

Edición N° 37

## Temario

- A) EL CUMPLIMIENTO DEL PROGRAMA MONETARIO DURANTE EL SEGUNDO TRIMESTRE '06
- B) EL CRECIMIENTO DEL CREDITO AL SECTOR PRIVADO
- C) POBREZA, DISTRIBUCION DEL INGRESO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

### Directores

Rogelio Frigerio  
Alejandro Caldarelli

### Gestión Administrativa

Claudio Sala

### Staff

Paulino Caballero  
Cecilia Lanata Briones  
Nicolás Papouchado  
Pablo Sívori  
Verónica Sosa  
Esteban Thomasz

### *El Cumplimiento del Programa Monetario durante el segundo trimestre '06*

- El BCRA cumplió por duodécimo trimestre consecutivo con las metas trimestrales cuantitativas del Programa Monetario. El nivel promedio de M2 se ubicó en \$109,800 MM, muy cerca del límite inferior de las bandas (\$107,865 MM) y aproximadamente \$6,000 MM por debajo del límite superior (\$115,404 MM).
- Se aprecia una tasa de crecimiento interanual descendente en este agregado, desde el 26.4% en marzo '06 al 23.2% en junio '06. En este marco, podría preverse que el BCRA no tendría dificultades para cumplir el Programa Monetario 2006 (PM' 06) en lo que resta del año, ya que el crecimiento interanual del M2 se está desacelerando y estaría convergiendo a las variaciones interanuales implícitas en las metas cuantitativas correspondientes al tercer y cuarto trimestre del año.
- Durante los primeros días del mes de junio, el sector público traspasó fondos desde depósitos a la vista a depósitos a plazo fijo, disminuyendo así el nivel de depósitos involucrados en M2 y aumentando los depósitos en M3, que no se encuentran bajo el control directo del Programa Monetario.
- En otras palabras, justo el mes en que debe evaluarse el cumplimiento de la meta establecida en el PM '06 (junio '06), la decisión del sector público de transformar depósitos a la vista en depósitos a plazo fijo contribuyó a bajar la oferta monetaria M2, acrecentando la oferta monetaria M3, que no tiene impacto en el cumplimiento de las metas.
- No obstante, debe destacarse que las metas del Programa Monetario '06 se hubieran cumplido durante el segundo trimestre del año aún si el sector público no hubiera decidido cambiar el perfil de sus depósitos. Ello se debe a el nivel de sobrecumplimiento de la meta fue muy superior al stock de depósitos que el Estado traspasó desde M2 a M3.
- Sin el mencionado traspaso de depósitos públicos, el cumplimiento de la meta de M2 se hubiera dado más cerca de la mitad de las bandas y no tan próximo a la banda inferior.

### *El Crecimiento del Crédito al Sector Privado*

- El stock de créditos en pesos otorgados al sector privado viene creciendo a más del 30% interanual desde diciembre pasado; puntualmente en el segundo trimestre del año, dicha tasa promedió el 32.6%.
- Es destacable el crecimiento de los préstamos en dólares, que alcanzaron el 54% interanual. A nivel agregado, el incremento de los préstamos en dólares explica 28% del crecimiento total de los préstamos bancarios en el primer semestre del año, lo cual casi duplica la performance del año pasado (15% del total).
- A pesar del importante crecimiento que está experimentando el crédito, el ratio préstamos al sector privado en términos del PBI es todavía bajo, ya que no llega al 10% del PBI (ver gráfico). Estimamos que el aumento del crédito durante este año llevará a que el mismo se sitúe en torno al 11% del PBI, lo cual no es despreciable para una economía que salió del mayor *default* soberano de la historia hace un año.

- El crecimiento del crédito al sector privado se encuentra motorizado por el crédito de corto plazo y no por el crédito de largo plazo, que es la contra cara de niveles insuficientes de inversión y no es positivo para una economía con presión de demanda y aumentos del nivel general de precios de dos dígitos anuales.
- La pérdida de peso relativo de los créditos hipotecarios no implica que estos no estén creciendo, sino que están creciendo menos que los créditos de corto plazo. El aumento de los saldos de créditos hipotecarios todavía no es significativo, aunque a partir de principios de este año se consolidó el signo positivo en su tendencia y sería de esperar que dicho impulso vaya tomando mayor relevancia en el futuro.

### *Pobreza, Distribución del Ingreso y Crecimiento Económico*

- En los últimos tres años, la economía creció a un ritmo anual cercano al 9%. Ello ha permitido una significativa reducción en los índices de desempleo, pobreza e indigencia: la pobreza ha disminuido a un ritmo promedio de 4.0 puntos porcentuales por cada semestre, mientras que la indigencia ha retrocedido, en promedio, unos 3.1 puntos porcentuales por semestre. Paralelamente, la tasa de desocupación se redujo unos 9 puntos porcentuales, pasando del 20.4% (primer trimestre 2003) al 11.4% (primer trimestre de 2006).
- Sin embargo, la mejora en la distribución del ingreso es menos notoria. Durante el primer trimestre de 2006, el ingreso total del 10% más rico de la población fue 36 veces superior al ingreso total del 10% más pobre, mientras que el coeficiente de Gini (que es un indicador que se emplea para medir la inequidad en la distribución del ingreso), fue de 0.494 durante el primer trimestre de 2006
- De este modo, la distribución del ingreso del primer trimestre '06 es prácticamente idéntica a la del año 1998, pero el PBI se ubica más de un 10% por encima del nivel que tenía por aquel entonces.
- Es claro que la actual inequidad en los ingresos de la sociedad argentina podría transformarse en un limitante del crecimiento económico futuro, habida cuenta de la importancia que reviste una distribución de los ingresos equitativa en el crecimiento económico.
- Por consiguiente, es imprescindible que el Estado tenga presente que los aumentos en el salario mínimo o las mejoras en los básicos de convenio difícilmente mejoren la distribución de los ingresos de la población en lo inmediato, ya que la notable segmentación que actualmente exhibe el mercado laboral argentino conduce a que este tipo de medidas beneficien sólo a una parte de los trabajadores, dejando “afuera” a los trabajadores no registrados (que representan aproximadamente el 50% de la masa total de asalariados), muchos de los cuales se encuentran en situaciones de extrema pobreza.

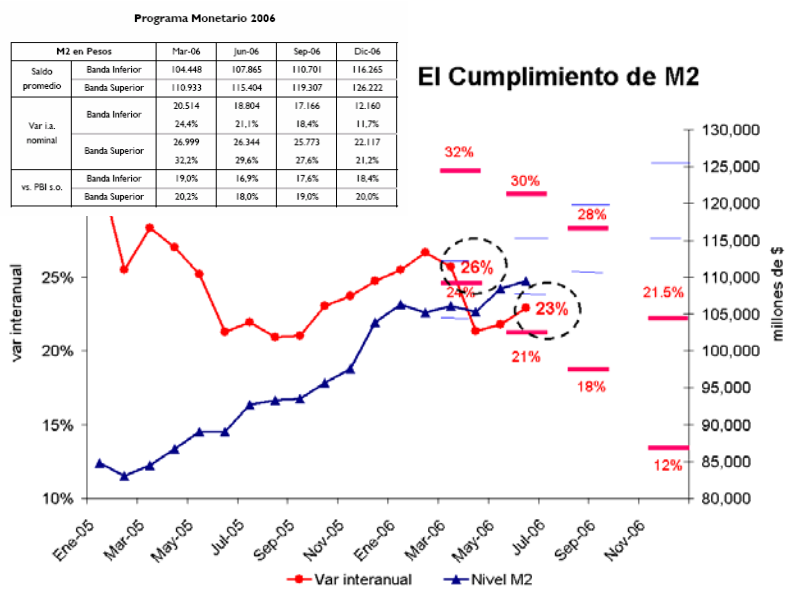
## A) EL CUMPLIMIENTO DEL PROGRAMA MONETARIO DURANTE EL SEGUNDO TRIMESTRE '06

**El agregado monetario M2 se ubicó 1.8% por encima de la meta inferior y 5.1% por debajo de la meta superior. Para facilitar el cumplimiento de la metas, en junio el sector público pasó depósitos a la vista a plazo, de manera de reducir M2 y acrecentar M3, que no es tenido en cuenta para las metas. En la segunda mitad del año, sería factible el cumplimiento del programa monetario.**

### a) Cumplimiento holgado de la meta de M2 en el segundo trimestre '06

Durante el segundo trimestre del año, el Banco Central cumplió nuevamente en forma cómoda su programa monetario basado en metas cuantitativas sobre el agregado monetario M2<sup>1</sup>, que se ubicó (según su promedio de junio) más cerca de la banda inferior que de la superior del mismo, tal como ya había acontecido durante los primeros tres meses del año.

De este modo, el BCRA cumplió por duodécimo trimestre consecutivo con las metas trimestrales cuantitativas del Programa Monetario. El nivel promedio de M2 se ubicó en \$109,800 MM, muy cerca del límite inferior de las bandas (\$107,865 MM) y aproximadamente \$6,000 MM por debajo del límite superior (\$115,404 MM). Es decir, **el M2 se ubicó tan sólo 1.8% por encima de la meta inferior y 5.1% por debajo de la meta superior**, mostrando que en el segundo trimestre del año el cumplimiento fue todavía más holgado de lo que había sido en los primeros tres meses, cuando M2 se había ubicado \$4,800 MM por debajo de la banda superior (ver gráfico).



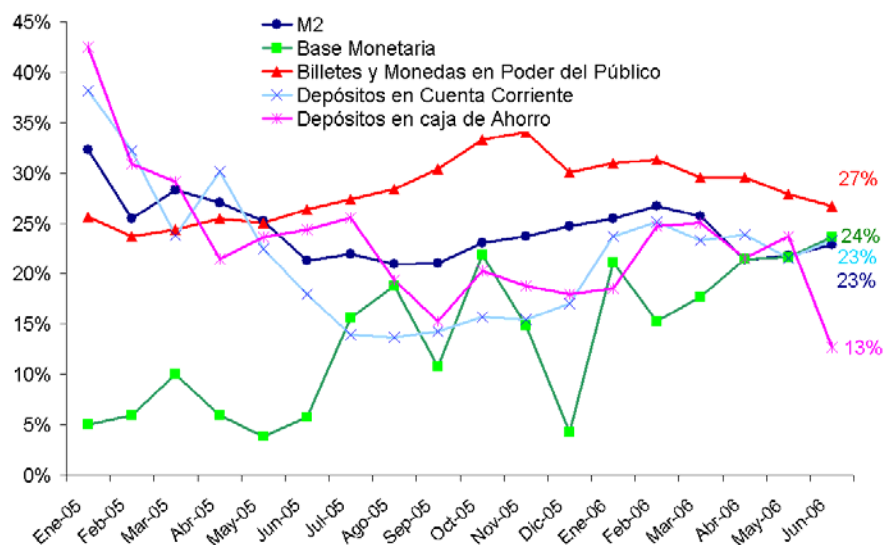
Fuente: E&R en base a BCRA

<sup>1</sup> Se define como Billetes y Monedas en poder del público + Dep. Ctas. Ctes. (\$) + Dep. Cajas de Ahorro (\$)

Si se analiza la variación interanual del agregado monetario M2, se aprecia una tasa de crecimiento interanual descendente en este agregado, desde el 26.4% en marzo '06 al 23.2% en junio '06. En este marco, podría preverse que el BCRA no tendría dificultades para cumplir el Programa Monetario 2006 (PM' 06) en lo que resta del año, ya que el crecimiento interanual del M2 se está desacelerando y estaría convergiendo a las variaciones interanuales implícitas en las metas cuantitativas correspondientes al tercer y cuarto trimestre del año. De hecho, las bandas inferiores y superiores del M2 para el tercer trimestre exigen que este agregado monetario crezca interanualmente entre un 18% y 28%; en tanto que para el cuarto trimestre la desaceleración del M2 debería ser más intensa, habida cuenta que las variaciones interanuales implícitas en las metas son del 12% y 21.5%.

Si se desagrega M2, el efectivo en poder del público y los depósitos a la vista (cuenta corriente + caja de ahorro) mostraron caídas en sus tasas de crecimiento en relación al primer trimestre. En realidad, esta disminución en la tasa de crecimiento de los depósitos a la vista es consecuencia de la performance de los depósitos en caja de ahorro, ya que la tasa de crecimiento de los depósitos en cuenta corriente no disminuyó. En sentido contrario con el desarrollo de M2, la Base Monetaria muestra una aceleración en su crecimiento (ver gráfico). De esta manera, en oposición a lo esperado, el multiplicador monetario de M2/Base se contrajo desde 1.82 en marzo a 1.75 en junio, lo cual se explica por el incremento de los encajes (por mayores depósitos) de los bancos en el BCRA.

Variaciones Interanuales de los Agregados Monetarios

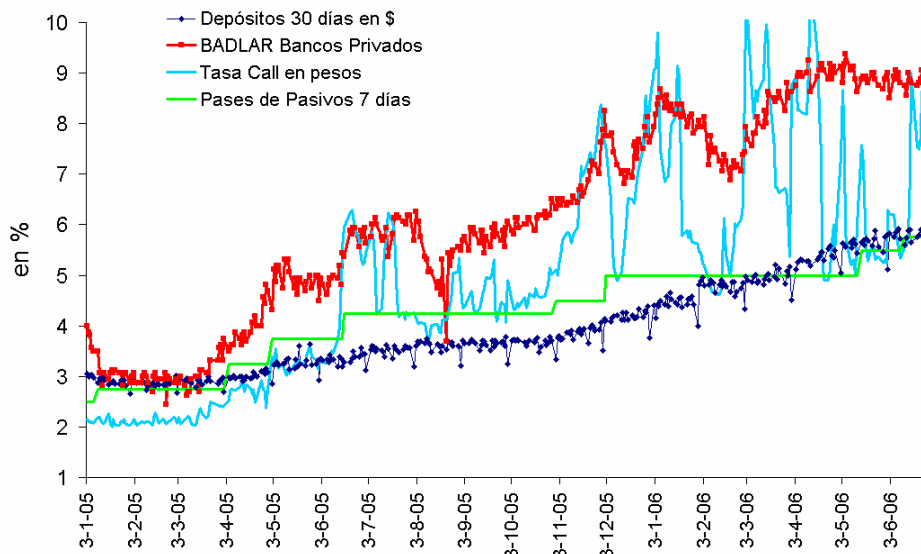


Fuente: E&R en base a BCRA

Esta mayor liquidez bancaria contribuyó a la estabilización de las tasas de interés durante los dos últimos meses. A pesar del aumento de un cuarto de punto en la tasas de interés de los países pasivos, decidido por el Central a mediados de junio, sumado al suave incremento de tasas que convalidó en las últimas licitaciones de LEBACs no ajustables, la tasa BADLAR de bancos privados se mantuvo en torno al 9% durante el segundo trimestre del

año, cortando de esta manera la trayectoria ascendente que se venía manifestando desde mediados del año pasado.

### Las tasas de Interés



Fuente: E&R en base a BCRA

Las tasas de interés sobre los depósitos minoristas siguieron creciendo suavemente, hecho que no debería sorprender si se tiene en cuenta que reaccionan más tarde que las tasas mayoristas. En este sentido, se podría anticipar que la estabilización de las tasas mayoristas preanuncian la futura estabilización de las minoristas. Por lo tanto, las expectativas para los próximos meses apuntan a un nivel de tasas pasivas estable, que podrían caer circunstancialmente en agosto cuando el sector público pague el cupón del BODEN 2012 e inyecte más liquidez al sector privado.

En este punto emergen dos cuestiones puntuales, más allá de que el cumplimiento del Programa Monetario es indudablemente un hecho positivo en sí mismo; también es importante estudiar el grado de dicho cumplimiento, así como también la calidad y el nivel de exigencia del PM '06.

Si se analiza la performance de los agregados monetarios para evaluar en detalle el cumplimiento de las metas, se observa la importancia que tienen las decisiones del sector público sobre el perfil de sus depósitos. ¿Cómo es esto? Las metas del PM '06 están construidas sobre M2, lo cual involucra básicamente a los billetes y monedas en poder del público, los depósitos en cuenta corriente y también los que están en caja de ahorro. Para el cumplimiento del PM '06 **no son considerados los depósitos a plazo**, que forman parte de M3<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Se define como Billetes y Monedas en poder del público + Dep. Ctas. Ctes. (\$) + Dep. Cajas de Ahorro (\$) + Dep. Plazos Fijos (\$).

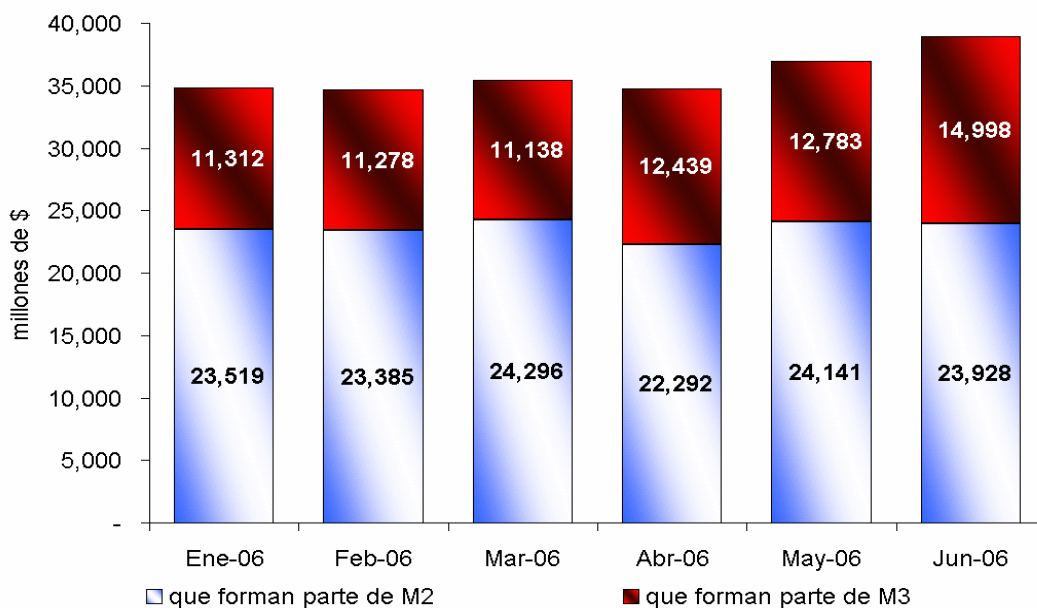


Para examinar el cumplimiento de las metas cuantitativas del PM '06 durante el primero, segundo, tercero y cuarto trimestre del año, se contrasta el promedio de depósitos de M2 de marzo '06, junio '06, septiembre '06 y diciembre '06 con los promedios previstos para esos meses en las metas del PM '06.

En este marco, se debe subrayar que durante los primeros días del mes de junio, el sector público traspasó fondos desde depósitos a la vista a depósitos a plazo fijo, disminuyendo así el nivel de depósitos involucrados en M2 y aumentando los depósitos en M3, que no se encuentran bajo el control directo del Programa Monetario. En este sentido, en el siguiente gráfico se puede observar cómo los depósitos a plazo del sector público se incrementaron más de \$2,200 MM en un mes, pasando de \$12,783 MM (mayo) a \$14,998 MM (junio).

*El sector público traspasa depósitos de M2 a M3, mejorando el cumplimiento del Programa Monetario '06.*

### La Composición de los Depósitos del Sector Público



Fuente: E&R en base a BCRA

En otras palabras, **justo el mes en que debe evaluarse el cumplimiento de la meta establecida en el PM '06 (junio '06), la decisión del sector público de transformar depósitos a la vista en depósitos a plazo fijo contribuyó a bajar la oferta monetaria M2, acrecentando la oferta monetaria M3, que no tiene impacto en el cumplimiento de las metas.** En términos coloquiales, el sector público, al sacar dinero de donde está la restricción del programa monetario y colocarlo en donde no existe tal restricción, ayuda a que el programa monetario se cumpla más holgadamente.

El traspaso de depósitos desde M2 a M3 que efectuó el Sector Público (facilitando el cumplimiento del Programa Monetario '06) podría ser considerado un artilugio contable, ya que en realidad la oferta monetaria (contabilizando los depósitos a plazo) sigue siendo la misma, simplemente ha variado su composición. Dicha composición no se ha modificado sustancialmente, ya que los nuevos depósitos a plazo fijo conformados por el sector público son a 30 y 59 días, por lo que no fomentan la extensión de la vida promedio de los depósitos en el sistema financiero y, por ende, no son funcionales a los fines de servir como herramienta de financiamiento de créditos a largo plazo, lo cual contribuiría a incrementar la inversión, aumentar la oferta agregada y evitar la suba de precios derivada del sostenido crecimiento en la demanda.

No obstante, debe destacarse que *las metas del Programa Monetario '06 se hubieran cumplido durante el segundo trimestre del año aún si el sector público no hubiera decidido cambiar el perfil de sus depósitos. Ello se debe a el nivel de sobrecumplimiento de la meta fue muy superior al stock de depósitos que el Estado traspasó desde M2 a M3. Sin embargo, se puede afirmar que sin el mencionado traspaso de depósitos públicos, el cumplimiento de la meta de M2 se hubiera dado más cerca de la mitad de las bandas y no tan próximo a la banda inferior. En otras palabras, esta medida contribuyó a mostrar un cumplimiento más holgado de las metas de M2 de lo que realmente hubiera sido sin esta decisión.*

**Para finalizar, es preciso indicar que, si bien el actual programa monetario constituye un avance metodológico con respecto al de los años anteriores<sup>3</sup>, ya que el aumento de la intermediación financiera hace más apropiado la utilización de M2 como indicador monetario que la base (el multiplicador monetario está creciendo y, entonces, M2 tiene mayor correlación con la demanda de dinero<sup>4</sup> que la base monetaria), lo cierto es que el PM '06 continúa expuesto a la contabilidad creativa, al igual que lo hacía su predecesor<sup>5</sup>; lo cual no es positivo para la credibilidad del Banco Central, ni para la eficiencia de la política monetaria.**

### ***b) Discusión de la Metodología del Programa Monetario***

Los programas monetarios existen para dar más credibilidad al Banco Central y así contribuir a que la política monetaria sea más eficiente, permitiendo que los agentes económicos formen sus expectativas correctamente y facilitando el mantenimiento de bajos niveles de inflación.

Simplificando, se podría decir que la teoría en materia de manejo de banca central establece dos tipos diferentes de programas monetarios, por un lado estaría el *inflation targeting* y

<sup>3</sup> Construido a partir de metas cuantitativas sobre la base monetaria.

<sup>4</sup> Es importante que el agregado monetario que se utiliza como indicador de la oferta monetaria tenga una muy alta correlación con la demanda de dinero, ya que la falta de equilibrio entre la oferta y la demanda en el mercado monetario es la principal causa de todo proceso inflacionario.

<sup>5</sup> Cuando el Programa Monetario estaba construido en base a metas cuantitativas sobre la base monetaria, el BCRA recurría a la contabilidad creativa para cumplir las metas, bajaba los RML para reducir la base monetaria a expensas de incrementar otros agregados monetarios.



por el otro el *monetary targeting*. Ambos tienen por objetivo la minimización de la tasa de inflación.

**El BCRA aplica el *monetary targeting***, lo que implica hacer política monetaria teniendo como objetivo directo un agregado monetario y no la inflación, ya que se supone que hay un link entre el agregado monetario sobre el cual se construye la meta (BM; M1; M2 ó M3) y la inflación, que es el objetivo indirecto y debería ser el objetivo primordial de la autoridad monetaria. En este sentido sólo basta recordar el artículo tercero de la carta orgánica de nuestro Banco Central que dice: “*es misión primaria y fundamental del BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA preservar el valor de la moneda. Las atribuciones del Banco para estos efectos, serán la regulación de la cantidad de dinero y de crédito en la economía y el dictado de normas en materia monetaria, financiera y cambiaria, conforme a la legislación vigente.*”

**En el caso de Argentina, en 2006 se pasó de hacer un *monetary targeting* basado en la base monetaria a aplicar otro basado en M2.** Sin lugar a duda fue una decisión correcta, ya que con el aumento de la intermediación financiera y el resurgimiento del crédito de corto plazo, la correlación entre M2 y la demanda de dinero pasó a ser superior a la correlación existente entre la base monetaria y dicha demanda.

De acuerdo a nuestro juicio de valor, **no se debería descartar en un futuro cercano aplicar metas basadas en M3, ya que es un agregado monetario superior que minimiza en mayor medida los artilugios contables y también abarca a los depósitos a plazo, los cuales son fuente de financiamiento de los créditos bancarios de mediano y largo plazo, es decir aquellos principalmente orientados a la inversión.**

Igualmente, no se puede dejar de mencionar que **el *monetary targeting* presenta una serie de inconvenientes que no son sencillos de ser salvados. La principal dificultad es que el *monetary targeting* implica tener un acabado conocimiento de los parámetros de la demanda de dinero, especialmente de la elasticidad demanda de dinero-tasa de interés. Estos parámetros, fundamentalmente la elasticidad, suelen ser bastante inestables, lo cual implica que la cantidad de dinero pasa a deteriorarse como predictor de la futura inflación, y entonces la relación entre el objetivo monetario (M2<sup>6</sup>) y el objetivo (inflación) se debilita y así la política monetaria pierde eficiencia y el objetivo no es alcanzado.**

La alternativa al *monetary targeting* es el *inflation targeting*, lo cual implica que el objetivo de la política monetaria es directamente la inflación y no hay objetivos intermedios como la base monetaria; M2 ó M3. En este marco, la política monetaria pasa a ser conducida a partir de los movimientos (vía operaciones de mercado abierto en el mercado de bonos y/o cambiario) de la tasa de interés, de manera de influir en la tasa de inflación actual, futura y sus desviaciones con respecto a la meta. Cuando se está por desbordar la “tasa de inflación objetivo”, se sube entonces la tasa (política contractiva) de manera de enfriar la actividad y

---

<sup>6</sup> Según el Programa Monetario 2006 del BCRA.

controlar la inflación. En este punto, se ve claramente el dilema que enfrenta el hacedor de política económica: *inflación vs. nivel de actividad económica*.

Cuando se piensa en la alternativa de conducir la política monetaria a través de un *inflation targeting* hay que tener en cuenta los pre requisitos imprescindibles para su aplicación, los cuales están en duda en el caso argentino.

Entre estos pre requisitos hay que mencionar que ***un esquema de metas de inflación exige un Banco Central totalmente independiente en el ejercicio de la política monetaria, para resistir las presiones políticas tendientes a estimular la economía en el corto plazo y bajar artificialmente la tasa de interés.***

***Otro pre requisito es que una meta estable y baja de inflación implica, en principio, la ausencia de cualquier compromiso para mantener el tipo de cambio a determinado nivel en un sistema de tipo de cambio flexible.*** Si se quiere mantener el tipo de cambio en ciertos niveles, es difícil que el BCRA obtenga credibilidad acerca de que la estabilidad y los bajos niveles de precios son su principal objetivo de política monetaria. Si se pierde credibilidad en el *inflation targeting*, las expectativas inflacionarias aumentan y por ende la inflación subirá y la meta inflacionaria no será alcanzada.

En un marco de sobreoferta de capitales se hará política monetaria expansiva (el Central comprará dólares) para mantener el tipo de cambio nominal y real, lo cual impactará bajando la tasa y subiendo la inflación. Si hay fuga de capitales, el Banco Central se verá obligado a vender reservas y contraer la oferta monetaria para evitar la depreciación de la moneda, lo cual subirá la tasa y deprimirá el nivel de actividad económica, quedando de manifiesto la inconsistencia de un *política monetaria que tenga como objetivo la inflación, el tipo de cambio y el nivel de actividad*.

**Teniendo en cuenta la actual coyuntura del mercado cambiario, el presente modelo económico y la falta de experiencia del BCRA en materia de conducción de una política monetaria activa<sup>7</sup>, nuestro punto de vista es que la mejor opción para la política monetaria de Argentina es continuar con el *monetary targeting*.**

**Se debe continuar con la aplicación del *monetary targeting* pero primordialmente se debe cumplir con todas las metas del presente y de los futuros programas monetarios, ya que esta es la única forma de la que dispone el BCRA para crearse reputación y lograr credibilidad en su política monetaria anti inflacionaria.** En este sentido, también sería importante que las metas monetarias impuestas en el futuro fueran más exigentes que las actuales, de manera de lograr rápidamente una mayor credibilidad. Sería muy positivo, entonces, que las tasas de crecimiento de los agregados monetarios subyacentes en las metas no fueran mayores al crecimiento del PBI nominal (como sucede actualmente). También sería alentador como señal tendiente a dar mayor credibilidad a la lucha contra el

---

<sup>7</sup> Esta falta de experiencia es básicamente consecuencia de que el BCRA ha comenzado a hacer política monetaria activa muy recientemente (2003), ya que en los diez años anteriores la Convertibilidad había sido un modelo de dinero pasivo en el cual no había política monetaria y el rol del Banco Central había quedado circunscrito exclusivamente a la supervisión financiera del mercado bancario.

aumento de los precios, que la meta indirecta de inflación no fuera tan amplia como lo es actualmente, donde la inflación objetivo tiene una dispersión de tres puntos porcentuales pudiéndose ubicar entre 8% y 11%.

En un futuro no lejano se podría ir hacia un *monetary targeting* con metas sobre M3, de manera de minimizar los artilugios contables y brindar mayor credibilidad a la política monetaria y al BCRA en su trabajo en contra de la inflación. Hoy en día los depósitos a plazo son relativamente bajos, pero entre los objetivos del Central debiera estar el crecimiento de los mismos, ya que los depósitos a plazo son la única fuente de financiamiento para los créditos de largo plazo que se orientan hacia la inversión, más aún en un país sin un desarrollo importante del mercado de capitales.

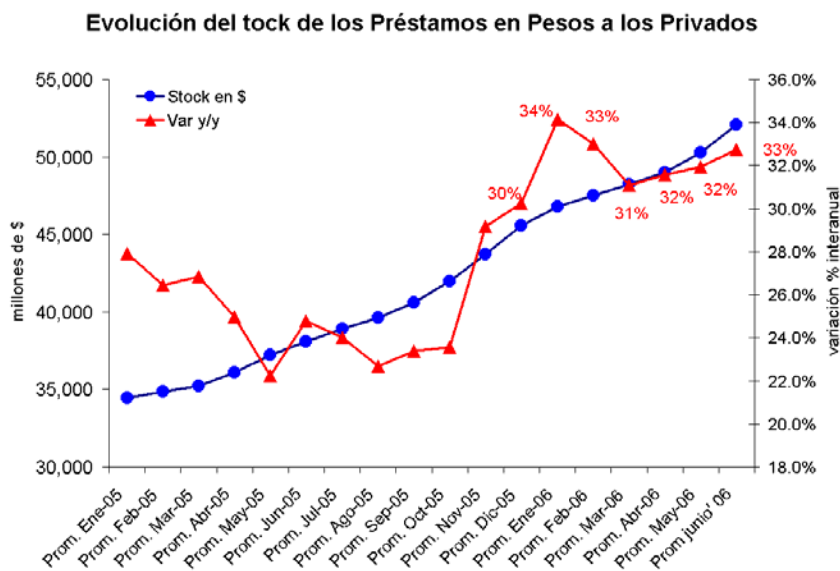
En definitiva, el BCRA debe ganar reputación y credibilidad y el cumplimiento de metas monetarias cada vez más exigentes es la única forma de lograrlo. El siguiente paso sería cambiar hacia un *inflation targeting*.

## B) EL CRECIMIENTO DEL CREDITO AL SECTOR PRIVADO

**El crédito en pesos al sector privado continúa creciendo a tasas muy importantes: promedió 32.6% interanual en el segundo trimestre del año. El dinamismo del crédito está dado por el crédito de corto plazo.**

**El crédito hipotecario crece, pero menos que los créditos de corto plazo. Para que crezca el crédito de largo plazo, debe crecer el stock de depósitos a plazo.**

Durante la primera mitad del año, los préstamos bancarios al sector privado experimentaron un importante dinamismo. Considerando los valores promedios mensuales y solamente el tramo en pesos, el stock de **depósitos del sector privado** ascendió a \$52,074 MM en junio '06, lo cual representa un **incremento del 14.3% en los primeros seis meses del año y del 7.9% en el segundo trimestre del 2006**<sup>8</sup>. Paralelamente, el stock de **créditos en pesos otorgados al sector privado** viene creciendo a más del 30% interanual desde **diciembre pasado**; puntualmente en el segundo trimestre del año, dicha tasa promedió el 32.6% (ver gráfico).

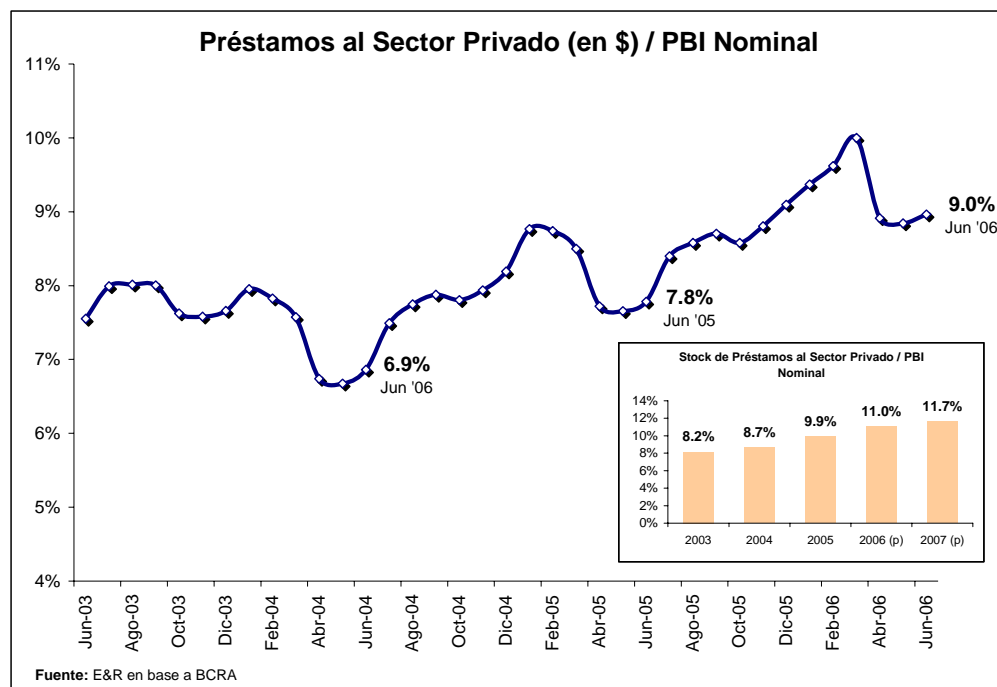


Fuente: E&R en base a BCRA.

También hay que destacar el crecimiento de los préstamos en dólares, que alcanzaron el **54% interanual**. A nivel agregado, el incremento de los préstamos en dólares explica **28% del crecimiento total de los préstamos bancarios en el primer semestre del año**, lo cual casi duplica la performance del año pasado (15% del total). El dinamismo de los créditos en dólares es resultado de la financiación de exportaciones, que en el segundo trimestre del año se vieron favorecidas por una flexibilización en los requisitos de documentación.

<sup>8</sup> En diciembre '05 y marzo '06 el stock de depósitos en \$ ascendió a \$45,577 MM y \$48,247 MM; respectivamente.

A pesar del importante crecimiento que está experimentando el crédito, el ratio préstamos al sector privado en términos del PBI es todavía bajo, ya que no llega al 10% del producto bruto interno (ver gráfico). Estimamos que el aumento del crédito durante este año llevará a que el mismo se sitúe en torno al 11% del PBI, lo cual no es despreciable para una economía que salió del mayor *default* soberano de la historia hace un año.



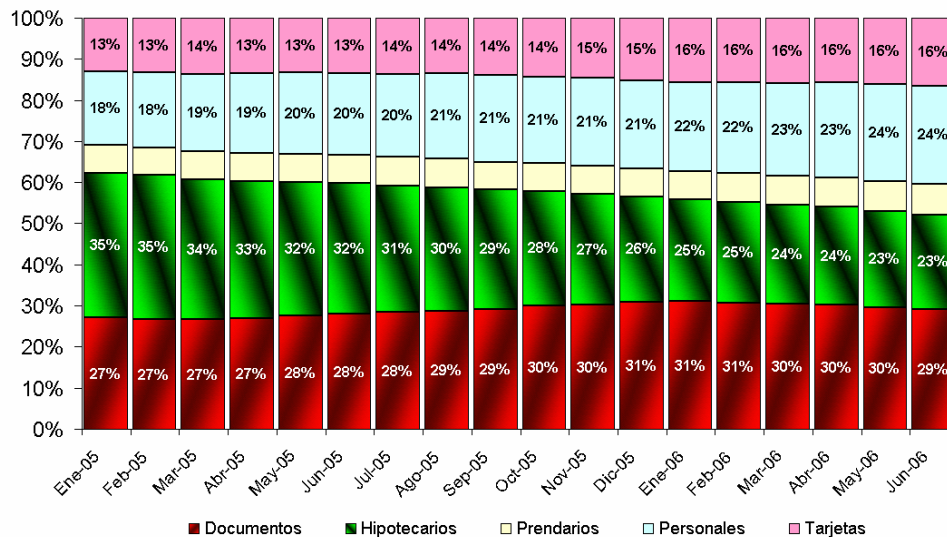
La robustez del crecimiento del crédito al sector privado cobra mayor relevancia si se considera que tiene lugar en un marco de aumento selectivo de tasas activas, provocado por el crecimiento de las tasas pasivas. **Las tasas Prime de adelantos en cuenta corriente y créditos documentarios, que es la que más rápido ajusta, se incrementaron entre 2 y 3 puntos respecto de mayo 2005.** Por el contrario, las tasas de los créditos para consumo permanecieron estables, al igual que en el caso de los créditos hipotecarios y prendarios. Las tasas de los créditos personales bajaron.

Analizando la composición del crédito, se aprecia que **la suma de los créditos de descuento de documentos, hipotecarios, prendarios, personales y tarjetas explicaron el 75.7% del stock total de préstamos en pesos otorgados al sector privado en junio '06.** Dentro de este universo del crédito<sup>9</sup>, el descuento de documentos es el de mayor importancia relativa, explicando alrededor del 30% del crédito. En segundo lugar están los créditos personales, que representan el 24% del stock de crédito total. En tercer y cuarto lugar se encuentran los créditos hipotecarios y las tarjetas, que explican el 23% y 16% del crédito, respectivamente. Sin embargo, es importante destacar que **el crédito hipotecario**

<sup>9</sup> Créditos de descuento de documentos; hipotecarios; prendarios; personales y tarjetas en pesos otorgados al sector privado.

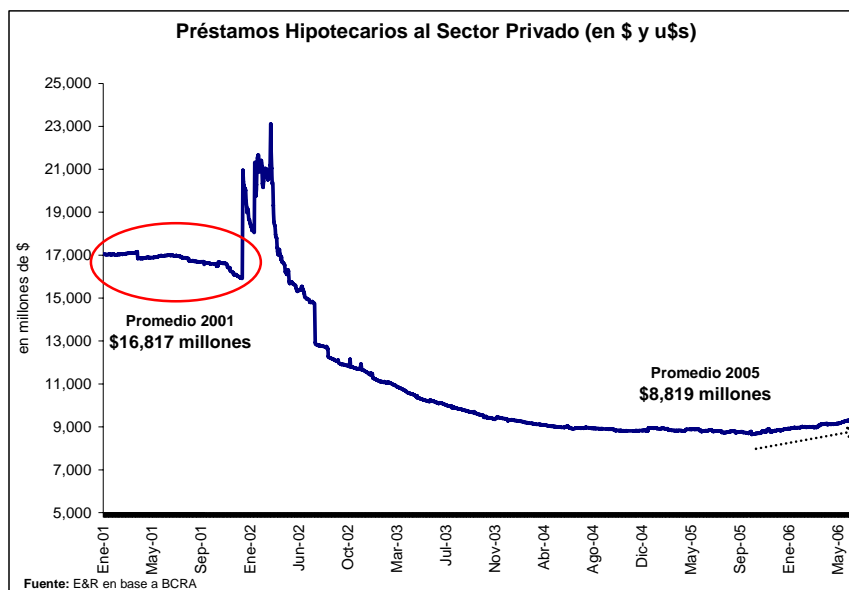
viene perdiendo peso relativo dentro de la estructura relativa del crédito al sector privado, mientras que los otros componentes lo vienen ganando (ver gráfico). Es decir, *el crecimiento del crédito al sector privado se encuentra motorizado por el crédito de corto plazo y no por el crédito de largo plazo, que es la contra cara de niveles insuficientes de inversión (lo que no es positivo para una economía con presión de demanda y aumentos del nivel general de precios de dos dígitos anuales).*

### La Importancia Relativa de los diferentes tipos de Créditos en \$ al sector privado



Fuente: E&R en base al BCRA.

La pérdida de peso relativo de los créditos hipotecarios no implica que estos no estén creciendo, sino que están creciendo menos que los créditos de corto plazo. El aumento de los saldos de créditos hipotecarios todavía no es significativo, aunque a partir de principios de este año se consolidó el signo positivo en su tendencia y sería de esperar que dicho impulso vaya tomando mayor relevancia en el futuro. Lo que sucede es que **el crédito que más crece es el crédito para consumo, con una expansión interanual del 74%, seguidos por tarjetas de crédito con 61% y el crédito prendario (por ventas de automóviles) con 60%.**

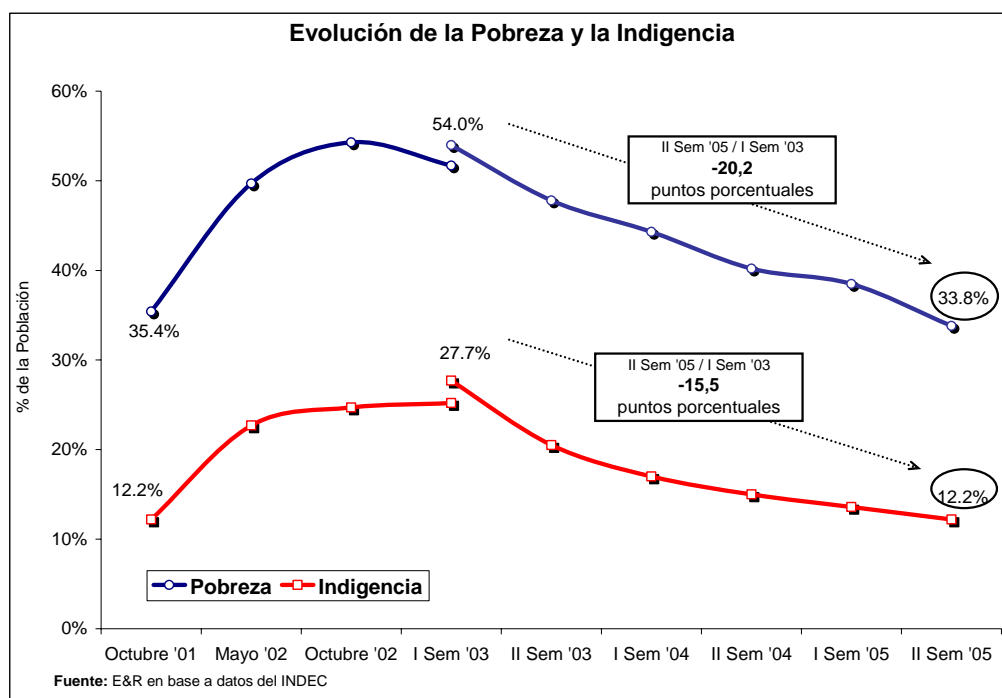




## C) POBREZA, DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

**En los últimos tres años, la economía creció a un ritmo anual cercano al 9%. Ello ha permitido una significativa reducción en los índices de desempleo, pobreza e indigencia. Sin embargo, la mejora en la distribución del ingreso es menos notoria. De hecho, la distribución del ingreso del primer trimestre '06 es prácticamente idéntica a la del año 1998, pero el PBI se ubica más de un 10% por encima del nivel que tenía por aquel entonces.**

Desde principios de 2003, los índices de pobreza e indigencia han sostenido una tendencia marcadamente decreciente. Tal es así que, durante el segundo semestre de 2005, el porcentaje de personas por debajo de la línea de la pobreza y de la línea de indigencia se ubicó en niveles similares a los de octubre de 2001, última medición previa a la devaluación del peso. En efecto, el porcentaje de personas pobres en el segundo semestre de 2005 (33.8%) resultó ser algo inferior al de aquel entonces (35.4%), mientras que el porcentaje de indigentes fue el mismo (12.2%)<sup>10</sup>.



<sup>10</sup> En rigor, se están comparando cifras que surgen de muestras con metodologías diferentes: la EPH de 2001 era “puntual”, mientras que la EPH de 2005 es “continua”. Los principales cambios entre una y otra metodología son el rediseño de los cuestionarios, la captación continua de la información y la frecuencia en la publicación de los resultados. De cualquier modo, la diferencia que surge de la última medición de la EPH puntual (mayo '03) y de la primera EPH continua (primer semestre '03) parece ser pequeña como para que sea relevante en las comparaciones de los índices de pobreza e indigencia

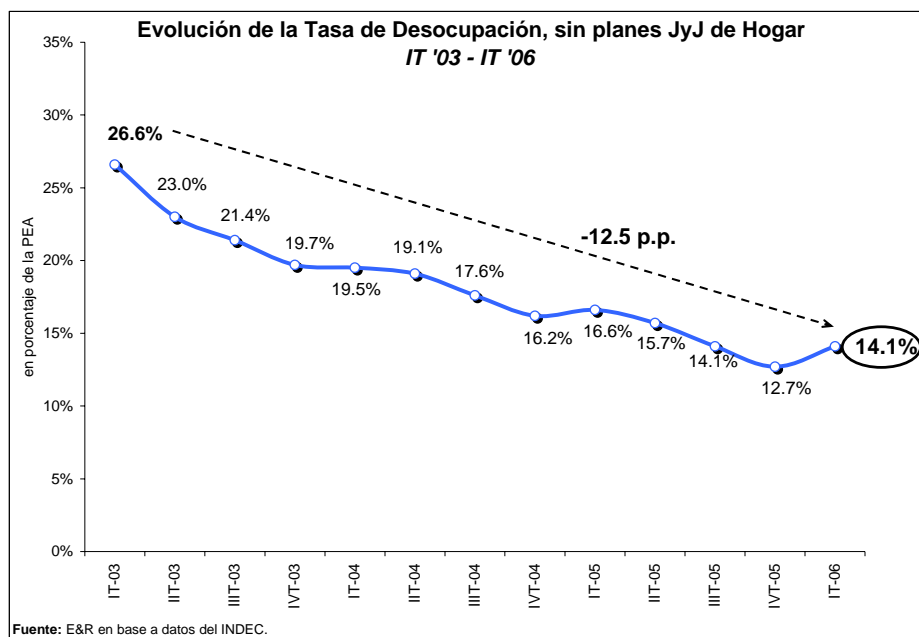
Con respecto al porcentaje de la población que se sitúa por debajo de la línea de la pobreza (33.8%), se debe remarcar la existencia de una disminución de 4.7 puntos porcentuales con respecto al primer semestre de 2005 (38.5%) y una caída de 6.4 puntos porcentuales en la comparación interanual (40.2%, segundo semestre 2004). Asimismo, si se contrasta el último dato (33.8%) con el correspondiente al del primer semestre de 2003 (54.0%), la caída de la pobreza alcanza 20.2 puntos porcentuales. En definitiva, esta última cifra (20.2 puntos porcentuales) representa la reducción de la pobreza durante el actual gobierno.

Paralelamente, el porcentaje de la población por debajo de la línea de la indigencia (12.2%) exhibió un retroceso de 1.4 puntos porcentuales con relación al primer semestre de 2005 (13.6%) y una disminución de 2.8 puntos porcentuales en la comparación interanual (15.0%, segundo semestre de 2004). Adicionalmente, si se evalúa la reducción de la indigencia durante la actual administración, se concluye que la caída asciende a 16.6 puntos porcentuales, de manera tal que es levemente menor que la baja en la pobreza.

***De este modo, en los últimos tres años, la pobreza ha disminuido a un ritmo promedio de 4,0 puntos porcentuales por cada semestre, mientras que la indigencia ha retrocedido, en promedio, unos 3,1 puntos porcentuales por semestre.***

Es evidente que **esta reducción de la pobreza y la indigencia se encuentra asociada al crecimiento económico que atravesó el país en los últimos 3 años, en los cuales el PBI se expandió a un ritmo anual cercano al 9%**. En ese período, existió una importante generación de puestos de trabajo, que contribuyó a reducir la tasa de desocupación en 9 puntos

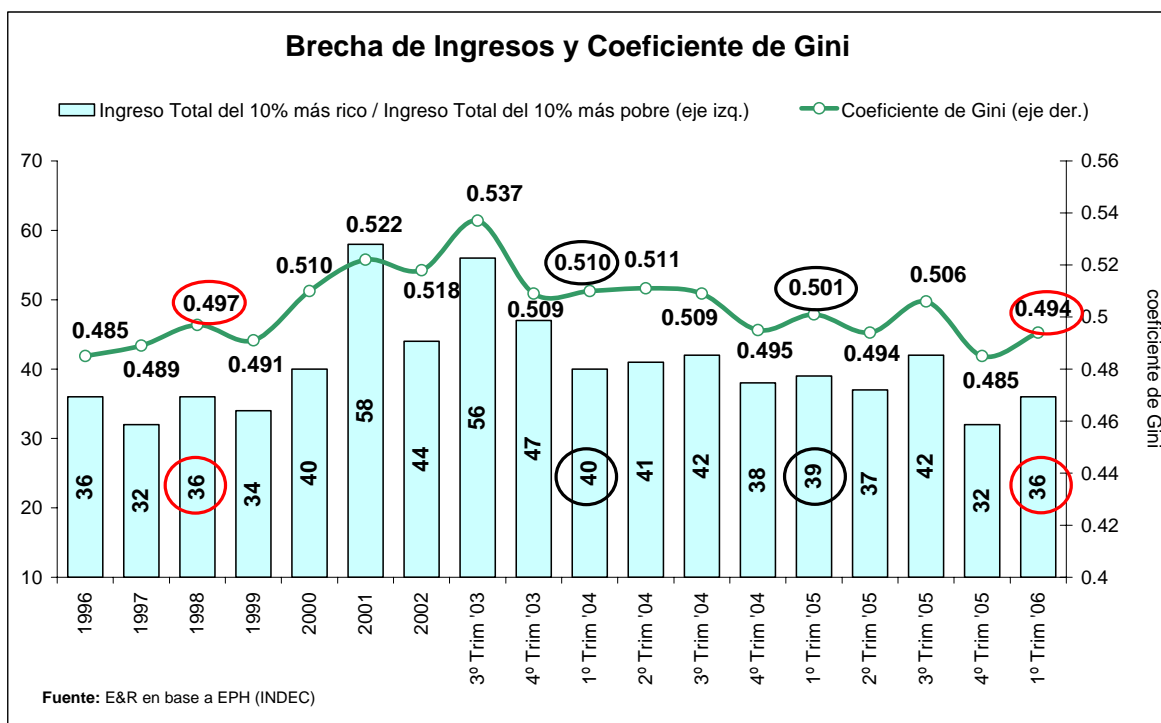
porcentuales, pasando del 20.4% (primer trimestre 2003) al 11.4% (primer trimestre de 2006). Si se excluye el efecto de los planes Jefes y Jefas de Hogar, el descenso de la desocupación es aún mayor, reduciéndose del 26.6% al 14.1% (12.5 puntos porcentuales). De este modo, la



**creación de empleos permitió que una parte significativa de la población que se encontraba en condiciones de extrema pobreza, pudiera salir de esa situación.**

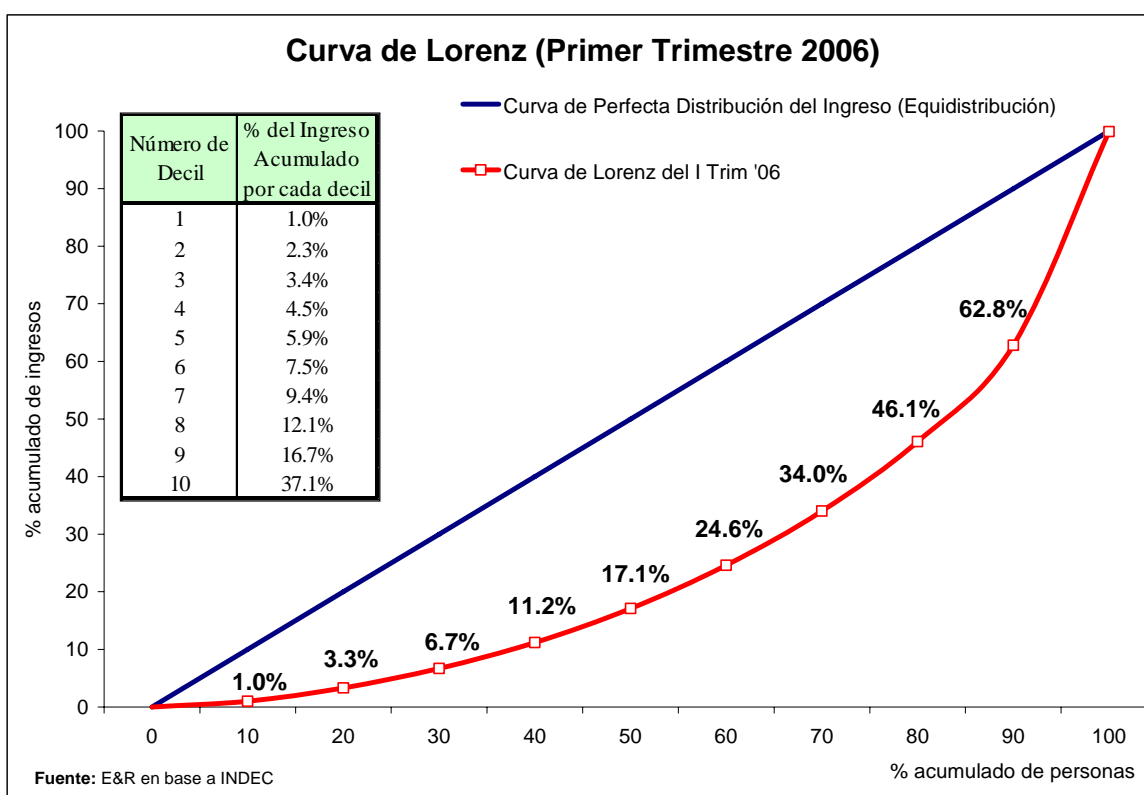
A pesar de la mejora descripta en los indicadores sociales, **aún se observa una distribución muy inequitativa del ingreso**. En efecto, durante el primer trimestre de 2006, **el ingreso total del 10% más rico de la población fue 36 veces superior al ingreso total del 10% más pobre**. Esta cifra representa una leve mejora con respecto a la situación que existía un año atrás, cuando esa relación era de 39 veces. Paralelamente, **el coeficiente de Gini**, que es un indicador que se emplea para medir la inequidad en la distribución del ingreso<sup>11</sup>, fue de **0.494** durante el primer trimestre de 2006, levemente inferior al 0.501 registrado en igual trimestre de 2005. Es decir que la economía creció 8.6% entre el primer trimestre de 2006 y el mismo período del año pasado, pero la distribución del ingreso sólo exhibió una leve mejoría durante ese período.

Por otra parte, debe notarse que **actualmente la inequidad en la distribución del ingreso es semejante a la que existía en 1998** (antes de la recesión y posterior crisis), dado que la relación entre el ingreso total del 10% más rico de la población y el 10% más pobre también era de 36 veces, en tanto que si se mide la equidad a través del coeficiente de Gini, se observa que aquel entonces dicho coeficiente ascendía a 0.497. **Sin embargo**, cuando se analizan las cifras del PBI, se observa que **el producto bruto interno desestacionalizado del primer trimestre '06 es un 10.6% superior al de 1998**. *En otras palabras, la economía ha crecido más de un 10% con relación a 1998, pero el nivel de desigualdad en la distribución de los ingresos es tan elevado como el de aquel entonces.*



<sup>11</sup> El índice de Gini toma valores entre 0 y 1. El valor 0 corresponde al caso de “igualdad absoluta de todos los ingresos”, mientras que el valor 1 representa el caso contrario, donde todas las personas tienen ingreso 0 y una sola persona acumula el total del mismo.

La desigual distribución del ingreso de nuestro país puede apreciarse también en el siguiente gráfico. En el mismo se presentan dos curvas; una de ellas (línea azul) refleja una distribución de los ingresos perfecta, por lo que se la conoce como la **recta de equidistribución**. En este caso, el 10% más pobre de la población acumularía un 10% de los ingresos totales, el 20% más pobre acumularía un 20% de los ingresos y así sucesivamente. Al mismo tiempo, se presenta la verdadera distribución del ingreso de la sociedad correspondiente al primer trimestre de 2006, que se lo conoce como **curva de Lorenz**. Obsérvese que la Curva de Lorenz es marcadamente inferior a la de equidistribución, reflejando que la distribución del ingreso en Argentina dista de ser perfectamente equitativa. En efecto, **el 20% más pobre de la población (que cuenta con un ingreso promedio mensual de \$140) acumula tan sólo un 3.3% de los ingresos totales de la sociedad, mientras que el 20% más rico de la población (que posee un ingreso medio mensual de \$1,323) acumula un 53.8% de los recursos totales.**



A partir de lo expuesto hasta aquí, hay dos interrogantes que deberían ser contestados:

- 1) ¿Cómo se explica que la distribución del ingreso siga siendo tan inequitativa en un contexto en el cual la economía crece y la pobreza y la indigencia disminuyen?
- 2) ¿Qué relevancia tiene una distribución de los ingresos poco equitativa para las perspectivas de crecimiento y desarrollo económico del país?

Para explicar el primer interrogante, es necesario aclarar que *la caída en la pobreza se ha concentrado mayormente en los deciles medios (clase “media”) de la población, en lugar de los deciles bajos*. De hecho, el ingreso medio entre los deciles 3 y 8 ha crecido más de un 80% entre mayo de 2003 y el primer trimestre de 2006, situando entonces al ingreso medio de estos deciles en valores que superan al costo de la canasta básica total para un adulto equivalente (\$277). En contraposición, **el ingreso medio del 1° y 2° decil de la población ha crecido un 37% y 57%, respectivamente, lo cual demuestra que los ingresos de este segmento de la población son los que han registrado el menor crecimiento en este período y aún se mantienen por debajo del valor de la canasta básica total de un adulto equivalente.**

Aumento del Ingreso medio por decil

Número de decil	Ingreso medio (en \$)		Variación
	Mayo '03	1° Trim '06	
1	82	112	37%
2	150	235	57%
3	192	362	89%
4	249	456	83%
5	316	582	84%
6	396	743	88%
7	487	914	88%
8	621	1139	83%
9	872	1557	79%
10	1,975	3,288	66%
TOTAL	534	939	76%

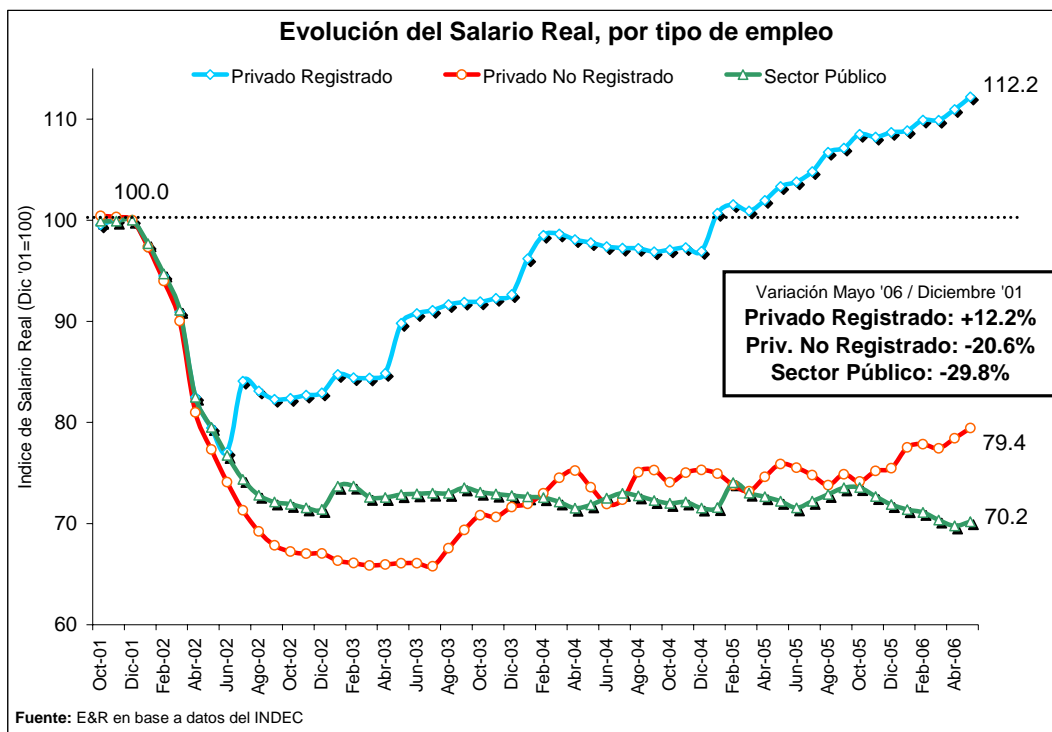
Fuente: E&R en base a datos del INDEC.

Nota: Los deciles de los hogares están ordenados según el ingreso individual e incluye sólo a la población con ingresos.

Para comprender por qué el ingreso promedio de los deciles medios y altos ha crecido a un ritmo mayor que el ingreso de los sectores bajos, se debe tener presente la **fuerte disparidad que existe actualmente en el mercado laboral argentino. Las personas que se encuentran en los deciles más bajos son, generalmente, trabajadores no registrados (en “negro”) que, por tal condición, no suelen beneficiarse de las medidas salariales dispuestas por el Estado, como las subas en el salario mínimo, aumentos de suma fija otorgados por decreto o mejoras salariales que surgen de las negociaciones colectivas.** De este modo, la evolución de los salarios de estos trabajadores difiere sustancialmente de la correspondiente a los trabajadores registrados, que habitualmente integran los deciles medios y altos en la distribución del ingreso de la población.

En este sentido, hay que señalar que los salarios reales<sup>12</sup> del sector privado registrado se sitúan un 12.2% por sobre el nivel que tenían antes de la devaluación (diciembre '01), en tanto que los salarios reales del sector privado no registrado se ubican un 20.6% por debajo de los niveles de diciembre '01 y, finalmente, los salarios reales del sector público se encuentran un 29.8% por debajo del nivel pre-devaluación. Adicionalmente, en los últimos 12 meses, los salarios nominales del sector privado registrado crecieron un 21.2%, mientras que las remuneraciones en el sector privado no registrado subieron un 16.8% y, en el sector público, se incrementaron un 8.5% (cabe recordar que, en ese mismo lapso, la inflación minorista fue del 11.6%). Esto demuestra que **la evolución de las remuneraciones es muy dispar y que no todos los sectores se benefician de la misma manera del crecimiento económico y de las medidas dispuestas por el Poder Ejecutivo Nacional en materia de salarios.**

<sup>12</sup> Es decir, el poder adquisitivo del salario (se filtra el efecto inflacionario)



Con respecto al segundo interrogante (relación entre equidad y crecimiento), es preciso subrayar que **si bien la economía puede crecer en el corto plazo con una distribución del ingreso inequitativa, existen diferentes motivos para creer que en el largo plazo existe una relación positiva entre distribución del ingreso (equitativa) y crecimiento económico.**

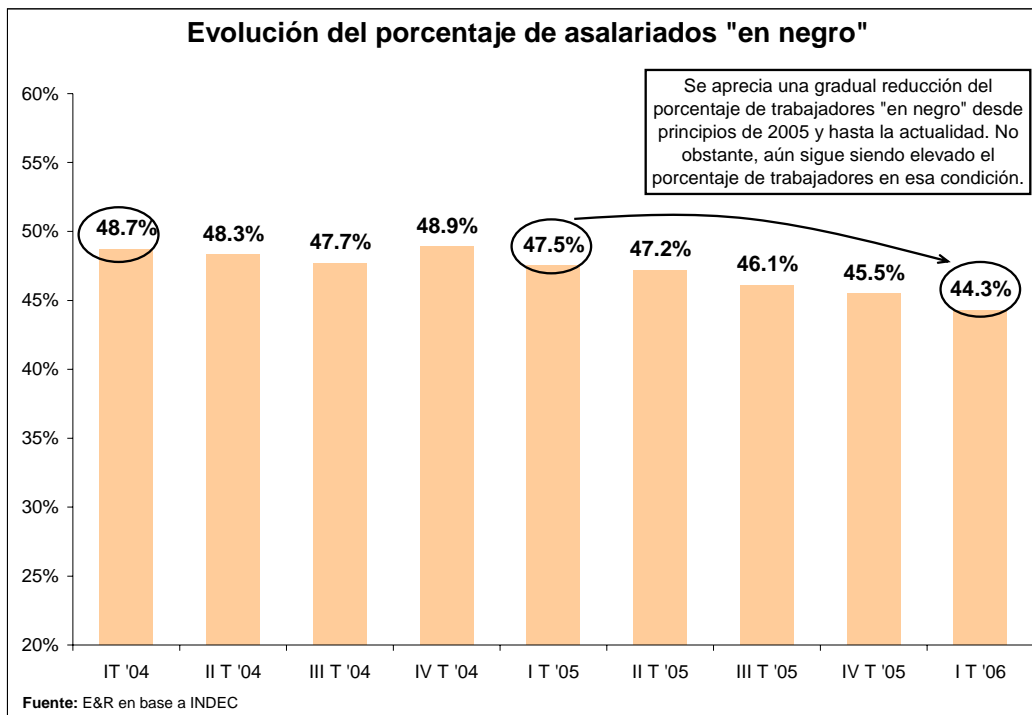
Por un lado, como consecuencia de acontecimientos políticos, una gran desigualdad de los ingresos da lugar a factores que impiden el crecimiento. Por ejemplo, una mayor desigualdad trae consigo más inestabilidad política, más incertidumbre y, por ende, podría acarrear menos inversiones y un menor crecimiento. Además, una fuerte desigualdad de los ingresos puede conferirle una influencia desproporcionada a determinados sectores de la sociedad en las decisiones políticas y económicas.

Por otro lado, *una distribución del ingreso más igualitaria daría lugar a un acceso más equitativo al crédito, a la información y a la educación, creando mayores oportunidades para que los sectores más pobres de la población salgan de esa situación.* Adicionalmente, una mayor equidad en los ingresos se traduce en mercados internos más grandes, en un mejor aprovechamiento de las economías de escala y, con ello, en un aumento de la actividad económica.

**Es claro que la actual inequidad en los ingresos de la sociedad argentina podría transformarse en un limitante del crecimiento económico futuro, habida cuenta de la importancia que reviste una distribución de los ingresos equitativa en el crecimiento económico.** Por consiguiente, es imprescindible que el Estado tenga presente que los aumentos en el salario mínimo o las mejoras en los básicos de convenio difícilmente



mejoren la distribución de los ingresos de la población en lo inmediato, ya que la notable segmentación que actualmente exhibe el mercado laboral argentino conduce a que este tipo de medidas beneficien sólo a una parte de los trabajadores, dejando “afuera” a los trabajadores no registrados (que representan aproximadamente el 50% de la masa total de asalariados), muchos de los cuales se encuentran en situaciones de extrema pobreza.



**¿Qué hace concretamente el Estado para mejorar, en lo inmediato, los ingresos de los individuos que se encuentran en situaciones de extrema pobreza?**

Es conocida la implementación (y deficiencias) del **Plan Jefes y Jefas de Hogar**, aunque es evidente que los \$150 asignados a través de estos planes se encuentran muy lejos del valor de la canasta básica alimentaria (\$391) y total (\$857). Así, **el impacto de esta medida es bastante limitado.**

No obstante, se podría argumentar que **la política de acuerdos de precios (focalizada principalmente en los productos alimenticios) es otra medida para mejorar los ingresos de los deciles más bajos de la población**, ya que si bien este tipo de políticas reducen el precio de los productos para ricos y pobres por igual, la propensión al consumo de alimentos en los sectores más pobres es mucho mayor que en los sectores más ricos. **Lo mismo cabe para el congelamiento de determinadas tarifas de servicios públicos;** por ejemplo, el congelamiento en el precio de los boletos de colectivos y ferrocarriles beneficia más, en términos relativos, a pobres que a ricos, si bien en términos absolutos beneficia a ambos grupos por igual.

El problema de confiar en este tipo de herramientas (controles de precios, congelamiento de tarifas) para mejorar la distribución de los ingresos es que **existen dudas sobre la sustentabilidad de estas medidas a través del tiempo**. De hecho, los acuerdos de precios atentarían contra el objetivo de atraer mayores inversiones, aumentar la oferta agregada y, así, poder crecer sostenidamente. Ello se debe, por un lado, a que los controles de precios establecen una cota superior a la rentabilidad de determinadas inversiones (al fijar precios máximos), pero además, porque estas medidas constituyen una señal peligrosa con relación a que el Gobierno puede modificar las reglas de juego cuando le parezca más oportuno (aumentan la discrecionalidad de las políticas públicas).

Por otra parte, la cuestión del uso en los servicios públicos nos remite a otro aspecto relevante en este análisis: **la distribución del ingreso es una medida que suele complementarse junto con otras (como el PBI per cápita) para evaluar el bienestar de la población**. Pero la noción de bienestar no se encuentra unívocamente definida y puede incluir elementos que vayan más allá del ingreso monetario de la población, como **el acceso de la población a los bienes públicos (como educación, salud, seguridad)**. En este sentido, el gasto que realice el Estado para proveer estos bienes públicos podría amortiguar las diferencias en los ingresos monetarios de la población y, consecuentemente, mejorar el bienestar de la sociedad. En ese caso, el Gobierno debería asegurarse que el gasto público social que realice se dirija efectivamente a servicios que son mayoritariamente utilizados por individuos que se encuentran en situaciones de pobreza o indigencia.

APENDICE MACRO										
		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (último dato)	
<b>Actividad Económica</b>										
EMI	Var % Interanual	-6.5%	-0.3%	-7.6%	-10.5%	16.2%	10.7%	7.8%	Mayo	7.3%
EMAE	Var % Interanual	-3.4%	-0.8%	-4.4%	-10.9%	8.8%	9.0%	9.2%	Abril	6.4%
PIB	Nominal (MM de \$)	283,523	284,204	268,697	312,580	375,909	447,643	531,939	I Trim	568,795
	Nominal (MM de USD)	283,523	284,204	268,697	102,011	129,631	153,326	183,715	I Trim	185,654
	Per Cápita (en USD)	8,789	7,967	7,458	2,803	3,527	4,131	4,900	I Trim	4,903
	Real (Var % Interanual)	-3.4%	-0.8%	-4.4%	-10.9%	8.8%	9.0%	9.2%	I Trim	8.6%
Demanda Doméstica (Consumo + Inversión)	Real (Var % Interanual)	-4.6%	-1.1%	-6.4%	-17.1%	11.2%	11.8%	9.7%	I Trim	10.1%
Consumo Privado	Real (Var % Interanual)	-2.0%	-0.7%	-5.7%	-14.4%	8.2%	9.5%	8.9%	I Trim	8.8%
	% del PIB	69.6%	69.6%	68.7%	66.0%	65.6%	65.9%	65.7%	I Trim	67.5%
Consumo Público	Real (Var % Interanual)	2.6%	0.6%	-2.1%	-5.1%	1.5%	2.7%	6.2%	I Trim	8.3%
	% del PIB	13.0%	13.2%	13.5%	14.4%	13.4%	13.8%	12.3%	I Trim	11.3%
Inversión Bruta Interna Fija	Real (Var % Interanual)	-12.6%	-6.8%	-15.7%	-36.4%	38.2%	34.4%	22.7%	I Trim	22.8%
	% del PIB	19.1%	17.9%	15.8%	11.3%	14.3%	19.2%	19.8%	I Trim	19.4%
<b>Sector Externo</b>										
Tipo de Cambio Nominal (\$/USD)	Fin de Período	1.00	1.00	1.00	3.06	2.90	2.97	3.03	Junio	3.08
	Promedio Diciembre	1.00	1.00	1.00	3.09	2.95	2.94	3.01	Junio	3.08
Tipo de Cambio Nominal (\$/Euro)	Fin de Período	1.02	0.91	0.90	3.53	3.68	4.06	3.59	Junio	3.94
	Base 2001=1	1.06	1.05	1.01	2.40	2.32	2.41	2.36	Junio	2.38
Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM)	MM de USD	-11,949	-8,989	-3,853	9,142	7,839	3,278	5,407	I Trim	1,179
	% del PIB (a)	-4.2%	-3.2%	-1.4%	9.0%	6.0%	2.1%	2.9%	I Trim	3.3%
Cuenta Corriente del Bal. de Pagos	MM de USD	23,309	26,341	26,543	25,709	29,566	34,550	40,013	Mayo	4,150
Exportaciones	MM de USD	25,508	25,281	20,320	8,990	13,833	22,445	28,692	Mayo	2,825
Importaciones	MM de USD	-2,200	1,061	6,277	16,720	15,732	12,105	11,321	Mayo	1,325
Balance Comercial	MM de USD	27,708	24,220	14,043	-7,730	-1,903	10,340	17,387	Mayo	1,500
Grado de Apertura (expo + impo)	% del PIB (a)	17%	18%	17%	34%	33%	37%	37%	I Trim	22.3%
Deuda Externa	% del PIB	54%	55%	56%	154%	127%	112%	64%		
del SPúbNF y BCRA	% del PIB	30%	30%	33%	89%	82%	76%	36%		
del SPrivNF	% del PIB	16%	16%	17%	52%	38%	31%	25%		
del Sector Financiero sin BCRA	% del PIB	8%	9%	6%	12%	7%	5%	3%		
<b>Sector Público Nacional</b>										
Ingresos Totales (s/privatizaciones)	MM de \$	54,839	55,468	50,394	55,079	77,204	105,078	126,388	Mayo	14,882
Recursos Tributarios Totales	MM de \$	47,643	49,103	45,403	50,476	72,275	98,293	119,252	Junio	13,832
	% del PIB (a)	16.8%	17.3%	16.9%	16.1%	19.2%	22.0%	22.4%	I Trim	22.1%
Gasto Primario	MM de \$	53,963	52,749	48,999	52,823	68,526	87,745	106,761	Mayo	10,975
Resultado Primario	MM de \$	876	2,720	1,395	2,256	8,677	17,333	19,623	Mayo	3,906
	% del PIB	0.3%	1.0%	0.5%	0.7%	2.3%	3.9%	3.7%	I Trim	3.6%
Resultado Financiero	MM de \$	-4,768	-6,792	-8,719	-4,549	1,805	11,658	9,418	Mayo	3,562
	% del PIB	-1.7%	-2.4%	-3.2%	-1.5%	0.5%	2.6%	1.8%	I Trim	1.6%
Deuda Pública (incluye moras)	MM de USD	123,366	129,750	144,222	152,974	178,768	191,242	128,630		
	% del PIB	43.5%	45.7%	53.7%	150.0%	137.9%	124.7%	70.0%		
<b>Sector Público Provincial</b>										
Recursos Tributarios Propios	MM de \$	11,050	10,870	9,766	10,596	14,332	18,063	10,497	II Trim	10,497
Recursos de Origen Nacional	MM de \$	16,446	16,409	15,561	15,217	20,146	28,269	17,203	II Trim	17,203
Resultado Financiero	MM de \$	-4,125	-3,313	-6,368	-1,631	1,630	4,207	4,450	II Trim	4,450
Resultado Primario	MM de \$	-2,693	-1,440	-3,943	-153	3,438	5,843	5,262	II Trim	5,262
	% del PIB	-0.9%	-0.5%	-1.5%	0.0%	0.9%	1.3%			
Deuda Pública	MM de USD	16,565	21,348	29,971	20,396	24,029	25,302	24,821	II Trim	24,821
	% del PIB	5.8%	7.5%	11.2%	20.0%	18.5%	16.5%			
<b>Mercado de Laboral (b)</b>										
Tasa de Actividad	En % de la Población	42.7%	42.7%	42.2%	42.9%	45.7%	45.9%	45.9%	I Trim	46.0%
Tasa de Empleo	En % de la Población	36.8%	36.5%	34.5%	35.3%	39.1%	40.4%	41.3%	I Trim	40.7%
Tasa de Desempleo	En % de la PEA	13.8%	14.7%	18.3%	17.8%	14.5%	12.1%	10.1%	I Trim	11.4%
Salarios del S. Privado Registrado	Var % Interanual				16.9%	15.8%	11.0%	26.0%	Mayo	21.2%
Salarios del S. Público	Var % Interanual				0.7%	5.6%	4.3%	12.9%	Mayo	8.5%
<b>Precios</b>										
Consumidor	Var % Interanual	-1.8%	-0.7%	-1.5%	41.0%	3.7%	6.1%	12.3%	Junio	11.0%
Mayoristas	Var % Interanual	1.2%	2.4%	-5.3%	118.0%	2.0%	7.9%	10.7%	Junio	12.0%
Costos de la Construcción	Var % Interanual	-0.3%	-3.3%	-0.4%	40.7%	9.8%	11.7%	21.0%	Junio	21.2%
Materias Primas (IPMP)	Var % Interanual	2.8%	8.9%	-13.4%	25.6%	19.9%	-7.8%	9.1%	Junio	5.4%
<b>Sector Financiero</b>										
Reservas Internacionales	M de USD - Fin de Período	27,831	26,491	19,425	10,485	14,119	19,646	28,077	Junio	25,184
Base Monetaria Amplia (c)	M de \$ - Fin de Período	16,493	15,356	15,412	36,965	46,678	52,477	54,710	Junio	63,491
	M de \$ - prom. Dic.	15,040	14,425	14,693	35,488	46,273	50,537	55,827	Junio	62,656
	% del PIB	5.3%	5.1%	5.5%	11.4%	12.3%	11.3%	9.4%		9.1%
M2 (d)	M de \$ - prom. Dic.	31,597	28,768	21,202	45,902	62,400	82,952	103,865	Junio	109,806
	% del PIB	11.0%	10.2%	8.6%	13.5%	15.6%	17.6%	17.5%		16.0%
M3* (e)	M de \$ - prom. Dic.	87,058	92,071	76,758	96,983	115,161	145,633	174,401	Junio	191,969
	% del PIB	30.4%	32.6%	31.1%	28.6%	28.7%	30.9%	29.4%		27.9%
Tasa Plazo Fijo en \$ a 30-44 días	TNA en % al fin Período	10.28	12.26	7.42	20.72	3.59	2.52	4.08	Junio	6.58
Tasa Lebac en \$ a 12 M (9M en 02)	TNA en % al fin Período	-	-	-	54.9	8.5	5.90	8.90	Junio	12.00

(a) Acumula los últimos doce meses

(b) Incluye Plan Jefas y Jefes de Hogar. Hasta el año 2002, los datos corresponden a la EPH puntal onda octubre. Luego, EPH Continua, cuarto trimestre.

(c) Se define como Billetes y Monedas + Encajes en \$ de los bancos + Cuasimonedas

(d) Se define como Billetes y Monedas + Dep. Ctas. Ctes. (\$) + Dep. Cajas de Ahorro (\$)

(e) Se define como Billetes y Monedas + Dep. Ctas. Ctes. (\$) y u\$s) + Dep. Cajas de Ahorro (\$) y u\$s) + Dep. Plazos Fijos (\$) y u\$s)

Variable	Detalle	Mar-06			Abr-06			May-06			Jun-06		
		Dato	Var (m/m)	Var (a/a)	Dato	Var (m/m)	Var (a/a)	Dato	Var (m/m)	Var (a/a)	Dato	Var (m/m)	Var (a/a)
<b>Actividad Económica</b>													
EMAE	Base '93=100	138.2	1.0%	8.3%	139.4	0.7%	6.4%						
<b>Indicadores de Oferta</b>													
Industria (EMI)	Base '97=100	116.1	0.4%	7.2%	113.4	0.3%	7.4%	115.9	0.9%	7.3%			
UCI en la Industria	Prom. Mens. (en %)	71.2	+1.0 p.p.	+0.3 p.p.	71.1	-0.1 p.p.	-0.2 p.p.	70.4	-0.7 p.p.	-0.3 p.p.			
Construcción (ISAC)	Base '97=100	122.7	-1.1%	22.5%	116.2	7.8%	13.4%	125.4	2.0%	26.9%			
<b>Indicadores de Demanda</b>													
Ventas en Supermercados	A precios const. '97=100	85.4	-1.0%	5.4%	89.0	2.8%	10.4%	85.5	2.0%	7.3%			
Ventas en Shoppings Centers	A precios const. '97=100	144.7	-0.9%	13.8%	158.5	-1.8%	15.9%	152.6	2.4%	13.0%			
Servicios Públicos (ISSP)	Base '96=100	238.3	1.0%	12.1%	236.2	4.2%	14.7%	237.7	-2.0%	12.9%			
<b>Indicadores de Confianza</b>													
Confianza del Consumidor (UTDT)	ICC Nacional	59.86	6.5%	2.5%	54.02	-9.8%	3.3%	56.76	5.1%	10.4%	58.53	3.1%	15.6%
Confianza en el Sistema Financiero (UB)	ICSF Base '96=100	30.60	3.6%	2.5%	30.93	1.1%	-1.6%	31.58	2.1%	2.5%			
Confianza en el Gobierno (UTDT)	ICG (mín=0 y máx=5)	2.70	3.1%	-3.6%	2.54	-5.9%	2.0%	2.50	-1.6%	5.5%	2.69	7.6%	16.5%
<b>Sector Externo</b>													
Tipo de Cambio Nominal (\$/USD)	Fin de Período	3.08	0.2%	5.4%	3.04	-1.4%	4.2%	3.08	1.3%	6.7%	3.08	0.2%	7.1%
	Promedio del Período	3.08	0.2%	5.1%	3.07	-0.3%	5.7%	3.05	-0.4%	5.6%	3.08	0.9%	6.9%
Tipo de Cambio Nominal (\$/Euro)	Fin de Período	3.74	1.9%	-1.2%	3.85	3.0%	2.8%	3.96	3.0%	11.6%	3.94	-0.4%	13.0%
Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM)	Base 2001=1	2.42	-0.4%	5.2%	2.42	0.1%	4.6%	2.41	-0.3%	3.4%	2.38	-1.2%	3.7%
Exportaciones de bienes	M de USD	3,538	16.7%	16.0%	3,813	7.8%	7.4%	4,150	8.8%	13.1%			
Importaciones de bienes	M de USD	2,724	17.1%	24.0%	2,547	-6.5%	7.0%	2,825	10.9%	14.1%			
Balance Comercial	M de USD	814	15.3%	-4.5%	1,266	55.6%	8.1%	1,325	4.7%	10.9%			
<b>Finanzas Públicas</b>													
Recursos Tributarios Nacionales	en M de \$	10,440	-0.4%	24.9%	10,013	-4.1%	7.9%	14,358	43.4%	19.2%	13,832	-3.7%	25.1%
Resultado Financiero Nacional	en M de \$	682	225.6%	-23.4%	1,092	60.1%	-42.5%	3,562	226.3%	448.9%			
Resultado Primario Nacional	en M de \$	1,404	-26.3%	13.7%	1,534	9.2%	-31.7%	3,906	154.7%	18.1%			
<b>Precios</b>													
Consumidor (IPC GBA)	Base '99=100	174.88	1.2%	11.1%	176.58	1.0%	11.6%	177.4	0.5%	11.5%	178.3	0.5%	11.0%
Mayoristas (IPIM)	Base '93=100	271.96	-0.6%	10.9%	275.9	1.4%	10.9%	276.8	0.3%	11.4%	279.2	0.8%	12.0%
Costos de la Construcción (ICC)	Base '93=100	206.3	1.4%	16.8%	208.8	1.2%	15.7%	213.7	2.3%	17.5%	221.2	3.5%	21.2%
Materias Primas (IPMP)	Base Dic '95=100 (en US\$)	98.1	-1.7%	-1.7%	100.9	2.8%	3.0%	104.2	3.3%	8.7%	105.2	1.0%	5.4%
Salarios del S. Privado Registrado	Base IV T '01=100	196.87	1.2%	21.0%	200.79	2.0%	21.6%	204.04	1.6%	21.2%			
Salarios del S. Público	Base IV T '01=100	125.99	0.2%	7.1%	126.19	0.2%	7.3%	127.58	1.1%	8.5%			
<b>Agregados Financieros</b>													
Reservas Internacionales	En M de USD fin Período	21,549	5.0%	6.0%	22,400	3.9%	7.2%	24,162	7.9%	9.3%	25,184	4.2%	9.2%
Base Monetaria Amplia	En M de \$ fin Período	59,091	3.2%	17.7%	60,535	2.4%	21.4%	60,197	-0.6%	15.4%	63,491	5.5%	23.5%
M2 (Bill. y Mon. + Cajas de Ahorro en \$)	En M de \$ Prom. Mens.	106,164	0.9%	26.5%	105,258	-0.9%	24.6%	108,464	3.0%	25.0%	109,806	1.2%	23.3%
M3 (M2 + Plazos Fijos en \$)	En M de \$ Prom. Mens.	166,420	0.7%	20.0%	167,691	0.8%	19.6%	171,660	2.4%	19.9%	176,471	2.8%	20.4%
Depositos Totales del S. Privado	En M de \$ Prom. Mens.	102,105	0.9%	17.0%	104,268	2.1%	17.7%	106,327	2.0%	18.1%	108,262	1.8%	18.8%
Préstamos Totales al S. Privado	En M de \$ Prom. Mens.	56,017	2.2%	39.0%	57,373	2.4%	38.6%	59,319	3.4%	39.2%	61,727	4.1%	40.5%
Tasa Plazo Fijo en \$ a 30-44 días	TNA en % al fin Período	5.41	-0.83 p.p.	2.18 p.p.	5.69	0.26 p.p.	2.32 p.p.	7.65	1.96 p.p.	3.59 p.p.	6.58	-1.07 p.p.	2.39 p.p.
Tasa Lebac en \$ a 12 M (9M en 02)	TNA en % al fin Período	n/d	n/d	n/d	11.50	n/d	4.51 p.p.	11.90	0.40 p.p.	4.61 p.p.	12.00	0.10 p.p.	4.45 p.p.

Var (m/m): se refiere a las variaciones de las series desestacionalizadas.

p.p.: puntos porcentuales.

## Economía & Regiones

Av. Roque Saenz Peña 971 Piso 9° Capital Federal – CP (C1035AAE) TE/Fax: (5411) 43254339/4373

[www.economiayregiones.com.ar](http://www.economiayregiones.com.ar) – Email: [info@economiayregiones.com.ar](mailto:info@economiayregiones.com.ar)