

Tel: (011) 4393-0375  
[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

Coordinación General:  
Gabriel Sánchez

Investigadores:

Argentina:  
Jorge Vasconcelos  
Inés Butler  
Paula Nahirñak  
Ignacio Dussaut  
Delfina Cavanagh  
Joaquín Berro Madero

Internacional:  
Jorge Vasconcelos  
Eliana Miranda

En Foco 1:  
Jorge Vasconcelos  
Delfina Cavanagh

Edición y  
compaginación:  
Paula Nahirñak  
Karina Lignola

[www.ieral.org](http://www.ieral.org)

<b><u>Editorial:</u></b>	<i>A cuatro años del piso de la crisis, la fuerte recuperación comienza a demandar nuevos motores</i>	1
<b><u>En Foco 1:</u></b>	<i>El Índice Big Mac confirma que el margen cambiario de la Argentina no es tan abultado</i>	6
<b><u>Argentina</u></b>		
<b><u>Economía Real</u></b>		
1.- Nivel de actividad:	<i>En mayo la industria manufacturera creció 0,9% (desestacionalizado) y asegura un piso de 5,8% de crecimiento para el 2006</i>	9
<b><u>Mercados Financieros</u></b>		
1.-Moneda y Bancos:	<i>Resumen de Indicadores</i>	11
<b><u>Internacional</u></b>		
Brasil:	<i>El mercado continúa bajando sus proyecciones de inflación</i>	12
Chile:	<i>El Banco Central mantiene la tasa en 5%, pero continúa atento a las presiones inflacionarias</i>	14
Estados Unidos:	<i>Positiva reacción de los mercados ante los nuevos indicadores que muestran "moderación" de la economía</i>	15

## Editorial

### **A cuatro años del piso de la crisis, la fuerte recuperación comienza a demandar nuevos motores**

---

Desde el piso de la crisis en el primer trimestre de 2002, y hasta el primer trimestre de 2006, el PIB se ha incrementado 36,7% en la Argentina.

¿Cómo ha sido este patrón de recuperación? El primer impulso provino del proceso de sustitución de importaciones iniciado por la fuerte recesión y profundizado por la devaluación del peso. Hacia fines de 2002, el consumo privado y la inversión y, en menor medida, las exportaciones, comienzan a actuar como motores del incipiente crecimiento del PIB. Aquel primer año de recuperación fue, más que nada, un proceso de estabilización y una respuesta a demandas insatisfechas. En esa etapa, la recuperación fue sustentada por un elevado nivel de capacidad instalada ociosa. Recién a partir de 2004 se registró un crecimiento más genuino, impulsado ya por consumo, pero también con un rol de mayor peso para las inversiones y las exportaciones. Considerando los últimos cuatro trimestres de cuentas nacionales (del segundo de 2005 al primero de 2006 inclusive), se tiene por un lado un balance muy positivo en cuanto a recuperación de la economía respecto del piso de la crisis pero, por otro lado, los principales indicadores se ocupan de subrayar todo lo que resta para lograr un sendero de crecimiento sustentable en el largo plazo. Por caso, el ratio inversiones / PIB alcanzó en los últimos cuatro trimestres un 20,3%, un nivel satisfactorio pero insuficiente para garantizar un crecimiento del 5% anual en el largo plazo. Ahora bien, el componente construcciones de esa inversión ya se encuentra 0,4 pp por encima del pico de 1998, por lo cual agregar 4 o 5 puntos del PIB al total de inversión actual no parece una tarea sencilla. A nuestro entender, la única forma de aproximar el ratio inversión / PIB a un nivel cercano al 25% pasa, por un lado, por destrabar cuestiones pendiente vinculadas con la infraestructura energética y, por otro, por terminar de configurar un modelo exportador con todas sus implicancias. El consumo ha estado creciendo a un ritmo semejante al del PIB y, si a eso se agrega el reducido tamaño del mercado argentino, se tiene que un salto adicional en el monto de las inversiones podría lograrse si las empresas deciden proyectos en los que se apunte a vender tanto al mercado interno como al externo. Adicionalmente, la inversión extranjera directa (IED), en los países en los que es voluminosa, aparece vinculada la

mayoría de las veces a proyectos que exceden el mercado interno del país en cuestión, principio que incluso se verifica en el caso de China, pese a sus dimensiones continentales. Respecto de 1998, el sector externo ha aumentado su participación en el PIB argentino, pero consideramos que todavía dista de un nivel consistente con el perfil de un verdadero modelo exportador.

### **El consumo y la inversión**

En el período 2002/06, el consumo mostró un comportamiento estable, con variaciones en línea con las del PIB. Luego de un ajuste inicial, que colocó en 2002/03 la participación del consumo en el PIB en 65,7%, su participación se estabilizó, para colocarse en 2005/06 en 65,8%, un 2,8pp por debajo del guarismo de 1998. Esta merma del consumo como porcentaje del PIB fue cubierta por un aumento en las exportaciones.

Por su parte la inversión se redujo hasta un 11,7% del PIB en 2002/03, para luego mostrar una acelerada recuperación, con tasas de crecimiento de 44,5% en 2003/04 y luego reducir el ritmo a 26,3% y 24,6% en 2004/05 y 2005/06 respectivamente. Así, la tasa de inversión logró alcanzar 20,3% del PIB, nivel sólo 0,8pp por debajo del de 1998. Si analizamos la composición de la inversión, resulta que la construcción registró una recuperación más marcada y, ya en 2005/06 con 12,6% del PIB ha superado la tasa registrada en 1998 (12,2%). Mientras, la inversión en Equipo Durable aún registra un nivel inferior al de 1998 de 1,1 punto del PIB (7,8% vs 8,9%)

Así, la absorción interna, apoyada en el consumo y la inversión, fue el principal motor del crecimiento, mejorando 40,2% respecto al piso de la crisis. Este fenómeno se mantiene como tendencia incluso en los últimos datos. El primer año de recuperación, la inversión en construcciones había aportado 3,1pp al crecimiento para luego reducir su aporte a 2pp, repuntando a 2,6pp en 2005/06. En cambio, Equipo Durable tuvo un aporte estable del orden de los 2pp en la recuperación. Por su parte, el consumo es el sector que realizó el mayor aporte debido a su peso relativo, contribuyendo en 6pp al crecimiento económico de 2005/06.

<b>Aportes en puntos porcentuales al crecimiento del PIB</b>					
	1998	2002/03 *	2003/04 *	2004/05 *	2005/06 *
Importaciones	-1.1	3.7	-3.1	-2.6	-2.2
Consumo Privado	2.4	-6.4	6.7	5.7	6.0
Consumo Público	0.4	-0.5	0.2	0.5	0.8
Inversión	1.3	-3.7	5.2	4.0	4.4
Exportaciones	1.1	0.4	0.9	1.4	1.5

\* el período al que se hace referencia es al promedio desde el segundo trimestre del primer año indicado hasta el primer trimestre del segundo año.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de Cuentas Nacionales

<b>Composición porcentual del PIB</b>						
	1998	2001/02 *	2002/03 *	2003/04 *	2004/05 *	2005/06 *
Importaciones	13.5	9.8	6.4	8.7	10.4	11.5
Consumo Privado	68.6	68.1	65.7	65.7	65.9	65.8
Consumo Público	12.2	13.8	14.2	13.1	12.5	12.2
Inversión	21.1	14.6	11.7	15.3	17.8	20.3
Exportaciones	10.7	12.8	14.1	13.6	13.9	14.1

\* el período al que se hace referencia es al promedio desde el segundo trimestre del primer año indicado hasta el primer trimestre del segundo año.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de Cuentas Nacionales

## Sector externo

En 2002, la caída del PIB se moderó en 3,7pp mediante una importante sustitución de importaciones. El ratio de importaciones / PIB promedia al primer trimestre de 2006 11,5% del PIB, aún 2 pp por debajo del ratio de 1998.

Las exportaciones recién realizan un aporte significativo en 2004/05 y 2005/06, con tasas de crecimiento de dos dígitos. El año de la crisis 2002/03 y el siguiente, el aporte de las exportaciones si bien positivo, es inferior a 1pp del crecimiento y la tasa de variación de las exportaciones es moderada, 3% y 6,6% respectivo. En el promedio de los cuatro trimestres hasta el primero de 2006 las exportaciones alcanzan una participación de 14,1% del PIB.

La contribución neta del sector externo es positiva en 2002/03 como resultado de la ya mencionada sustitución de importaciones. Luego se torna negativa a lo largo de toda la recuperación, aunque cerrando la brecha desde -2,2 en 2003/04 a -0,7 en 2005/06.

## Aportes sectoriales

Los avances, pero también las limitaciones de la recuperación, se ponen de manifiesto de igual modo cuando el análisis de las cuentas nacionales se realiza por el lado sectorial.

Obsérvese que, pese al cambio de precios relativos y a la fuerte recuperación post crisis, el sector productor de bienes alcanzó en 2005/06 el 32,5% del PIB, apenas 0,3pp por encima del guarismo de 1998. A su vez, dentro del sector se tienen comportamientos heterogéneos:

Se destaca la construcción que se encuentra en su relación con el PIB en los niveles de 1998 y aportó 1,2pp al crecimiento en 2005/06

Las manufacturas, a pesar de los cambios en los precios relativos, necesitan adicionar 0,6pp para obtener la misma participación que en 1998 (17,2%), sin embargo su aporte al crecimiento sigue siendo importante, del orden de 1,3pp.

Por su parte la extracción minera contribuyó muy poco al crecimiento del PIB dada la falta de resoluciones contractuales en el sector energético. Este sector tiene la misma relación con el PIB que la que tenía en 1998 (1,6%).

Por otro lado, el sector de servicios creció a tasa crecientes, pasando de un aumento de 5,4% en 2003/04 para alcanzar el 8,5% en 2005/06. Los servicios aumentaron su participación en el PIB en la crisis para retroceder en la posterior recuperación y ubicarse (en 2005/06) 1,1pp debajo de la marca de 1998 (62,2%)

<b>Aportes en puntos porcentuales al crecimiento del PIB</b>					
	1998	2002/03 *	2003/04 *	2004/05 *	2005/06 *
Primarios agropecuario	0.4	-0.1	0.6	-0.1	0.5
Extracción Minera	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0
Manufacturas	0.3	-0.3	2.4	1.6	1.3
Construcción	0.5	-1.0	1.5	1.1	1.2
Servicios	2.9	-3.8	3.5	4.4	5.3

\* el período al que se hace referencia es al promedio desde el segundo trimestre del primer año indicado hasta el primer trimestre del segundo año.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de Cuentas Nacionales

## Perspectivas

A comienzos de 2006 a inversión interna se encuentra en 20,3% del PIB. Este nivel es demasiado bajo para lograr un crecimiento sustentable en el mediano y largo plazo. Sin embargo, es un nivel adecuado si se toma en consideración que cuatro años atrás la inversión se encontraba en un piso del 11% y en los últimos tres años viene recuperándose a un ritmo de 3 puntos del PIB anuales.

Si la economía se mantiene volcada al mercado interno, no parece haber suficientes incentivos para aumentar la tasa de inversión más allá de los niveles actuales, ya que sólo debería incrementarse la capacidad instalada para satisfacer un consumo que crece en línea

con el PIB, de lo que resulta que la inversión sólo necesitaría crecer a ese mismo ritmo. Además, el mercado interno de Argentina tiene una dimensión reducida para la escala requerida para la rentabilidad de algunas inversiones y, para que estas se lleven a cabo, sería necesario que la Argentina puede servir de base exportadora para alcanzar otros destinos.

En definitiva, para que la tasa de inversión logre el salto adicional que se está buscando, es imprescindible que se consolide un modelo exportador.

## En Foco 1

### El Índice Big Mac confirma que el margen cambiario de la Argentina no es tan abultado

El Índice del Big Mac está basado en la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA), es decir, el concepto de que un dólar debe comprar la misma cantidad de bienes o servicios en todos los países. Así, en el largo plazo, el tipo de cambio de equilibrio debe ser aquel que iguale el precio de las canastas idénticas de bienes y servicios en distintos países. La "canasta" aquí utilizada es un Big Mac que se produce en casi 120 países y se considera como base el precio de la hamburguesa de Estados Unidos.

Según la última publicación del Índice del Big Mac publicada por The Economist el 25 de Mayo del corriente año, una hamburguesa Big Mac cuesta en la Argentina \$7 o su equivalente en dólares, US\$2,3 a un tipo de cambio de 3,06\$/US\$. Por otra parte, la hamburguesa cuesta US\$3,1 en Estados Unidos. De esta manera, se tiene que el tipo de cambio en la Argentina que iguala el precio de la hamburguesa en ambos países

es de 2,26 \$/US\$, que difiere del 3,06\$/US\$ observado en estas últimas semanas. Así habría una subvaluación del peso del 26% ya que el poder adquisitivo del dólar es mayor aquí que en el país base.

Tal como se ve en el cuadro adjunto, la situación no es diferente para las demás economías emergentes seleccionadas. La mayor disparidad se encuentra entre los países de América Latina. Tanto Chile como Brasil tienen tipos de cambio que se encuentran cercanos a los de equilibrio: la moneda chilena estaría subvaluada en un 5% y la brasileña en un 10,4%. Ambos países aplican una flotación cambiaria más "limpia" que el caso argentino, pero

**El Índice del Big Mac**  
25 de Mayo de 2006

	Precio del Big Mac en dólares	Subvaluación (-) o sobrevaluación (+) de la moneda
Hungría	2.7	-12.1
Polonia	2.1	-32.3
Bulgaria	1.9	-37.0
<b>Promedio Europa del este</b>	<b>2.2</b>	<b>-25.8</b>
Malasia	1.5	-51.0
Indonesia	1.6	-49.0
Tailandia	1.6	-50.0
<b>Promedio Asia</b>	<b>1.6</b>	<b>-50.0</b>
Argentina	2.3	-26.1
Brasil	2.8	-10.4
Chile	2.9	-5.1
<b>Promedio América Latina</b>	<b>2.7</b>	<b>-13.9</b>

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a The Economist.

además han hecho esfuerzos importantes en materia de competitividad y ya no es su tipo de cambio la principal herramienta competitiva.

Los países de Europa del Este, presentan un tipo de cambio subvaluado en un 25,8% en promedio. Este nivel de tipo de cambio se encuentra en línea con el de Argentina poniendo en duda el verdadero margen de subvaluación del peso argentino. En realidad, por el nivel de ingresos, la Argentina debería considerar como verdadera competencia (en atracción de inversiones y en puja por los mercados de exportación) a estos otros emergentes y no a los Estados Unidos. Además, en el caso particular de los emergentes europeos hay que tener en cuenta que su pertenencia a la Unión Europea les otorga una ventaja adicional respecto de Argentina.

El caso de los países asiáticos es más sintomático ya que en promedio presentan una subvaluación de 50%. Para este grupo de países, Malasia es el país que presenta la moneda más subvaluada (51%) seguida por Tailandia (50%).

### ¿Cuál es el verdadero margen cambiario?

En la Argentina, mientras la cotización del dólar aumentó 206% desde 2001, el índice de precios al consumidor (IPC) se incrementó "sólo" 81,8% para el mismo período. Estos dos datos definen un tipo de cambio real alto para el país que pareciera indicar que aún queda un gran margen de competitividad cambiaria. Pero si se miran mas detenidamente algunos otros indicadores, se cae en la cuenta que el "colchón cambiario" es bastante inferior al que muestran los datos en primera instancia.

	Tipo de cambio	Precios minoristas	Precios mayoristas	Big Mac
		Indice general	Indice general	
2001	1.00	97.60	100.22	2.50
último dato	3.06	176.58	276.12	7.00
Var. (%)	206.0	80.9	175.5	180.0

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base al INDEC, BCRA, SIJP y CEP.

Una prueba de esto lo constituyen los salarios del sector privado formal, que en promedio subieron más del 100% desde 2001. A su vez, el precio de la hamburguesa Big Mac aumentó 180% en pesos desde la devaluación, marcando una tendencia quizás más realista del incremento en los costos de bienes y servicios no transables.

Así se tiene que:



1. La Argentina no es la más competitiva del grupo de emergentes seleccionados: el peso argentino se encuentra subvaluado respecto de Estados Unidos pero no respecto a este grupo de países.

2. El IPC probablemente no sea un fiel reflejo del aumento del costo de vida de Argentina. El precio del Big Mac se incrementó más del doble del IPC desde la devaluación como tantos otros precios que se han escapado de la "pauta" oficial.

	Variación desde sus respectivas devaluaciones		Ratio
	Big Mac	IPC	Big Mac / IPC
<i>Brasil</i>	106.45	76.70	<b>1.39</b>
<i>Argentina</i>	180.00	81.80	<b>2.20</b>

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a The Economist, INDEC e IBGE.

3. A propósito del punto 2, si se comparan los precios de la hamburguesa Big Mac con el índice de precios tanto para Brasil como para la Argentina, los resultados confirman el desajuste existente. Desde la devaluación de Brasil (principios de 1999) hasta el presente, el precio del Big Mac en reales subió casi 30 puntos porcentuales más que el IPC del vecino país; mientras que en el caso argentino, la brecha entre uno y otro índice es de casi 99 puntos porcentuales. (Ver cuadro adjunto)

## Argentina – Resumen de Indicadores

---

### Economía Real

**1.-Nivel de actividad:** *En mayo la industria manufacturera creció 0,9% (desestacionalizado) y asegura un piso de 5,8% de crecimiento para el 2006*

---

Los datos de la producción industrial arrojaron en Mayo un crecimiento de 0,9% con respecto a abril y de mantenerse en estos niveles, ya está asegurado un piso de crecimiento del sector manufacturero de 5,8% para todo el 2006. Por ello, la proyección de un crecimiento industrial superior al 7% para este año resulta cada vez más verosímil.

En el bimestre abril-mayo la industria manufacturera creció un 7,5% a/a, dejando buenas bases para el segundo trimestre y para el resto del año. Estas perspectivas se ven avaladas por los datos de utilización de la capacidad instalada que, por segundo mes consecutivo, disminuyó en la comparación interanual. Sólo puede ocurrir por inversiones que aumentan la capacidad de producción. Esta buena señal no es generalizada, dándose los casos de los productores textiles y el de la refinación de petróleo que continúan aumentando el uso de su capacidad para aumentar su producción. En ambos casos se está llegando al límite, ya que las dos industrias están utilizando más de 80% - textiles 84,3% y refinación de petróleo un 93,6% -. Otra industria que también está utilizando casi la totalidad de su capacidad es la industria metálica básica, con un 95,8%. Si bien este dato despierta dudas sobre la posibilidad de crecer, en esta industria se notan inversiones: lo que en 2005 se producía utilizando un 98,3% de su capacidad instalada, este año se pudo producir usando un 95,8%, lo que muestra que esta industria ha invertido para ampliarse.

Producción	Unidades	III-2005	IV-2005	I-2006	Abr-06	May-06	Aporte en p.p.
<b>Actividad Industrial EMI (1997)</b>	Var a/a	7.6	8.8	7.0	7.7	7.3	
Productos alimenticios y bebidas	Var a/a	6.5	9.1	5.7	5.2	5.9	1.4
Productos del tabaco	Var a/a	-7.3	0.0	17.6	4.3	15.5	0.2
Productos textiles	Var a/a	9.6	12.7	6.1	7.6	5.0	0.2
Papel y cartón	Var a/a	3.3	-2.3	-1.1	-2.2	0.2	0.0
Edición e Impresión	Var a/a	7.9	10.0	6.8	3.5	9.1	0.6
Refinación del petróleo	Var a/a	-1.0	3.2	5.0	12.8	12.6	0.6
Sustancias y productos químicos	Var a/a	5.9	9.1	5.7	10.5	6.6	1.5
Caucho y plástico	Var a/a	10.6	12.8	9.9	7.6	6.4	0.3
Productos minerales no metálicos	Var a/a	16.1	15.6	14.8	16.8	19.8	0.9
Industrias metálicas básicas	Var a/a	3.2	-0.5	3.7	3.2	0.0	0.0
Vehículos automotores	Var a/a	28.8	21.3	35.7	20.7	19.0	1.1
Metalmecánica exc.ind. Automotriz	Var a/a	8.4	8.7	5.5	3.4	5.2	0.7
<b>EMI desestacionalizado (1997)</b>	Var t/t - m/m	2.0	2.5	0.5	0.3	0.9	

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base al INDEC

Producción	III-2005	IV-2005	I-2006	Abr-06	May-06	Var a/a en p.p.
<b>Utilización de la Capacidad Instalada</b>	73.1	71.4	68.7	71.1	70.4	-0.3
Productos alimenticios y bebidas	77.3	74.8	69.6	67.5	66.0	-4.9
Productos del tabaco	57.8	63.3	69.5	60.1	68.8	7.3
Productos textiles	86.5	78.9	75.7	83.6	84.3	1.0
Papel y cartón	79.3	76.8	77.0	76.7	80.1	-5.6
Edición e Impresión	74.1	73.8	73.9	74.8	73.8	0.8
Refinación del petróleo	89.7	91.9	93.7	93.9	93.6	9.8
Sustancias y productos químicos	78.0	76.8	73.8	75.4	74.7	-2.4
Caucho y plástico	70.8	66.8	65.1	63.5	62.4	-2.1
Productos minerales no metálicos	60.3	60.5	57.4	62.6	62.0	4.9
Industrias metálicas básicas	92.7	93.9	93.1	96.0	95.8	-2.5
Vehículos automotores	45.2	44.2	38.9	50.6	46.4	5.5
Metalmecánica exc.ind. Automotriz	64.3	60.7	58.9	65.7	66.2	1.9

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base al INDEC

Producción	Unidades %	III-2005	IV-2005	I-2006	Abr-06	May-06
<b>Capacidad Instalada Implícita</b>	Var a/a	5.5	6.6	7.1	8.0	7.7
Productos alimenticios y bebidas	Var a/a	2.9	5.9	9.1	12.8	12.8
Productos del tabaco	Var a/a	0.0	3.7	6.0	3.5	3.6
Productos textiles	Var a/a	4.4	4.9	3.8	3.7	3.8
Papel y cartón	Var a/a	9.3	6.7	7.4	6.9	6.7
Edición e Impresión	Var a/a	3.0	8.0	8.4	8.2	8.0
Refinación del petróleo	Var a/a	0.7	0.3	0.7	1.4	0.9
Sustancias y productos químicos	Var a/a	7.2	8.0	7.8	10.5	9.7
Caucho y plástico	Var a/a	8.9	10.1	11.7	13.0	9.7
Productos minerales no metálicos	Var a/a	4.9	7.8	9.0	7.4	11.2
Industrias metálicas básicas	Var a/a	4.0	2.4	5.2	4.9	2.5
Vehículos automotores	Var a/a	2.8	10.2	5.0	4.9	5.6
Metalmecánica exc.ind. Automotriz	Var a/a	9.1	7.0	3.6	-0.1	2.2

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base al INDEC

## Mercados Financieros

### 1.- Moneda y Bancos: Resumen de Indicadores

Resumen de Indicadores	Unidad	IV Trim-05	I Trim- 06	Abr	May	Jun *	Var a/a %	Var 2006 %
Base Monetaria	\$	55,634	58,729	60,248	61,182	62,411	21.0	11.8
Reservas del BCRA	US\$	26,624	20,128	21,890	23,693	24,605	8.7	-9.8
<u>Depósitos Totales</u>	\$	136,641	141,577	145,149	150,174	154,136	20.8	11.5
Caja de Ahorro	\$	30,016	32,475	33,156	34,908	34,891	26.2	15.5
Cuenta Corriente	\$	38,826	40,039	39,870	41,690	42,197	16.1	3.6
Plazo Fijo	\$	55,245	56,927	59,946	61,147	64,291	19.9	17.2
<u>Depósitos Privados</u>	\$	97,137	101,621	104,856	106,879	109,216	19.6	10.4
<u>Depósitos Públicos</u>	\$	39,504	39,956	40,293	43,295	44,921	23.7	14.2
<u>Préstamos Totales</u>	\$	67,221	70,723	71,688	72,962	74,536	17.4	8.7
Hipotecarios	\$	8,756	8,965	9,107	9,151	9,197	3.7	4.3
Prendarios	\$	2,236	2,541	2,738	2,880	3,002	53.6	29.3
Personales	\$	6,811	7,889	8,605	8,911	9,260	72.0	30.3
<u>Préstamos Privados</u>	\$	50,912	55,409	57,921	59,712	61,636	39.6	16.9
<u>Préstamos Públicos</u>	\$	16,309	15,314	13,767	13,249	12,900	-33.2	-18.5
Stock de Letras del BCRA	\$	26,575	26,696	29,258	30,449	31,074	34.0	18.1
Tasa en \$ de plazo fijo a 30d	%	4.4	5.5	6.3	6.4	6.4	2.8	1.7
Tasa en \$ de Lebacks a 180d	%	7.5	8.0	sd	8.3	8.5	2.1	1.0
Compra de US\$ del BCRA	US\$	1,864	2,219	1,071	1,244	705	-57.3	-5.4
Promedio diario de compras	US\$	21	35	63	59	50	-36.0	41.9
Merval	\$	1,586	1,721	1,878	1,751	1,591	9.5	3.8
Merval	US\$	497	550	609	570	513	2.5	25.4
Tipo de cambio BCRA	\$/US\$	2.98	3.06	3.07	3.05	3.08	6.9	2.2
Tipo de cambio libre	\$/US\$	3.00	3.07	3.09	3.07	3.10	6.9	2.2

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

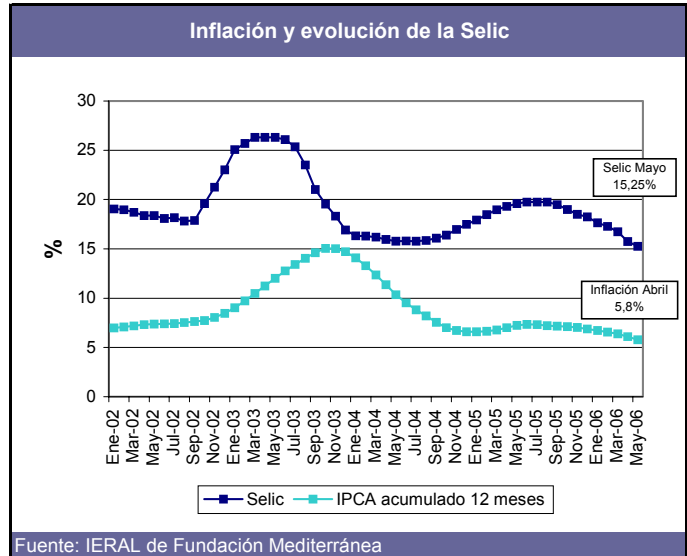
(\*) Datos al 20/06/06. Las variables Merval, Com-Vta US\$ de BCRA, Tipo de Cambio y Tasas, datos al día 22/05/06. Corresponden a promedios mensuales de datos diarios

NOTA: Las variaciones para los datos de tasas de interés están expresados en puntos porcentuales y no en porcentaje.

## Internacional – Resumen de Indicadores

### Brasil: El mercado continúa bajando sus proyecciones de inflación

El mercado es cada vez más optimista respecto a la inflación de 2006: los analistas prevén que los precios crecerán sólo un 4,17% en todo el año. Esto se debe a la notable desaceleración que se viene observando: en los últimos dos meses los precios crecieron sólo un 0,3% y el mercado espera para junio un incremento de 0,16%. De confirmarse su previsión para este mes, los precios acumularían un incremento de 1,9% en los primeros seis meses del año, generando grandes posibilidades de perforar hacia abajo la meta de 4,5% establecida por el Banco Central para 2006.



En 2005 la inflación superó levemente la meta que había establecido la autoridad monetaria en 5,1%, ya que los precios se incrementaron un 5,7% en todo el año. Pero a pesar de esta pequeña brecha, la tasa Selic llegó hasta 19,75%, un nivel real notablemente positivo. Hoy la tasa de interés se encuentra en 15,25%, luego de los sucesivos recortes que viene aplicando el Banco Central en la nueva etapa de flexibilización monetaria. El mercado prevé un recorte de 0,5% en la reunión del Comité de Política Monetaria que se realizará a mediados de julio, pero considera que la etapa de flexibilización (por lo menos por este año) está llegando a su fin, ya que estima que la Selic se ubicará en 14,5% hacia fin de año.

Las perspectivas de que la autoridad monetaria no irá mucho más lejos con el recorte de tasas está basada en la fortaleza que mostró la economía en el primer trimestre de 2006. De hecho, la mejor performance fue impulsada por la inversión, que mostró claros signos de

Proyecciones del mercado		
	2006	2007
PIB	3.60	3.70
Inflación (%)	4.17	4.50
Tasa Selic (%)	14.50	13.00
Tipo de cambio (R\$/US\$)	2.24	2.35

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre datos del Banco Central de Brasil

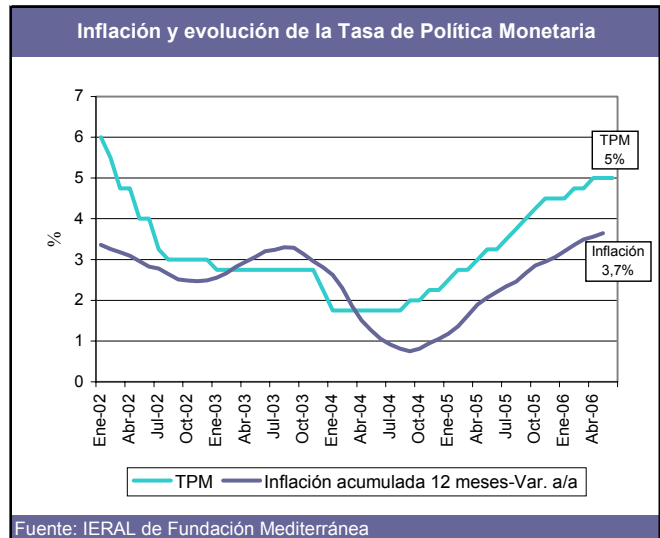
recuperación al registrar un crecimiento interanual de 9%, mientras que en todo 2005 había aumentado tan sólo un 1,6%.

El buen dinamismo de la economía observado a comienzos de año también elevó las proyecciones de crecimiento para 2006: el mercado estima que la economía crecerá un 3,6% en 2006, pronóstico superado por el de IPEA (Instituto de Pesquisa Economica Aplicada), que prevé un aumento del PIB de 3,8%, con la inversión manteniéndose en el rol de principal motor durante todo el año.

**Chile:** *El Banco Central mantiene la tasa en 5%, pero continúa atento a las presiones inflacionarias*

Como consecuencia de una moderación en el ritmo de crecimiento de la economía, sumada a la contención en el aumento de los precios observada en mayo, el Banco Central decidió mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 5%.

Los datos de crecimiento del primer trimestre del año mostraron que la moderación de la economía venía por el lado de la demanda interna, con una fuerte desaceleración de la inversión y, en menor medida, del consumo; motivo que llevó a la autoridad monetaria a bajar sus proyecciones de crecimiento para este año, ubicándolas en un rango del 5 al 6%.



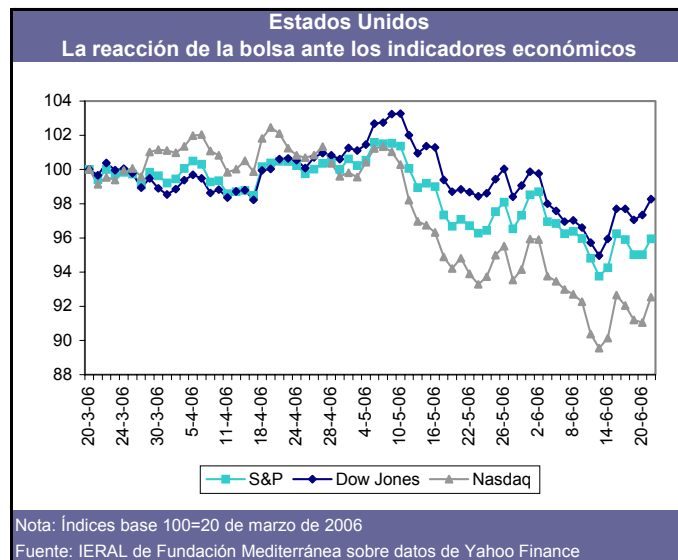
El otro factor que influyó en la decisión, la inflación, viene mostrando incipientes señales de desaceleración en los últimos tres meses: luego de que la variación a/a alcanzara los 4,1 puntos a principios de año, en marzo comenzó a bajar para alcanzar 3,7% en mayo, mes en que la variación m/m fue de tan sólo 0,2%. Este pequeño incremento mensual de los precios minoristas fue resultado del incremento de los precios de bienes perecibles y energía, que crecieron 2%, llevando a que la inflación subyacente no registrara cambios durante este mes.

En la medición anual, también la medición que excluye estos rubros muestra pequeños signos de desaceleración: luego de consecutivos incrementos registrados desde noviembre de 2004, que la llevaron a un máximo de 3,7% anual en abril, en mayo bajó a 3,3% anual. En lo que va del año, la inflación que incluye todos los rubros acumula 1,5%, guarismo coherente con la meta del Banco Central.

De todas formas, la pausa en la política monetaria contractiva que viene implementando la autoridad monetaria desde septiembre de 2004 (momento en el cual la tasa se encontraba en un nivel de 1,75%) no presupone una pausa definitiva: el Banco Central continúa fiel a su tarea de mantener la inflación en torno al 3% y argumenta que, de ser necesarios, nuevos incrementos de la tasa serán aplicados con el objetivo de alcanzar dicho fin.

**Estados Unidos:** *Positiva reacción de los mercados ante los nuevos indicadores que muestran “moderación” de la economía*

Los datos que se conocieron en los últimos días sobre la economía norteamericana continuaron mostrando moderación en el crecimiento: algunos indicadores reflejaron un crecimiento más débil, mientras que otros mostraron leves contracciones. Todos ellos, sumados a los positivos informes de ganancias de las empresas norteamericanas, contribuyeron a encausar las expectativas, con una reacción positiva en los mercados.



**Los indicadores**

Producción industrial y utilización de capacidad instalada: La industria registró una leve contracción en mayo, de 0,1% respecto a abril pero, en su comparación anual, el resultado fue positivo ya que la producción creció un 4,3%. La utilización de capacidad instalada cayó 0,2% mensual y se ubicó en 81,7%.

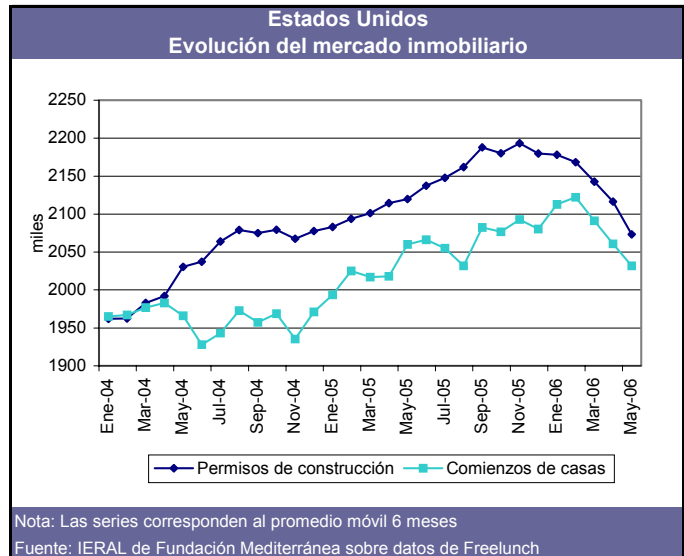
	Var. Interanual %			Variación mensual			Var. a/a % último dato
	III Trim 05	IV Trim 05	I Trim 06	Mar-06	Abr-06	May-06	
Producción industrial	3.3	3.0	3.4	0.5	0.8	-0.1	4.3
Utilización capacidad instalada	1.3	1.4	1.6	0.4	0.6	-0.2	2.4

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre datos de Freelunch

**Ventas minoristas:** La variación de las ventas en el mes de mayo fue positiva, al aumentar un 0,1% mensual y 7,6% interanual. De todas formas, se observa desaceleración.



**Mercado inmobiliario:** A pesar de que en mayo se observó una leve mejora en el mercado inmobiliario, la tendencia continúa mostrando enfriamiento en el sector: luego de que en el mes de abril se observaran caídas tanto en los comienzos de casas como en los permisos de construcción, en mayo, los comienzos mostraron un crecimiento del 5% en la comparación mensual pero una caída de 3,8% interanual. Por su parte, los permisos de construcción cayeron por cuarto mes consecutivo y se encuentran un 8,5% por debajo del nivel registrado en mayo de 2005.



### Los datos más recientes todavía no se ven reflejados en los mercados...

**Pedidos de seguro de desempleo:** A pesar de que los pedidos ascendieron de 297 mil a 308 mil durante la semana pasada, este nivel se ubicó levemente por debajo de lo que esperaba el mercado.

**Indicadores líderes:** En el mes de mayo los indicadores líderes de The Conference Board registraron una contracción de 0,6%, la tercer caída en los últimos seis meses, con la mayor contribución negativa proveniente de los pedidos de seguro de desempleo y de las expectativas del consumidor.

A pesar del alivio que causaron los indicadores en general, la incertidumbre continúa y seguramente los mercados volverán a mostrar mayor volatilidad a medida que se acerque la reunión que la Reserva Federal planea para la semana próxima, en la que se decidirá si se sube nuevamente la tasa. El mercado ya descuenta un nuevo incremento de 0,25 puntos porcentuales, pero en los próximos días la incertidumbre estará basada en el comunicado que emita la Fed acompañando esta decisión, que dará las señales respecto a cual será el futuro de política monetaria.