Economía

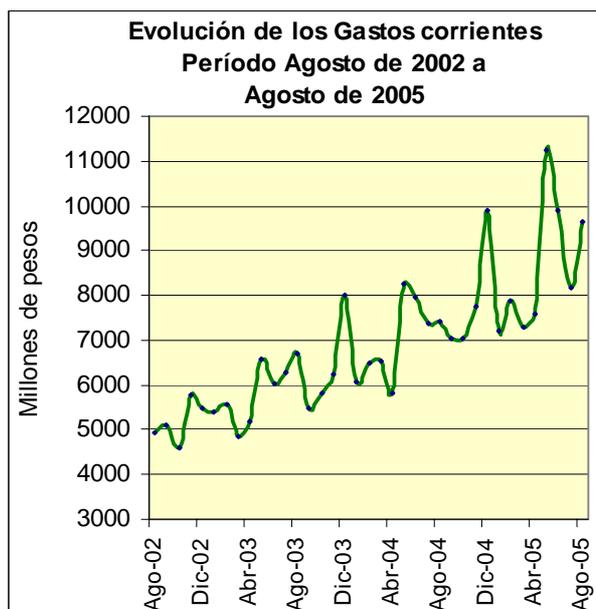
Las Contribuciones Patronales registraron un incremento del 34,5% en relación a agosto de 2004, en términos absolutos el ingreso fue de 1.052,3 millones de pesos. El aumento obedece al aumento del empleo registrado y de la remuneración imponible, incidida entre otros factores por el incremento del salario y la elevación del límite máximo de la remuneración sujeta a cargo de los empleadores.

En lo que respecta al período enero-agosto de 2005 ingresaron al fisco -a través de las contribuciones- 8.100,8 millones de pesos, lo cual significa un incremento del 23,3% en relación a igual período del año 2004.

[Volver](#)

Gastos del Sector Público

Las partidas correspondientes al gasto corriente de agosto dieron un total de erogaciones de 9.634,2 millones de pesos, lo cual representa un incremento del 29,8% en relación a igual mes del año anterior. En términos absolutos el aumento del gasto fue de \$2.213,4 millones. En comparación con el mes de julio pasado se registró un incremento de 1.459,8 millones de pesos significando un aumento del gasto del 17,8%.



Elaboración propia fuente Ministerio de Economía

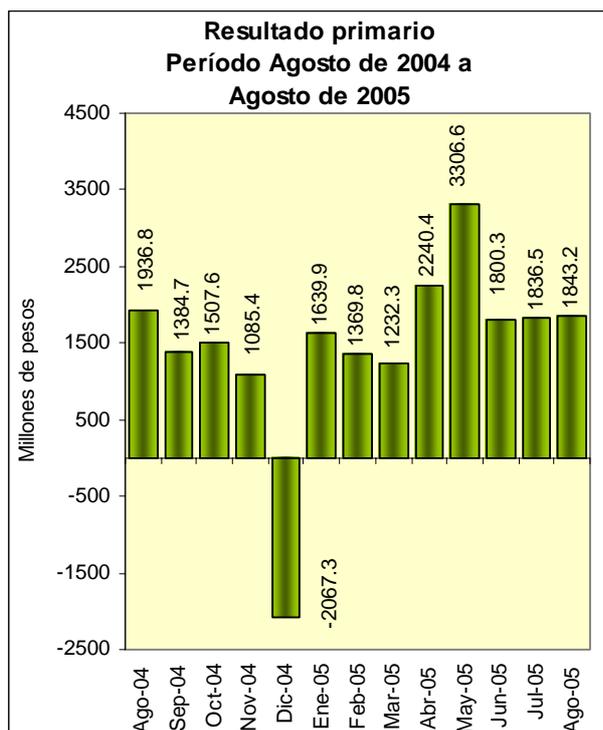
La distribución de los principales rubros de gasto muestra que los de Consumo y operación (remuneración al personal más bienes y servicios diversos) ascendieron a 1.166,5 millones de pesos (\$863,4 millones en personal), los pagos por intereses fueron del orden de los \$1.464,6 millones. En las prestaciones por Seguridad social se utilizaron 2.086,8 millones de pesos durante el mes de agosto. Por último las Transferencias corrientes fueron de 4.901,3 millones de pesos, rubro que registra subsidios al sector privado y traslados de poder adquisitivo a Provincias y GCBA.

[Volver](#)

Resultado del Sector Público no Financiero

El resultado del mes de agosto de 2005 fue de 1.843,2 millones de pesos, lo cual significó un descenso en el nivel de ahorro del 4,8% respecto a igual mes del año anterior.

En los ocho meses que transcurrieron del año se obtuvo un resultado superavitario de 15.269 millones de pesos resultando ser un 1% inferior al registrado en igual periodo del año 2004. Esta variación se originó en un aumento de los recursos percibidos del 23% y una suba en el gasto del 30%.



Con el acumulado del año ya se cumplió la meta nominal de 15.300 millones presupuestado para el año en curso; aunque todavía no se logró la pauta real, en relación al PBI, que debería ubicarse cerca de los 18.000 millones de pesos.

En lo referente al Presupuesto del año 2006 se prevé un crecimiento del Producto Bruto Interno entre el 4 y el 5 por ciento, siendo que el superávit presupuestado en términos del PBI es del 3,2%.

Se prevé que los recursos del Estado crecerán el año próximo cerca del 12%, mientras que el gasto total aumentaría casi en la misma proporción.

[Volver](#)

Sector externo

Introducción

Durante el mes de julio, el sector externo no mostró grandes modificaciones: tanto exportaciones como importaciones continuaron su ritmo ascendente, con respecto al mismo mes del año anterior. Las exportaciones, alcanzaron los 3.571 millones de dólares, esto es una variación del 18% con respecto a julio de 2004. Las importaciones por su parte llegaron a los 2.349 millones de dólares, con una variación de 19% con respecto al año próximo pasado.

Período	Exportaciones	Importaciones	Saldo B.C.
	(en millones de dólares)		
Total 2004	34.550	22.445	12.105
enero-05	2.759	1.890	869
febrero-05	2.578	1.862	716
marzo-05	3.030	2.200	830
abril-05	3.559	2.379	1.180
Mayo	3.681	2.478	1.203
junio	3.430	2.724	706
julio	3.571	2.349	1.222
Siete meses 05	22.608	15.882	6.726

Elaboración propia fuente INDEC

Exportaciones

El comportamiento de las exportaciones se vio explicado por el aumento de las cantidades vendidas del 17% frente a una disminución de precios del 2% con respecto a junio de 2004.

En términos desestacionalizados en julio se observó un incremento de las exportaciones de 4,9% con respecto al mes anterior, y la tendencia-ciclo aumentó 0,7% respecto a junio de 2005.

Evolución de los precios y cantidades de las Exportaciones

Todos los rubros de los exportables se incrementaron en valor con respecto al período enero – julio de 2004. En primer lugar se ubicaron las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) que aumentaron un 31% en valor, a consecuencia de las mayores cantidades vendidas (13%) en un entorno de menores precios (-12%). Los Productos Primarios (PP) aumentaron en valor por un significativo incremento de las cantidades vendidas (36%) a pesar de la disminución de precios (14%).

Las exportaciones de Combustibles y Energía (CyE) tuvieron un alza significativa en sus precios de un 31%, mientras que sus cantidades disminuyeron en un 14%, quedando en suma con una leve suba en su valor (13%). Las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) crecieron levemente en valor como consecuencia de mayores cantidades vendidas (15%) en un entorno de menores precios (12%)

Exportación	Mill. De dls
Total julio 2005	3.571
Productos primarios	829
Manufacturas agropecuarias	1.165
Manufacturas industriales	1.015
Combustibles y energía	562

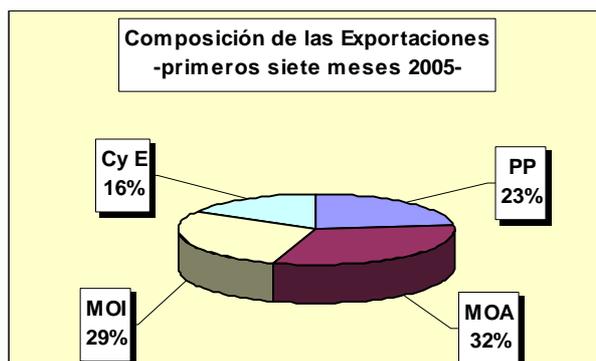
Elaboración propia fuente INDEC

Analizando puntualmente las exportaciones del mes de julio, respecto de igual período del año anterior, se observan las mayores variaciones porcentuales en las MOI (31%) y los PP (27%), seguidas por los CyE (12%), y por último se encuentran las MOA con un 6%. Los principales cambios en relación al 2004 se debieron a las modificaciones en el contexto internacional que presenta un escenario volátil para la cotización de los granos y aceites -a causa de las variaciones climáticas y el déficit hídrico en las principales zonas agrícolas-; a las variaciones de la tasa de interés de EE.UU. y al alza sostenida del precio internacional del petróleo.

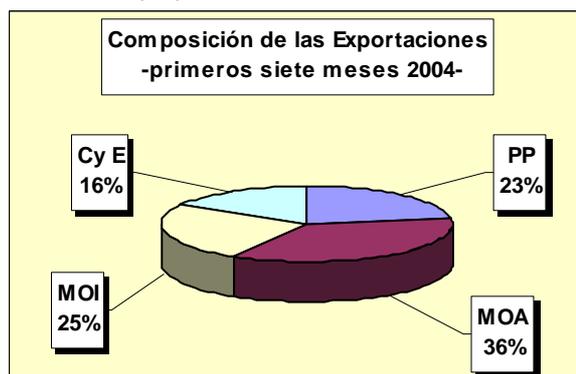
Composición de las exportaciones totales

En términos generales, el incremento de las exportaciones se explicó principalmente por el aumento de los MOI junto con los PP.

La estructura resultante de las ventas externas de los primeros siete meses ubican a las MOA como principales componentes con un 32% de participación, seguidas por las MOI con un 29%, los PP con 23% y los CyE con 16%. Con respecto a 2004, las MOA cedieron parte de su participación a favor de las MOI que recién comenzaban a mostrar un ritmo ascendente.



Elaboración propia fuente INDEC



Elaboración propia fuente INDEC

Los productores y exportadores de materias primas, debieron exportar un 36% más que en el primer semestre del 2004, para lograr un aumento del 17% en los valores de los productos primarios vendidos, y así compensar la caída del 14% que tuvieron los precios internacionales. De esa forma lograron mantener su participación dentro del total de las exportaciones en un 23%.

En cuanto a las MOA, se mantuvieron relativamente estables aumentando su valor en un 2%, debido al incremento en las cantidades vendidas del 15%, que compensó largamente la caída del 12% de sus precios.

Las exportaciones de productos industriales, que crecieron en un 31%, se vieron favorecidas tanto por las mejoras de precios en los mercados mundiales (16%) y en menor medida por el aumento de la demanda mundial (13%).

Debe notarse que en la estructura porcentual la participación de las MOA cedió 4 puntos que pasaron a manos de las MOI.

Los CyE representan el 16% del total de las exportaciones. Su valor subió en un 13% durante el primer semestre de 2005, a causa del incremento en los precios internacionales en torno al 31%, que superó la disminución de las ventas (14%).

Durante julio de 2005 todos los rubros manifestaron mejoras respecto del mismo período del año anterior.



Elaboración propia fuente INDEC

Las mayores colocaciones en el mercado internacional se observaron en las semillas y frutos oleaginosos (porotos de soja), seguidos por los metales comunes y sus manufacturas (laminados planos de hierro y tubos); luego encontramos los residuos y desperdicios de la industria alimenticia (harinas y pellets de soja), otro rubro fue el de material de transporte terrestre. El incremento de las exportaciones de petróleo crudo se debió a la fuerte suba del precio y al incremento de la demanda. Otros rubros que registraron incrementos fueron las maquinarias y aparatos, materiales eléctricos; las grasas y aceites vegetales.

En términos absolutos los principales productos exportados fueron porotos, harinas y pellets y aceite de soja, petróleo crudo, vehículos y automóviles terrestres, maíz, carnes, materiales plásticos y sus manufacturas, gas de petróleo, gasolina. Las semillas y frutos oleaginosos se destinaron principalmente a China. Por su parte los metales y sus manufacturas fueron destinados a Estados Unidos, España, Italia, Canadá, Brasil y Egipto. Las exportaciones de los residuos y desperdicios alimenticios se incrementaron como consecuencia de las mayores compras de la unión Europea, Tailandia y Ecuador.

En cuanto al material de transporte terrestre los principales compradores fueron Brasil, Chile y Venezuela. En el caso de las maquinarias y aparatos sus destinos fueron Brasil e Italia. Por otro lado el principal destino de las exportaciones de petróleo fue Estados Unidos.

[Volver](#)

Destino de las exportaciones

En julio de 2005 el principal destino de las exportaciones fue ASEAN (698 millones de dólares) con un incremento del 11% con respecto al mismo mes del año anterior, a causa de la mayor demanda de porotos y aceites de soja, residuos y desperdicios de la industria alimenticia, cereales, petróleo crudo y mineral de cobre y sus concentrados. El segundo destino en importancia fué el MERCOSUR (626 millones de dólares), con un aumento del 4%. La Unión Europea aparece a continuación con compras por valor de u\$s559 millones, y un alza del 21% con respecto al año pasado. Por otro lado las exportaciones al Medio Oriente registraron una variación de 64%, mientras que en el caso del NAFTA y el ALADI las variaciones fueron de 33% y 41% respectivamente.



Elaboración propia fuente INDEC

En el caso de ASEAN los PP fueron los que representaron mayor variación (68%), por otro lado tanto las MOA y las MOI disminuyeron en 19% y 33% respectivamente.

Los PP mostraron la variación más importante para China con 79%; las exportaciones crecieron por las mayores ventas de porotos de soja.

En el MERCOSUR el incremento en el primer semestre (4%) se debió a las MOI (22%), principalmente: al material de transporte terrestre, los productos químicos y conexos y materias plásticas y sus manufacturas; destinadas a Brasil; y en menor medida a las MOA (6%).

Las exportaciones del NAFTA en el semestre aumentaron un 25%, como consecuencia del incremento en las ventas de PP (73%) y CyE (55%).

En términos de valor absoluto los principales destinos de las exportaciones fueron Brasil, Chile, Estados Unidos, China y España.

[Volver](#)

Índice de precios de exportaciones

El valor de las exportaciones argentinas en el primer semestre de 2005 resultó 13,6% superior al registrado en el mismo período de 2004. Este aumento respondió a las mayores cantidades vendidas (18,6%) a pesar de las caídas de los precios (4,2%).

Índices de comercio exterior: valor, precio, cantidad y términos del intercambio base 1993=100 Último dato: primer y segundo trimestre 2004			
Período	Valor	Exportaciones Precio	Cantidad
Acumulado 2º			
2004*	255,4	111,6	228,8
2005*	290,0	107,4	270,0
Variación %	13,5	-3,8	18,0
2º trimestre			
2004*	286,0	113,7	251,6
2005*	324,9	108,9	298,3
Variación %	13,6	-4,2	18,6
1º trimestre			
2004*	224,8	109,1	206,0
2005*	255,1	105,6	241,7
Variación %	13,5	-3,2	17,3
* Cifras provisionarias			
Fuente: INDEC.			

El aumento registrado en las cantidades exportadas durante el segundo trimestre del año 2005 se debió a las mayores ventas de todos los rubros

Con respecto a las MOI, el incremento en su valor (30,7%) fue como resultado de los mayores precios internacionales (17%) y en menor medida a sus cantidades (11,7%). Los

principales subrubros fueron los metales comunes y sus manufacturas materiales de transporte, plásticos y materiales artificiales.

Los volúmenes exportados de Productos Primarios para el segundo trimestre de 2005, crecieron un 15,3% como consecuencia de las mayores ventas de semillas y frutos oleaginosos (23,5%), cereales (14,2%) y frutas frescas (26,9%).

Es importante resaltar que la presión se generó por el lado de la caída de los precios internacionales de los commodities y de las MOA. El nuevo escenario bajista implicó un cambio de perspectiva y modificación de las estrategias por parte de los productores, quienes debieron vender mayores volúmenes para cubrir sus compromisos.

Durante el período mencionado, el rubro de las MOA registró una suba en su valor del 0,8%. El aumento en las cantidades vendidas (20%) apenas supera el efecto de la caída de los precios (16%). Las menores ventas de residuos y desperdicios de la industria alimenticia (16,4%) neutralizó el incremento de las exportaciones de las carnes (39%).

Por último, el rubro de CyE el aumento del 12,7% en su valor obedeció exclusivamente al aumento de las exportaciones de petróleo crudo y combustibles elaborados.

Importaciones

Durante julio de 2005 las importaciones alcanzaron 2.349 millones de dólares, contra 1.970 millones importados en el mismo mes del año anterior. Ello implica que su valor creció un 19%, como resultado de un aumento en las cantidades de 13%, y de un crecimiento de los precios internacionales del 6%.

Asimismo, las importaciones de julio de 2005 mostraron una disminución del 4,3% respecto del mes anterior en términos desestacionalizados. La tendencia ciclo registro una variación negativa del 0,1% respecto del mes anterior.

Continúa observándose un mayor crecimiento de las importaciones en relación a las exportaciones. Esto se debe a las importantes

compras de bienes de capital y accesorios, y de bienes de consumo.

Nuestros principales vendedores continúan siendo el MERCOSUR, la Unión Europea, China y el Nafta. Los industriales argentinos ven con preocupación las significativas importaciones de Brasil y de China, ya que con sus menores precios amenazan desplazar a algunas producciones internas menos eficientes. Sin embargo, en estos dos países se está produciendo una apreciación de sus respectivas monedas con respecto al dólar, lo que coloca sus exportaciones en una posición relativamente desfavorable. Cabe esperar que en el mediano plazo, este hecho, unido al mantenimiento del tipo de cambio real alto en Argentina, induzca un saldo comercial favorable para nuestro país.

Evolución de los precios y cantidades de las Importaciones

Las importaciones durante julio crecieron en todos los usos económicos respecto al mismo mes del año anterior. Entre los Bienes de capital, que aumentaron el 25% con respecto al mismo mes del 2004, los productos de mayor significación fueron los rectificadores eléctricos, las aeronaves ingresadas en forma temporal y tractores, y disminuyeron las compras de celulares y vehículos para el transporte de mercancías.

Los Bienes de consumo se incrementaron a una tasa del 18%. Las importaciones de Piezas para Bienes de Capital crecieron el 21%, destacándose las vinculadas al complejo automotriz, las turbinas de gas con sus partes y los componentes de televisores. Los Bienes intermedios crecieron en valor el 16%, a causa del aumento en precios (13%) y cantidades (2%). Sobresalieron las mayores compras de insumos para la industria metalúrgica y las de fertilizantes y herbicidas para el agro.

El alza de las importaciones de Combustibles y lubricantes (41%), se produjo por una combinación de incrementos en los precios (48%) y menores cantidades (4%) adquiridas: sobresalieron las mayores compras de carburantes, hulla y gas natural. El rubro Vehículos automotores de pasajeros, se elevó en un 6%.

Composición de las importaciones totales

La estructura de las importaciones durante julio de 2005 fue la siguiente:

IMPORTACIÓN	Mill.de dls.
Total julio 2005	2.349
Bienes de Capital	549
Bienes intermedios	874
Combustibles y lubricantes	154
Piezas, acc,bienes de capital	390
Bienes de consumo	248
Automotores de pasajeros	126
Resto	9

Elaboración propia fuente INDEC

La composición de las importaciones casi se mantiene sin cambios con respecto al año 2004, como se puede observar en los siguientes gráficos:



Elaboración propia fuente INDEC



Elaboración propia fuente INDEC

[Volver](#)

Tanto los Bienes de Consumo como los Intermedios disminuyeron cada uno en un 1%, mientras que estas caídas fueron absorbidas por los Bienes de Capital y los Combustibles y Lubricantes, incrementándose cada uno en un 1%. En tanto que las Piezas y accesorios para Bienes de Capital y el rubro automotores se mantuvieron sin variaciones.

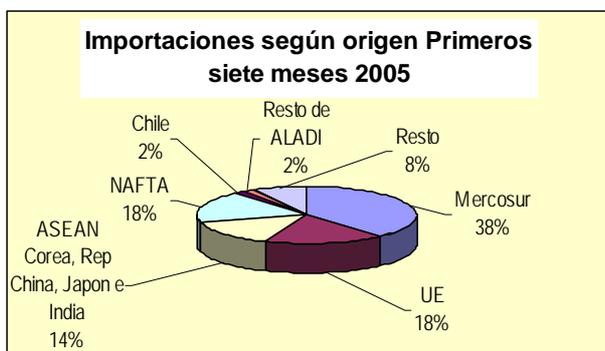
Origen de las importaciones

Las importaciones del MERCOSUR aumentaron en todos sus rubros. Uno de los más destacados fue el de CyE, el cual se incrementó en los primeros siete meses un 61%, seguido por los Bienes de capital, los Bienes intermedios y las piezas y accesorios para bienes de capital con el 44% y el 37% respectivamente.

En el caso de ASEAN las importaciones se incrementaron un 73%, por las mayores compras de piezas y accesorios de bienes de capital (149%) a China; por otro lado también las adquisiciones de bienes de capital crecieron en un 63%, motorizadas por la mayor actividad económica.

Las importaciones de la UE representaron una variación del 21% impulsadas por los CyE los cuales aumentaron en un 94%, seguidos en menor medida por los bienes de capital con un 36%.

Con respecto al NAFTA las variaciones fueron positivas en un 24% debido principalmente de los CyE con el 330% de aumento.



Elaboración propia fuente INDEC

En términos de valor absoluto los principales países de origen de las importaciones fueron Brasil, Estados Unidos, China, Alemania e Italia.

Índice de precios de importaciones

Durante el primer semestre del año 2005 las importaciones registraron una suba del 38,3% con respecto al 2004, a consecuencia de las mayores cantidades importadas (33%) y, en menor medida, por los superiores precios internacionales (4%).

El aumento del valor importado en el período fue motorizado por incrementos en las cantidades compradas al exterior de todos los usos, especialmente los Bienes de capital (45,3%), seguido de los Combustibles y lubricantes (32,5%), piezas y accesorios para bienes de capital (31,4%) y Bienes de consumo (25,1 %).

El aumento en los precios de las importaciones fue impulsado especialmente por los Bienes intermedios (productos químicos 9,7%, plásticos y caucho 29,2%, hierro y acero 28,1%, metales comunes y sus manufacturas 12,2%) y los Combustibles y lubricantes (Combustibles elaborados 28,4%).

Durante 2004 se registró el nivel más alto de toda la serie del Índice de Términos del Intercambio (que relaciona la evolución diferencial de los precios de las exportaciones respecto de los de las importaciones) resultando 16,3% superior al verificado en el año 1993.

Índices de comercio exterior: valor, precio, cantidad y términos del intercambio base 1993=100				
Último dato: primer y segundo trimestre 2005				
Periodo	Valor	Importaciones Precio	Cantidad	Términos del intercambio
Acumul 2º trim.				
2004*	120,9	92,5	130,7	120,6
2005*	161,3	97,8	164,9	109,8
Variación %	33,4	5,7	26,2	-9,0
2º trimestre				
2004*	130,7	94,7	137,9	120,1
2005*	180,7	98,5	183,4	110,6
Variación %	38,0	4,0	33,0	-7,9
1º trimestre				
2004*	111,1	90,0	123,4	121,2
2005*	141,9	96,9	146,4	109,0
Variación %	27,7	7,7	18,6	-10,1
* Cifras provisionarias				
Fuente: INDEC.				

Este Índice había experimentado hasta el año 1996 una tendencia creciente, pero comenzó a descender a partir de 1997 como consecuencia de la caída más pronunciada en

los precios de las exportaciones respecto de la registrada en los de las importaciones.

A partir de 2000 la tendencia se revertió como resultado de la recuperación de los precios de exportación y el estancamiento de los precios de importación. Sin embargo, a la luz de lo observado en el primer semestre de 2005, pareciera que nuevamente se entra en el ciclo descendente ya que se registró una variación negativa del 9% entre el primer semestre del 2004 y el mismo período del 2005.

Resultado del Balance Comercial

El Balance Comercial presentó un superávit de 1.222 millones de dólares en julio de 2005 contra 1.057 millones en el mismo período del año anterior. Alcanzó un total de 6.726 millones de dólares en el primer semestre de 2005.

A lo largo del mes de julio, el total de las importaciones aumentaron un 31% mientras que las exportaciones lo hicieron en un 14%. Los cambios en los precios internacionales generaron una pérdida en los términos de intercambio de 1.589 millones de dólares en los primeros siete meses de 2005 con respecto a igual período de 2004.

En este mes se registró un fuerte incremento de las exportaciones con destino al bloque ASEAN, Corea Republicana, China, Japón e India, impulsadas por la demanda de China de porotos de soja y aceites de soja a India. Las exportaciones realizadas por el MERCOSUR crecieron levemente a causa de las MOI, particularmente por el material de transporte terrestre. Las compras realizadas por la Unión Europea aumentaron un 21% debido a la creciente demanda de harinas y pellets de soja, y aceites de girasol. En el caso del NAFTA el incremento fue del 33%, a causa de la mayor demanda de petróleo crudo.

Las importaciones desde el MERCOSUR aumentaron en todos los rubros, destacándose la de Bienes de capital, en las ventas realizadas por la Unión Europea también se destaca este rubro. En el caso de ASEAN las mayores compras realizadas por Argentina fueron de bienes da capital e intermedios. En las importaciones realizadas por nuestro país con sus socios comerciales, se destacan tanto

el rubro de bienes de capital como así también la de bienes intermedios. El comercio con Brasil sigue arrojando un déficit sumando así u\$s1.909 millones en los primeros siete meses de 2005.

El saldo del Balance Comercial de julio resultó superior al del año anterior. Tanto importaciones como exportaciones crecieron, y lo hicieron en forma pareja ya que ambas se incrementaron en un 19% y 18% respectivamente.

[Volver](#)

Reservas internacionales

Las reservas internacionales del BCRA pasaron de 19.648 millones de dólares a comienzos de enero, a u\$s25.554 millones el 6 de setiembre, es decir crecieron 5.900 millones en los últimos 8 meses, lo que equivale a un incremento de un 30%.

Durante agosto el stock de reservas aumentó en unos 450 millones de dólares, retomando el BCRA su tarea de principal comprador de divisas para mantener la paridad alrededor de los 3 pesos por dólar.

Durante agosto el sector público afrontó los vencimientos de los servicios de amortización e intereses de BODEN 2012, mediante la colocación de bonos y la compra en el Mercado Único y Libre de Cambios. Ello implicó pagos por algo más de 300 millones de dólares.

El mercado de cambios spot mostró escaso dinamismo, debido a la limitada liquidación de divisas por parte de los exportadores. Sin embargo el sector privado vendió cerca de 1.000 millones de los que se esterilizaron vía encajes unos 300 millones.

Las compras de divisas por parte del BCRA en los últimos doce meses alcanzaron más de 10.000 millones de dólares, de los cuales se pagaron a organismos internacionales 5.230 millones.

[Volver](#)



Tipo de Cambio Real

A continuación detallamos el ITCRM elaborado por el BCRA:

Indice de Tipo de Cambio Real (Base 1995 = 100)						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ene	81,765	80,175	122,881	172,414	168,817	170,368
Feb	82,033	78,851	147,422	164,395	169,406	169,715
Mar	82,938	77,725	175,205	161,435	165,705	166,590
Abr	81,950	76,321	192,330	159,065	160,154	167,481
May	81,609	74,737	207,632	161,617	159,959	168,707
Jun	82,626	74,451	217,354	160,666	161,815	165,948
Jul	82,217	74,281	203,608	158,271	163,233	164,116
Ago	81,754	75,192	196,214	162,098	166,897	
Sep	81,207	73,837	191,278	166,247	167,755	
Oct	79,645	73,393	184,816	163,216	168,151	
Nov	79,701	75,302	182,725	165,089	171,214	
Dic	80,897	77,091	183,065	171,380	174,845	

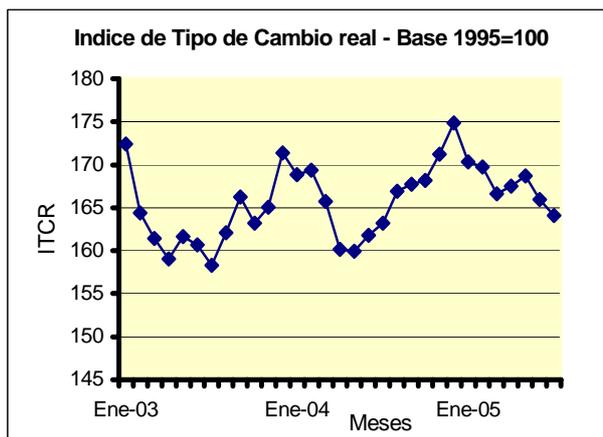
Fuente: BCRA

La apreciación de la moneda doméstica continúa lentamente. En lo que va del año la paridad ha acumulado una caída de 6,1% y desde su mejor momento, en junio de 2002, de un 24,4%.

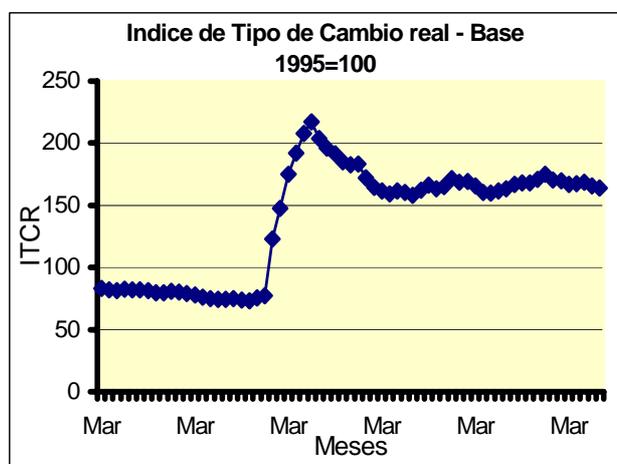
Esto se debe a una combinación de abundante oferta de divisas, frente a una demanda restringida por parte de los importadores, a la inexistencia de un proceso de dolarización de la economía y a la constante devaluación del dólar a nivel internacional frente a las restantes monedas del mundo. Este último efecto difícilmente cambie en el corto plazo a consecuencia de los persistentes déficits gemelos de Estados Unidos.

El primer hecho puede atribuirse a la absorción monetaria que realiza el Banco Central mediante la colocación de títulos en el mercado, que aseguran al inversor una significativa tasa de interés en pesos, pero al mismo tiempo, la política económica de mantener el tipo de cambio nominal en valores cercanos a los 3 pesos, le garantiza que ese rendimiento se mantendrá en dólares.

A continuación podemos ver como ha ido evolucionando el tipo de cambio real en los últimos meses.



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA.

[Volver](#)

Política cambiaria y perspectivas

Las reservas del Banco Central habían bajado de un máximo de 27.000 millones de dólares en pleno auge de la convertibilidad a apenas u\$s8.250 millones en enero de 2003.

Durante la crisis financiera que se desató hacia fines del mandato del Presidente De la Rúa, la población optaba por una creciente dolarización, con una demanda de divisas en crecimiento. Con el fin de mitigar la salida de capitales que podría conllevar un colapso financiero aún mayor, se impusieron controles a la salida de capitales, y en mayo de 2002 se crearon las Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC, respectivamente) para proveer al mercado interno de un activo denominado en pesos que pudiera ser una alternativa al dólar. Una vez superada la crisis,

las restricciones a la compra de divisas fueron gradualmente eliminadas.

A partir de ese momento la tarea del BCRA ha sido la intervención en el Mercado Único Libre de Cambios para reducir la volatilidad de la cotización del tipo de cambio y mantener en determinados niveles la cotización de la divisa.

Al mismo tiempo, se ha incorporado como objetivo de la autoridad monetaria incrementar el volumen de las reservas internacionales, pero dentro de los parámetros fijados por el programa monetario, para lo cual absorbe todo excedente de la base monetaria que pudiera hacer peligrar las metas inflacionarias establecidas para cada período.

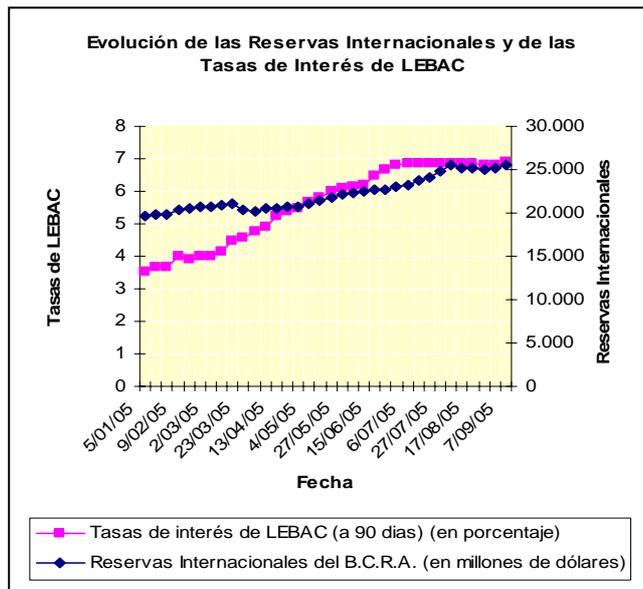
La existencia –por lo menos en teoría- de un mercado libre de divisas trae aparejado el riesgo de la sujeción de la paridad a los shocks externos que pueden provocar tanto variaciones abruptas en el tipo de cambio, como egresos masivos de capitales. Un importante nivel de reservas permite: a) mantener la paridad dentro de los límites deseados, b) responder sin dificultades a los compromisos internacionales, c) conservar niveles de liquidez apropiados aún en condiciones de crisis, d) constituir una garantía para el ingreso de capitales hacia el país.

Sin embargo, este proceso de acumulación de reservas puede implicar un incremento en la oferta monetaria que de ser superior a la demanda de saldos monetarios deberá esterilizarse.

Si esto no se hiciera tendríamos un rebote en la tasa inflacionaria. Pero al realizarlo, el BCRA incurre en un costo: el incremento en la tasa de interés.

Este efecto tiende a magnificarse a medida que ingresan capitales ya que se incrementa el monto a absorber con la consiguiente alza en la tasa de interés, produciendo una diferencia entre las tasas externa e interna, lo que atrae mayor flujo de fondos.

Resulta interesante observar como ha ido incrementándose la tasa de interés de LEBAC a medida que aumentaban las reservas internacionales durante el corriente año.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

A pesar de que en el tercer trimestre los ingresos provenientes de la exportación de la cosecha gruesa van disminuyendo, la oferta de divisas continúa en aumento diariamente, a consecuencia del importante ingreso de fondos que se aplican a obtener ganancias del diferencial en las tasas de interés. Por un lado resulta preocupante que estos flujos no se coloquen en inversión directa sino que se destinen a la compra de títulos de deuda pública a corto plazo. Por otro, el BCRA se ve obligado a continuar con su política de adquisiciones de reservas internacionales, y al mismo tiempo de esterilización de la oferta monetaria excedente.

Esta política puede complicarse considerando que: la circulación de Lebac junto con las operaciones de pases representan el 25,6% del total de los depósitos bancarios (o el 41,4% de las reservas internacionales). Ya que el sistema financiero presta sólo el 48% de sus depósitos, el resto constituye encaje o colocaciones en operaciones de pases o de títulos a corto plazo. La persistencia en el tiempo de la política de absorción podría llevar estas relaciones hacia una situación peligrosa, tanto por la necesidad de continuar incrementando la tasa de interés, como por la inestabilidad que podría ocasionar al sistema financiero.

Al mismo tiempo, la acumulación de reservas tiende a la apreciación de la moneda



doméstica ya que la paridad de conversión hoy estaría cercana a los 2,40 pesos por dólar. Los interrogantes que se plantean son: ¿podrá el BCRA mantener esta política sin aumentar la tasa de inflación y sin que caiga el tipo real de cambio? ¿qué sucederá con el crecimiento económico y la inversión con un alza en las tasas de interés? ¿cómo se compatibiliza el deseo de cancelar la deuda con el Fondo

Monetario (a una tasa de 3,5%) con la emisión de deuda ajustada por el CER con una tasa superior a 2 dígitos? ¿Esto no tendrá relación con la intención de bajar el nivel de reservas para incrementar la paridad de conversión y así mantener el “dólar alto” que desean los exportadores?



ANEXO

Precios externos

EVOLUCION DE LOS PRECIOS EXTERNOS DE LOS PRINCIPALES GRANOS (U\$S/TN.)

	TRIGO		MAIZ		SORGO		SOJA	
	FOB							
	GOLFO	PTOS.ARG.	GOLFO	PTOS.ARG.	GOLFO	PTOS.ARG.	GOLFO	PTOS.ARG.
	(Dic/Feb)		(Mar/Jun)		(Mar/Jun)		(May/Jul)	
1993	152	124	97	92	95	79	231	226
1994	153	119	114	107	111	96	256	235
1995	159	133	113	109	111	86	226	217
1996	212	226	191	183	189	152	299	289
1997	178	141	124	117	123	95	313	299
1998	143	127	110	100	109	83	246	224
1999	124	111	95	94	94	76	177	165
2000	108	97	94	89	93	75	196	188
2001	132	120	87	82	86	72	186	170
2002	127	113	90	90	94	77	203	190
2003	160	138	107	101	104	85	237	222
2004	169	159	129	117	126	92	332	271
2005								
ENERO	160	107	97	81	92	70	224	215
FEBRERO	154	117	94	81	97	67	220	204
MARZO	157	133	102	85	97	74	253	230
ABRIL	147	137	97	86	93	68	243	224
MAYO	148	138	96	88	94	65	249	228
JUNIO	147	136	99	92	97	71	268	243
JULIO	149	145	107	101	105	79	269	252
AGOSTO	156	142	100	100	101	76	262	242

EVOLUCION DE LOS PRECIOS EXTERNOS DE OLEAGINOSOS (En DLS/TNS)

	SOJA					GIRASOL					LINO		
	FOB PTOS.ARG.			ROTTERDAM		FOB PTOS.ARG.			ROTTERDAM		FOB P. ARG.	ROTTE	
	GRANO	ACEITE	PELLETS	ACEITE	PELLETS	GRANO	ACEITE	PELLETS	ACEITE	PELLETS	ACEITE	EXPELL.	ACEITE
2004													
ENERO	315	609	230	656	276	271	621	105	S/C	146	605	170	657
FEBRERO	318	649	222	685	281	275	646	76	S/C	132	605	170	660
MARZO	326	629	246	670	309	271	628	80	S/C	149	605	173	666
ABRIL	324	612	253	666	312	270	614	98	S/C	163	614	176	730
MAYO	299	559	233	635	282	268	597	95	S/C	152	620	180	700
JUNIO	268	494	205	581	239	264	550	87	S/C	135	609	180	S/C
JULIO	245	510	168	607	208	245	544	82	S/C	139	619	180	S/C
AGOSTO	234	505	155	603	199	230	547	77	S/C	122	640	180	S/C
SEPTIEM.	228	493	159	590	202	223	573	77	S/C	122	640	180	S/C
OCTUBRE	218	480	151	556	196	228	603	68	S/C	111	636	175	S/C
NOVIEM.	219	481	141	575	192	234	625	54	S/C	109	610	150	S/C
DICIEM.	223	498	145	552	198	242	615	59	S/C	125	583	140	S/C
2005													
ENERO	215	473	159	524	210	238	582	61	S/C	126	587	140	S/C
FEBRERO	204	442	153	487	208	240	579	62	S/C	133	600	136	S/C
MARZO	230	495	175	542	232	261	612	62	S/C	126	729	128	S/C
ABRIL	224	488	172	545	229	268	606	61	S/C	117	932	128	1350
MAYO	228	465	175	544	218	269	612	60	S/C	116	1140	128	1350
JUNIO	243	461	184	547	220	271	618	63	S/C	116	1190	128	1405
JULIO	252	462	194	561	223	275	623	65	S/C	122	1228	128	1250
AGOSTO	242	451	190	545	221	271	597	81	S/C	124	1103	128	S/C

FUENTE: DIRECCION DE MERCADOS AGROALIMENTARIOS

Glosario

Consumo: se encuentra compuesto por el consumo privado, el consumo público y la discrepancia estadística. Incluyen todos los bienes de consumo comprados, muchos de los cuales duran un período de más de un año.

CyE: Combustibles y energía.

EIL: la Encuesta de Indicadores Laborales es realizada por la Subsecretaría de Programación Técnica y Estudios Laborales. Es mensual y permanente, y se realiza a empresas privadas formales de más de 10 trabajadores. Tiene por objetivos conocer la evolución del empleo y su estructura, aportar información sobre necesidades de capacitación y sobre las normas que regulan el mercado de trabajo. Se realiza en Gran Buenos Aires, Gran Córdoba, Gran Rosario y Gran Mendoza.

EMI: el Estimador Mensual Industrial es utilizado desde 1993, para estimar la evolución de la producción del sector manufacturero. Los resultados que presenta, tanto para el nivel general de la industria como para los sectores y productos seleccionados, constituyen las primeras estimaciones de las variaciones mensuales de la producción. Elaborado por el INDEC.

Exportaciones: bienes o servicios que se producen en un país y se venden en otros.

GIE: Grupo de Investigaciones Económicas.

ICC: el Índice del Costo de la Construcción mide las variaciones mensuales que experimenta el costo de la construcción privada de edificios destinados a vivienda, en la Ciudad de Buenos Aires y 24 partidos del conurbano bonaerense.

Importaciones: son flujos en sentido contrario a las exportaciones.

Índice de confianza del consumidor: este índice es elaborado por la Escuela de Negocios de la Universidad Torcuato Di Tella. Se obtiene de los resultados de la encuesta mensual sobre la situación económica personal y de la economía en general.

Índice de salarios: estima a partir de la comparación de meses sucesivos las variaciones de los salarios tanto del sector público, como del privado de cada mes.

El INDEC realiza una encuesta de periodicidad mensual a las empresas del sector privado y recaba información mediante los circuitos administrativos correspondientes del sector público. Respecto al sector privado no registrado realiza una estimación de la evolución de sus salarios sobre la base de la información obtenida mediante la Encuesta Permanente de Hogares.

IPC: el Índice de Precios al Consumidor es elaborado por INDEC a través de la valorización de una canasta de bienes y servicios. El IPC no es un índice de costo de vida.

IPIB: el Índice de Precios Básicos al por Mayor tiene igual cobertura que el IPIM pero los precios se consideran sin impuestos.

IPIM: el Índice de Precios Internos al por Mayor mide la evolución de los precios de los productos de origen nacional e importado ofrecidos en el mercado interno. Los precios observados incluyen el IVA, los impuestos internos y otros gravámenes contenidos en el precio, como el impuesto a los combustibles.

IPP: el Índice de Precios Básicos al Productor mide la evolución de los precios de los productos exclusivamente de origen nacional. Los precios se consideran sin impuestos.

ITCRM: El Índice Tipo de Cambio Real Multilateral del Banco Central de la República Argentina mide el precio relativo de los bienes y servicios de nuestra economía con respecto a los grupos de países con los cuales se realizan transacciones comerciales. La ponderación de cada socio dentro del índice refleja su participación en el comercio total (exportaciones más importaciones) de nuestro país.

ISAC: el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción muestra la evolución del sector tomando como referencia la demanda de insumos requeridos en la construcción.

ISSP: el Indicador Sintético de Servicios Públicos expresa la evolución global de los servicios públicos mediante un indicador que sintetiza el comportamiento de las series estadísticas que sobre el tema posee el INDEC. Las series empleadas en el cálculo del ISSP describen el comportamiento de las actividades a nivel nacional; en los casos de distribución de agua potable y transporte automotor de pasajeros sólo se cuenta con información sobre el Gran Buenos Aires.

MOI: manufacturas de origen industrial.

MOA: manufactura de origen agropecuario.

PP: Productos primarios

PIB: Producto interno bruto, mide el valor de los bienes y servicios finales producidos durante un período de tiempo determinado. Las mediciones se realizan trimestralmente.

Ratio de liquidez: $(\text{Cta.Cte. BCRA u\$s} + \text{Cta.Cte. BCRA \$} + \text{Pases} + \text{Efvo.en Bancos\$} + \text{Efvo.en Bancos u\$s}) / \text{Depósitos Totales}$

Rueda Repo: rueda donde se concertan acuerdos de recompra de Lebac.

Tasa de empleo: calculada como porcentaje entre la población ocupada y la población total.

Tasa de desocupación: calculada como porcentaje entre la población desocupada y la población económicamente activa.

TNA: Tasa nominal anual.

Utilización de la capacidad instalada: el indicador de la Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria mide la proporción utilizada de la capacidad instalada del sector industrial de nuestro país. Dicho indicador se calcula desde enero de 2002.

Ventas en supermercados: encuesta periódica mensual realizada por el INDEC, releva mensualmente la actividad de 74 cadenas del sector supermercados que cuenten por lo menos con alguna boca de expendio cuya superficie de ventas supere los 300m².

Ventas en centros de compras: el INDEC realiza una encuesta periódica mensual a 28 centros de compras ubicados en la Ciudad de Buenos Aires y en los 24 partidos de la provincia de Buenos Aires.



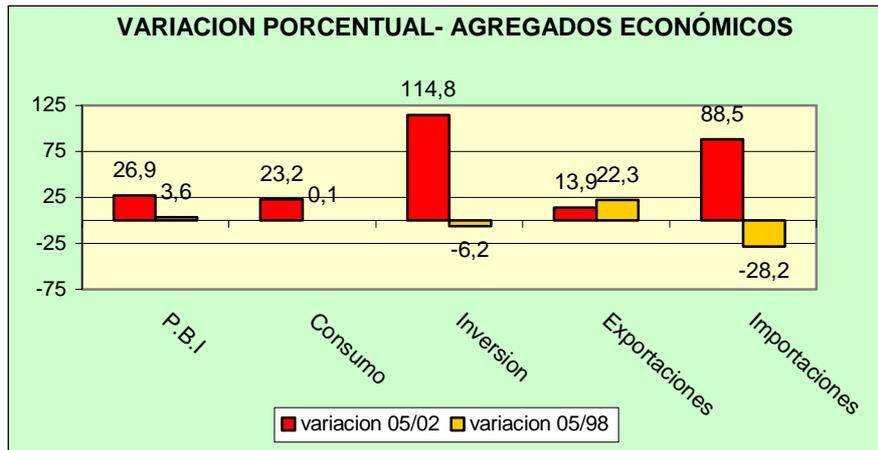
ESTUDIOS ESPECIALES



INVERSIÓN Y CRECIMIENTO

Por: Lic. Enrique Déntice (h). Economista Senior, CIME-EE y N-UNSAM

A partir del primer trimestre de 2005, la economía ha vuelto a recuperar los valores que tenía en el segundo trimestre de 1998; esto implica haber superado los efectos de la crisis y de la recesión que concluyeron con el programa de convertibilidad. Los comportamientos de las variables agregadas en su conjunto han sido disímiles, pues tanto el PIB como el consumo, registraron niveles casi de pre crisis, mientras que los sectores más favorecidos por la variación de precios relativos, marcaron records históricos de exportación impulsados por una coyuntura de precios externos favorable como también por efecto volumen de producto. Por su parte las importaciones si bien muestran una buena dinámica aun se hallan por debajo del nivel alcanzado en 1998.



Fuente: CIME-EEyN, base MECON- E&G.

La inversión resulta ser la variable determinante para la evolución económica y la expansión tanto de corto como de largo plazo. Ciertamente, gran parte del flujo de inversiones se concentró en los sectores favorecidos por la depreciación del peso y allí podemos identificar al agro, los combustibles y la industria textil que se apoyaron en la rentabilidad de sus exportaciones (los primeros) y en la sustitución de importación favorecida por el bajo costo en el caso de la industria textil.

Desde el inicio de la recuperación económica la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) se expandió 4 veces más velozmente que la actividad agregada, recomponiéndose la relación con el PIB. En 2002, la IBIF representaba 11% del PIB, pasando a una participación de 19% en 2004 (IV Trim.) casi similar a la observada en 1.999.



Fuente: CIME-EEyN, base MECON-

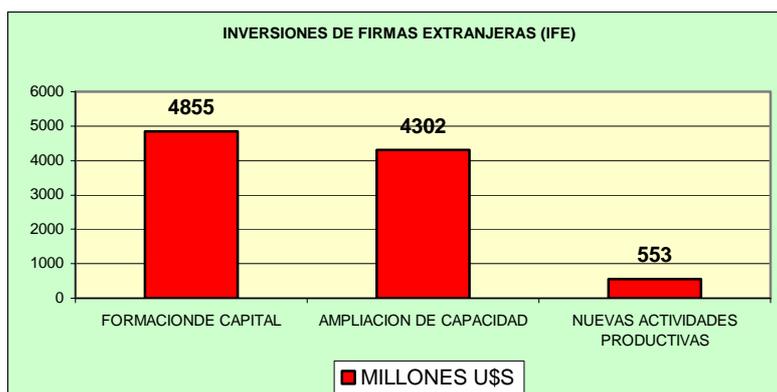
La IBIF nos permite apreciar en su composición que el 60% de la misma corresponde a construcción y el 40% restante a maquinaria y equipos productivos siendo la mitad de ellos importados. De esta forma, los equipos importados participan con el 25% de las inversiones totales y representan el 50% de las inversiones en bienes y equipos destinados a la producción. En 2002 tan solo representaban el 28%; siendo destacable la velocidad de crecimiento del equipamiento importado y su recuperación en la estructura de la IBIF. La IBIF tanto en equipos como en construcción acumula periodos continuos de crecimiento; en el caso de equipo durable son 9 los trimestres de crecimiento y en construcción 10.

Los equipos durables de producción y construcción por su parte nos muestran crecimientos que si bien son significativamente altos entre 2005/2002 (153% y 88% respectivamente) aun se hallan algo por debajo de los niveles de 1.998; En el caso de equipos durables, estos se ubican por encima de los valores de 1.999. Desagregando construcción se puede observar que resulta relevante la actividad del sector público como motorizador de la misma que ya ha recuperado los valores de 1998.

La observación en el Estimador Mensual Industrial (EMI) del uso de capacidad instalada en algunos sectores industriales nos permiten pensar en sectores que aun pueden incrementar su producción con el stock de capital que actualmente poseen (sector automotriz), pero en líneas generales la gran mayoría esta prácticamente llegando al límite de utilización de capacidad instalada.

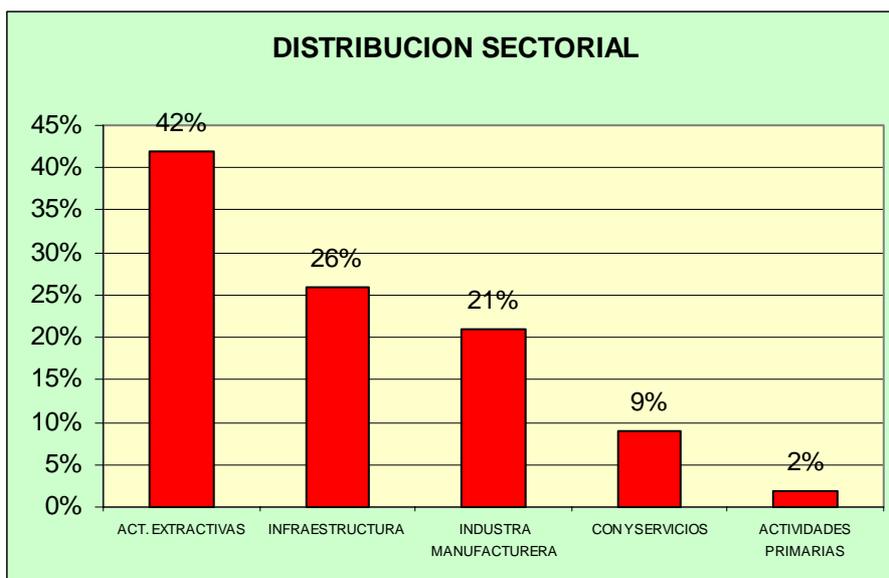
Lo llamativo del proceso de recuperación de la inversión en este periodo es la fuente de financiamiento ya que contrario sensu a los 90 (financiadas con ahorro externo), el actual proceso se verifica con ahorro doméstico y relevante la participación del sector público, que durante mucho tiempo estuvo ausente.

Las firmas no solo nacionales sino también las extranjeras participan de este proceso de inversión. Según el CEP, en el I trimestre de 2005, los anuncios de inversión totalizaron u\$s6.262 millones, de los cuales el 78% Irán destinados a Formación de Capital (89%) y Greenfield (11%); el 22% restante seria aplicado a Fusiones y Adquisiciones. Los niveles esperados de Inversión de Firms Extranjeras (IFE) para el 2005, resultan similares a los de 2004.



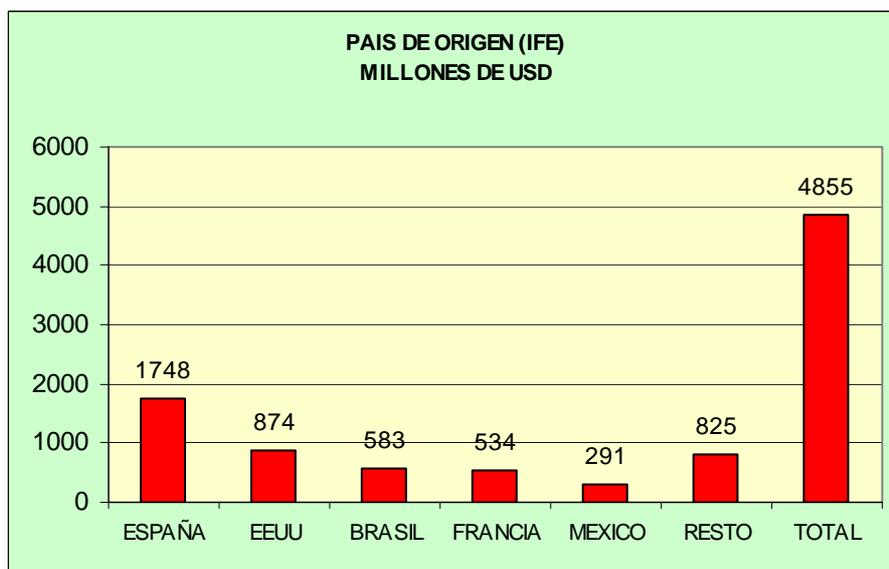
Fuente: CIME-EEyN, base MECON-CEP

La orientación sectorial de las IFE en formación de capital se orienta a: 1) industrias extractivas 42%, 2) infraestructura 26%, 3) industria manufacturera 21%, 4) comercio y 5) servicios 9% y 6) el 2% actividades primarias y sector financiero. Los sectores que se hallan operando en un nivel elevado de su capacidad instalada han comprometido desembolsos los mismos son: refinación y derivados de petróleo, autopartes, alimentos y bebidas, química, petroquímica y plásticos entre otros.



Fuente: CIME-EEyN, base MECON-CEP

Los países que invierten en la Argentina son España 36%, EE.UU. 18%, Brasil 12%, Francia 11% y México 6%. Los desembolsos por sector según países serán para España: petróleo, gas, comunicaciones, transportes, derivados de petróleo y energía eléctrica, EE.UU.: en actividades extractivas, comercio y servicios. Brasil por su parte se orientó a actividades extractivas -petróleo y minería- y en menor medida en industrias de infraestructura.



Fuente: CIME-EEyN, base MECON-CEP

Las provincias más favorecidas en proyectos de formación de capital se han repartido en casi un 60% entre: Buenos Aires, Neuquén, Santa Fe, Santa Cruz, Mendoza, Córdoba, Chubut y la Ciudad Autónoma de Bs.As, con desembolsos de u\$s2.800 millones.

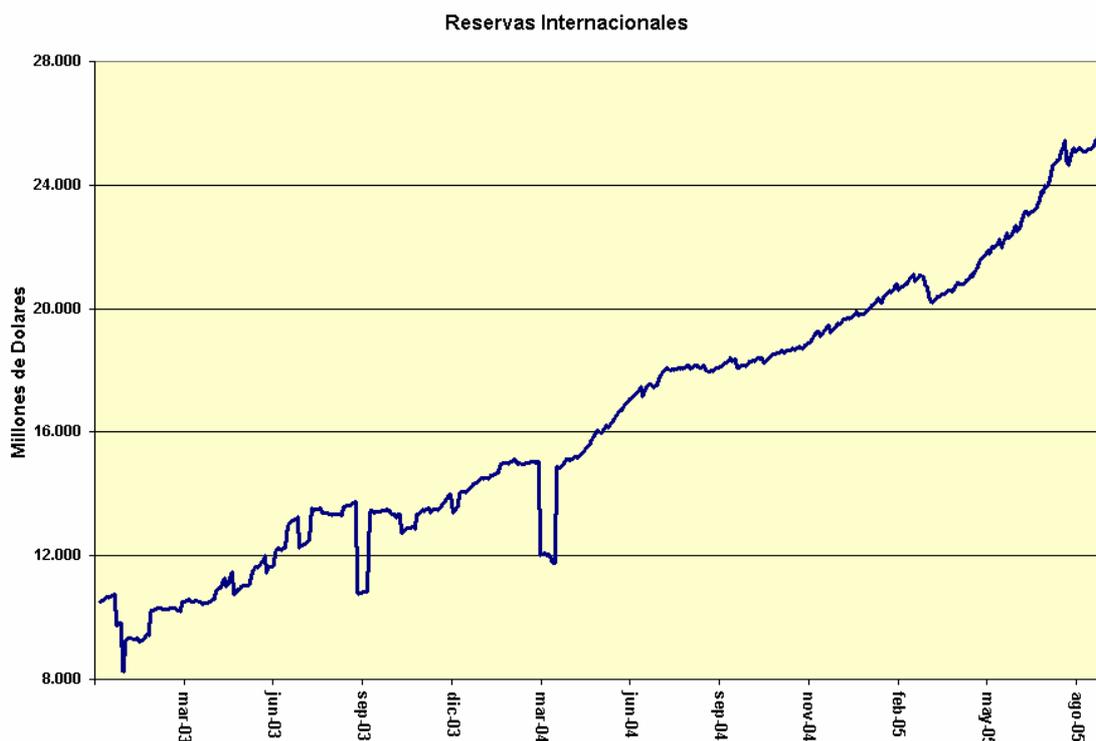
La recuperación económica hasta la mitad de 2003, se caracterizó por una inversión neta negativa, producto de la elevada capacidad ociosa que permitía aumentar la producción sin necesidad de ampliar el stock de capital. A partir del III Trim. de 2003 y durante todo el 2004 esta situación se revierte y ya no alcanza con la capacidad ociosa existente, si bien en este nivel se compensa la depreciación del stock de capital, durante 2005 se requerirá de mayores volúmenes de inversión para no postergar el cierre de la brecha del PIB.



¿POR QUÉ EL BCRA BUSCA ACUMULAR RESERVAS?

Por: Lic. Andrés Salama. Economista, CIME – EE y N – UNSAM

Una de las medidas implementadas por el BCRA para respaldar la actual política económica ha sido la de recomponer el nivel de reservas internacionales. Después de haber alcanzado un mínimo de 8.245 millones de dólares en enero de 2003, las reservas han crecido un 211,8% en los dos últimos años y medio, llegando el 14 de septiembre a los 25.707 millones de dólares. En los últimos tres meses, se ha dado una gran suba, ya que desde junio las reservas crecieron 3.450 millones de dólares. A este ritmo, es probable que el récord histórico de 27.104 millones de dólares alcanzado el 19 de julio del 2000 pueda ser superado antes de fin de año. Las autoridades del BCRA consideran que existe incluso campo para seguir acumulando reservas internacionales y están hablando de llevarlas a unos 32.000 millones de dólares en el mediano plazo (no han mencionado una fecha específica).



En este aspecto, las políticas seguidas por el BCRA no representan un caso aislado dentro del mundo, ya que luego de la inestabilidad macroeconómica y financiera que agitó el escenario mundial en la segunda mitad de la década del 90, los principales países emergentes priorizaron la acumulación de reservas como un mecanismo para reducir la vulnerabilidad de sus economías y la persistente volatilidad cambiaria. Es de destacar que en la Argentina, a diferencia de lo que ocurrió en períodos anteriores, la acumulación de reservas después de la convertibilidad ha sido consecuencia de un superávit de cuenta corriente y no de una significativa entrada de capitales. Este ahorro se ha visto favorecido por las mejoras en los términos de intercambio derivadas de los altos precios de los commodities que exporta el país.

Hay que recordar que en el 2002, con el fin de contrarrestar la creciente dolarización de la economía y evitar un colapso financiero más severo, se impusieron controles a la salida de capitales, creándose en mayo de ese año las letras y notas del Banco Central (Lebac y Nobac) para proveer al mercado interno de un activo denominado en pesos que pudiera ser una alternativa al dólar y los activos denominados en esa moneda.

Pasado lo peor de la crisis, la mayor parte de las restricciones a la compra de dólares fueron gradualmente eliminadas. Desde entonces, el BCRA ha intervenido en el mercado de cambios

buscando atenuar la volatilidad del mercado de cambios y reconstruir el volumen de reservas internacionales, con un claro propósito anticíclico, dentro del marco provisto por los sucesivos programas monetarios, y esterilizando la emisión primaria que excediera los parámetros de crecimiento de la base monetaria allí establecidos.

La decisión acerca del nivel de reservas internacionales que debe mantener un país está asociada principalmente a la necesidad de contar con cierto grado de liquidez en divisas para poder cumplir con sus obligaciones en el exterior y afrontar cambios abruptos en las condiciones financieras externas (derivados de shocks financieros o reales). En países emergentes como Argentina, la racionalidad detrás de la política de acumulación de reservas internacionales sobre la base de la intervención en el mercado cambiario, se extiende más allá de la obligación de cumplir con los compromisos externos: es fundamental contar con un adecuado nivel de liquidez después de una crisis, para brindar una señal clara al mercado. Las calificadoras de riesgo asocian inversamente el nivel de divisas atesoradas con el riesgo país. Por tal motivo, la acumulación de reservas internacionales puede ser vista como la adquisición de una garantía que permite reestablecer los flujos de capitales hacia el país.

La acumulación de reservas genera un aumento en la liquidez que de ser mayor que la demanda interna de saldos monetarios debe ser esterilizado. El costo de la política de acumulación de reservas está dado por un aumento en la tasa de inflación o por el que se origina, al producirse la esterilización, en el diferencial negativo entre las tasas de interés a la que el BCRA coloca sus reservas y el costo de los pasivos que emite para adquirir dichas divisas, lo que representa un importante costo de oportunidad. Pero una adecuada política de esterilización puede minimizar el costo inflacionario del ingreso de divisas. En cambio, el beneficio de la política de acumulación de reservas es la reducción en el valor esperado de la pérdida de ingreso nacional que se observaría en el caso de que una crisis causara un nuevo colapso financiero.

El nivel óptimo de las reservas puede depender de tres cuestiones: del tipo de cambio, del perfil de la deuda de un país o de su sistema financiero. Si un país tiene un tipo de cambio fijo, entonces necesitará más divisas para defender el valor de su moneda. Si tiene una deuda con perfil de vencimiento de corto plazo, entonces le convendrá tener más dólares a su disposición para ir cancelando. Lo mismo si cuenta con un sistema financiero dolarizado. Y con un sistema de flotación, la autoridad monetaria puede disponer de una variación tanto en las reservas como en el tipo de cambio.

Como ya se comentó, el fenómeno que vive el país no es un caso aislado, ya que en los últimos años las reservas internacionales en el mundo han crecido de manera explosiva. Los países emergentes, en particular, reaccionaron a las turbulencias financieras de los 90 (el tequila en el 94, la crisis asiática del 97, la crisis rusa del 98), aumentando sus reservas y sus tasas de ahorro de manera espectacular, al punto que algunos especialistas hablan hoy acerca de una sobreacumulación de reservas. China sería el caso paradigmático, ya que de tener “apenas” 164.000 millones de dólares de reservas en febrero del 2001 ha pasado a tener 740.000 millones a finales de julio de este año. Junto a otros países asiáticos, esta política tiene el objetivo cambiario de mantener cierta depreciación de su moneda con relación al dólar para conservar su competitividad externa. Estas políticas seguidas por China y otros países del este de Asia como Corea del Sur, Taiwán y Singapur, han resultado muy exitosas, ya que la inflación se ha mantenido bajo control, el crecimiento económico ha sido fuerte y sostenido y el sistema financiero se ha mantenido sólido.

En nuestro país, la acumulación de reservas se viene dando a través de intervenciones regulares en el mercado de cambio interno. En los primeros tiempos, esta estrategia se convirtió en la contraparte de una agresiva política de remonetización de la economía, por lo cual el grado de esterilización de la emisión resultante era bajo. A partir de la segunda mitad del 2004, cuando la demanda de pesos comenzó a normalizarse, la esterilización a través de los Lebac, los Nobac y los pasivos se fue acrecentando hasta hacerse completa en 2005, de modo tal de mantener

el crecimiento de la base monetaria dentro de las pautas previstas en el programa monetario 2005 del BCRA.

Existe la discusión sobre si las intervenciones en el mercado cambiario, especialmente aquellas realizadas con la intención de acumulación de reservas, deberían implementarse a través de reglas o a través de políticas discrecionales. Argentina y Brasil utilizan las políticas discrecionales, en tanto que México aplica una regla. Si bien la literatura económica más reciente suele inclinarse por las reglas, en ciertos casos, una política de acumulación de reservas basada en reglas puede finalizar generando más volatilidad cambiaria que un proceso de intervención discrecional: si las autoridades se comprometen a mantener cierto nivel de acumulación de reservas en forma periódica, una abrupta disminución en el flujo de capitales hacia el país puede llevar a las autoridades a enfrentar el dilema de tener que modificar la regla (y socavar su credibilidad) o enfrentar una mayor volatilidad cambiaria.



EVOLUCIÓN DE LAS CUENTAS PÚBLICAS EN EL 1ER SEMESTRE DE 2005

Por: Lic. Clara López. Economista, CIME – EE y N – UNSAM

Ingresos Tributarios

La evolución de la recaudación fiscal del primer semestre del año se encontró dentro de los niveles previstos. El alto nivel de ingresos responde a la estacionalidad propia de los ingresos tributarios, ya que la mayor recaudación se registra dentro de los primeros 6 meses del año debido al vencimiento del impuesto a las Ganancias.

En el período analizado se acumuló aproximadamente el 75% del superávit anual estipulado en el Presupuesto Nacional 2005. Al igual que en períodos anteriores la evolución de los ingresos resultó decisiva para explicar el resultado primario ya que el gasto continuó creciendo a ritmo sostenido.

Los recursos generados por la AFIP mostraron un incremento del 17,9% en el primer semestre de 2005 en comparación con igual período del año anterior. Los recursos generados por los impuestos tradicionales, como IVA, Ganancias y los ingresos por Seguridad Social continúan respondiendo de forma favorable. En el cuadro que se expone a continuación se pueden observar los crecimientos que han denotado los impuestos nombrados y los denominados impuestos distorsivos tales como el impuesto al Cheque y los Derechos de Exportación.

Recaudación de los principales impuestos y variaciones interanuales semestrales			
Concepto	1er semestre 2004	1er semestre 2005	Variación % entre ambos semestres
Ganancias	10.900,2	14.587,3	13,1
IVA	14.615,3	17.429,2	19,3
Contribuciones Patronales	4.664,3	5.676,7	21,7
Derechos de Exportación	4.937,1	6.127,6	24,1
Impuesto al cheque	3.622,6	4.390,9	21,2
Total recursos tributarios	49.018,7	57.792,4	17,9

Elaboración propia fuente Ministerio de Economía

El impuesto a las Ganancias muestra un incremento del 13%. Ello es considerable si recordamos que el año pasado tuvo una recaudación extraordinaria debido al pago realizado por una importante petrolera –REPSOL-YPF quien realizó un pago de 2.730 millones de pesos en el mes de mayo por concepto de ganancias-. El buen desempeño de este impuesto se sostiene en el aumento del nivel de actividad y en menor cuantía por los cambios en el cronograma de pagos efectuado por la postergación de vencimientos de diciembre de 2004.

En los próximos meses el impuesto a las Ganancias retomaría importancia dentro de la recaudación total, por la elevada base que sienta el mes de junio, en el que las empresas debieron pagar el 25% de las declaraciones juradas de 2004 en concepto de adelanto del año en curso.

El IVA mostró un comportamiento errático en el período ya que en abril y mayo se verificó un fuerte crecimiento interanual, mientras que en junio prácticamente no registró incremento, en parte explicado por las mayores devoluciones, éstas se tratan del reintegro del gravamen a los

exportadores y de compensaciones de otros impuestos contra el pago del IVA. De igual manera al considerar el 1er semestre del año encontramos un incremento interanual del 19%.

En cuanto a la composición del IVA, la recuperación que continúan mostrando las importaciones ha determinado que el IVA DGA gane importancia dentro del total del impuesto, explicando gran parte de la mejora que muestra el impuesto bajo análisis.

Las Contribuciones patronales continuaron con la senda del crecimiento impulsados por la recuperación de los salarios, el aumento del empleo formal, la mejor fiscalización y la suba de la remuneración máxima sujeta a contribuciones. La combinación de estos factores determinó que los ingresos por este tributo crezcan el 21% en el período enero-junio de 2005 en comparación con igual período del año anterior.

Los Derechos de exportación resultaron el único componente que aceleró el crecimiento interanual, superando las expectativas. Aún cuando los precios de los principales productos de exportación sujetos a las alícuotas máximas cayeron respecto a 2004 (salvo el caso del petróleo), el continuo crecimiento en las cantidades exportadas permitió que el aporte de este impuesto sea 24% mayor que en el 1er semestre de 2004.

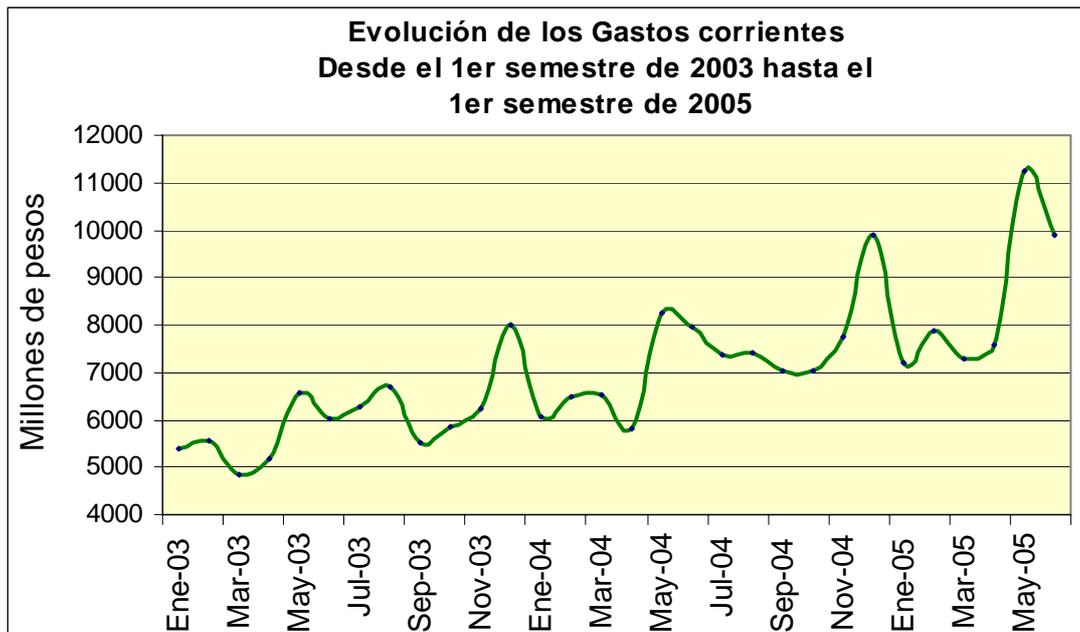
En tanto el impuesto al Cheque siguió mostrando su tendencia creciente, determinando nuevos records en su recaudación diaria promedio. La variación interanual semestral fue un incremento del 21%.

Gasto y Resultado Primario

El gasto primario del sector público no financiero en base caja continuó mostrando una tendencia creciente, que en los últimos 12 meses alcanzó un máximo histórico de 20,5% del PBI. Así luego de la crisis iniciada a fines de 2001, y tras alcanzar un mínimo de 16,5% del PIB a comienzos de 2003, el gasto público acumula un crecimiento de 3,6 puntos porcentuales del producto.

En los últimos 6 meses el gasto primario se incrementó 24% en relación con igual período de 2004, impulsado por los aumentos en los gastos de Consumo y operación con el 27% (salarios, jubilaciones y pensiones), aumentos del 19% en las Transferencias a las provincias y al sector privado y al incremento de los pagos de intereses del 106%. Todas las variaciones aquí expresadas son interanuales del 1er semestre de 2005 en comparación con igual semestre del año 2004.

En el gráfico que se expone a continuación se puede observar la evolución de los gastos corrientes desde el 1er semestre de 2003 hasta el 1er semestre de 2005.



Elaboración propia fuente Ministerio de Economía

El resultado primario del sector público no financiero se mantuvo en cifras elevadas y en los últimos 12 meses acumuló 3,6% del PBI. Sin embargo, se observa una tendencia decreciente producto de la desaceleración en los ingresos, acompañada de una trayectoria creciente del gasto primario.

En el 1er semestre del año se obtuvo un resultado superavitario de 11.589,3 millones de pesos resultando ser un 2,1% inferior al registrado en igual período del año 2004. Esta variación se originó en un aumento de los recursos percibidos del 15,8% y una suba en el gasto del 24,2% tal como ya hemos mencionado anteriormente.

El resultado primario alcanzado le permitió al Gobierno nacional atender todos los servicios por intereses de la deuda en situación regular. Los intereses de los nuevos bonos surgidos de la finalización del proceso de reestructuración fueron cancelados utilizando, mayormente, depósitos constituidos en períodos previos. Los pagos de capital fueron cubiertos también por el superávit primario y por la utilización de depósitos públicos.