



Informe de Inflación

Segundo Trimestre de 2012



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación

Segundo Trimestre de 2012



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Inflación
Segundo Trimestre 2012**

ISSN 1668-0561
Edición electrónica

Fecha de publicación | Mayo 2012

Banco Central de la República Argentina
Reconquista 266
(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires
República Argentina
Tel. | (54 11) 4000-1207
Sitio Web | www.bcra.gov.ar

Contenidos | Banco Central de la República Argentina
Edición / Subgerencia General de Investigaciones Económicas
Coordinación y diagramación | Gerencia de Análisis Macroeconómico
Diseño editorial / Área de Imagen y Diseño, Gerencia Principal de Comunicaciones y Relaciones Institucionales

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente.
Para comentarios o consultas a la edición electrónica: analisismacro@bcra.gov.ar

Contenido

Pág. 4 | I. Visión Institucional

Pág. 10 | II. Contexto Internacional

Pág. 27 / Apartado 1 / Evolución reciente de los precios de las materias primas

Pág. 29 | III. Actividad Económica

Pág. 38 | IV. Empleo y Salarios

Pág. 44 | V. Sector Externo

Pág. 49 / Apartado 2 / Impacto económico del turismo

Pág. 52 | VI. Finanzas Públicas

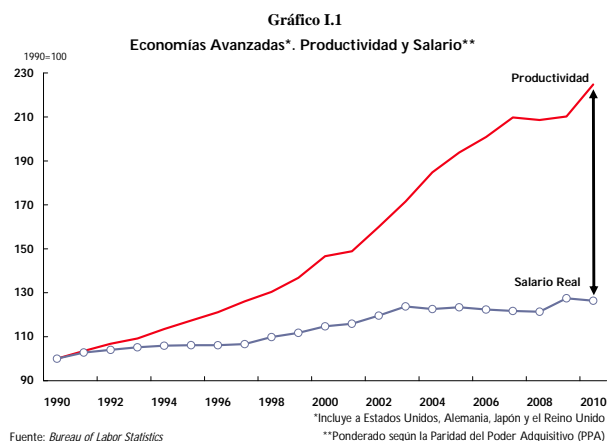
Pág. 58 / Apartado 3 / Canje de deuda griega y comparación con la reestructuración de pasivos de la Argentina (canjes 2005-2010)

Pág. 60 | VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

Pág. 69 | VIII. Inflación

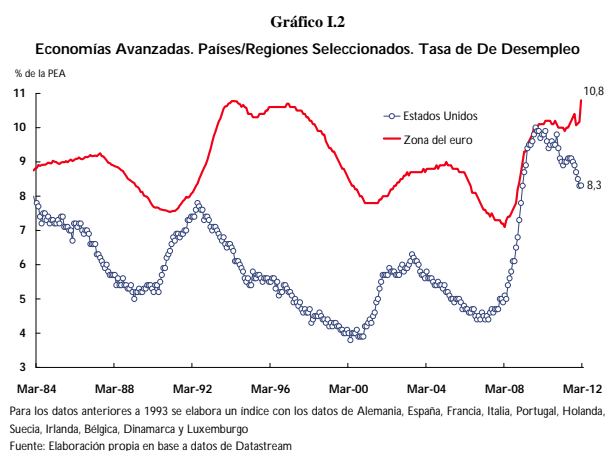
Pág. 75 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

I. Visión Institucional



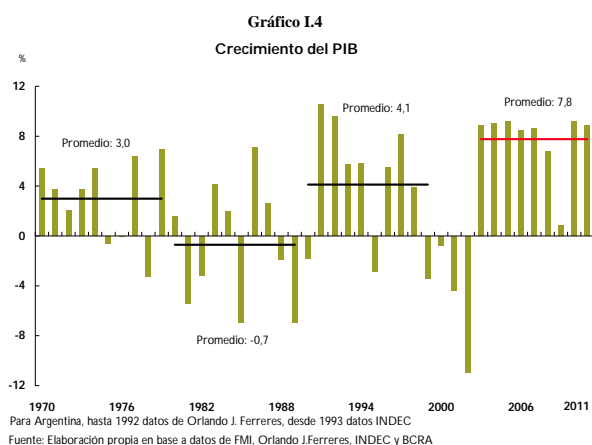
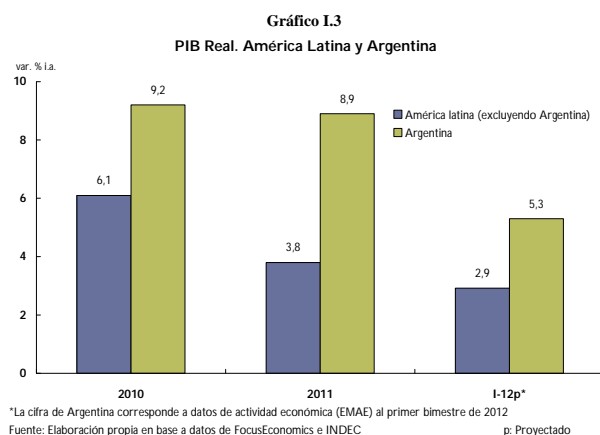
Desde 2008 el mundo enfrenta una crisis internacional en la que el colapso financiero no ha sido sólo consecuencia directa de la desregulación previa del sistema bancario y de los mercados financieros. Esta crisis se relaciona también con el cambio en el patrón de acumulación de riqueza en los países avanzados, en los que el auge del endeudamiento se dio en un marco de deterioro de la distribución del ingreso. En un período en el que la remuneración de los asalariados no acompañó el aumento de la productividad laboral, sostener los niveles de consumo privado implicó necesariamente recurrir a crecientes niveles de endeudamiento, que finalmente resultaron insostenibles.

En esta tensión entre ingresos y deuda se encuentra la razón fundamental de la dificultad para reactivar, luego de cuatro años de crisis, el nivel de actividad de las economías avanzadas. Mientras que los bancos centrales intentan con políticas monetarias expansivas estimular el crédito y la demanda —otorgando liquidez al sistema financiero y manteniendo bajas las tasas de interés—, el sector privado permanece sobreendeudado y prioriza sanar sus finanzas antes que aumentar el consumo o realizar nuevas inversiones. Al mismo tiempo, los gobiernos son empujados a reducir el déficit fiscal —con el objetivo de no incrementar su endeudamiento— afectando los ingresos de los hogares y de las empresas y demorando este proceso de desapalancamiento. En estos países las tasas de desempleo permanecen en niveles elevados y la debilidad de la actividad económica hace prever que se mantendrán en esos valores por un tiempo prolongado. Esta dificultad para superar definitivamente la crisis, que se ha reavivado en las últimas semanas, justifica avanzar hacia un enfoque que articule las decisiones de política monetaria con una visión más amplia del ciclo y del crecimiento que incluya la política fiscal y de ingresos.



En este contexto de relativa inestabilidad de la tasa de crecimiento global, la economía argentina se expandió 8,9% en 2011 y se espera que vuelva a crecer por encima del promedio de la región en 2012. En los primeros meses del año los indicadores de demanda local volvieron a evidenciar un mercado interno consolidado, que contrarrestó los efectos de la moderación de la demanda externa en la evolución del PIB de la Argentina, en un escenario internacional donde la actividad económica y los volúmenes comerciales continúan desacelerándose.

De acuerdo a los indicadores adelantados del primer trimestre, el consumo privado siguió sosteniendo su ritmo de crecimiento, producto del alza en los recursos de las

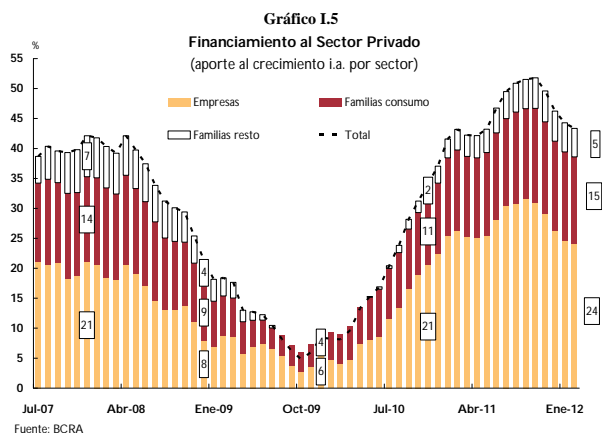


familias que se produce por las favorables condiciones laborales y las políticas públicas de ingresos. En particular, las ventas en supermercados mostraron un mayor dinamismo, mientras que la actividad en los shoppings y el consumo de los servicios públicos se mantuvieron sólidos. Por su parte, el volumen de ventas domésticas de autos se perfila para marcar un nuevo récord en 2012. El alza de la recaudación de impuestos durante el primer trimestre (29% interanual —i.a.—), determinada principalmente por el Impuesto al valor agregado, los recursos de la Seguridad social y el Impuesto a las ganancias, refleja también la expansión de la demanda interna.

Desde el punto de vista de la oferta, se observaron señales mixtas, con algunas ramas de los sectores productores de bienes exhibiendo una tendencia más débil. En particular, la actividad industrial evidencia desde el tercer trimestre del año pasado un ritmo de crecimiento más moderado, con algunas ramas afectadas por la caída en la demanda externa —como la automotriz por las menores ventas en el mercado brasileño—. Para el sector agrícola se estima que las condiciones climáticas adversas que afectaron la campaña 2011/12 generarán una caída anual en la producción de granos. No obstante, los sectores vinculados a la producción de servicios mantienen su dinamismo, sostenidos por el transporte y las comunicaciones, el comercio y la intermediación financiera.

En un contexto más estructural y en línea con la recuperación de espacios para la política económica en la Argentina, el pasado 6 de abril entró en vigencia la nueva Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina (BCRA). Bajo el nuevo marco legal la autoridad monetaria recupera atribuciones que desde 1935 hasta la reforma de 1992 habían caracterizado su funcionamiento, que estaba apoyado en una concepción de mandato múltiple que contemplaba objetivos vinculados con la economía real. Así, en adelante el Banco Central “*tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el Gobierno Nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social*”. En su cumplimiento, la entidad deberá publicar los objetivos y planes respecto del desarrollo de las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria antes del inicio de cada ejercicio anual y también deberá informar el seguimiento de los mismos en la forma que la Carta Orgánica lo indica.

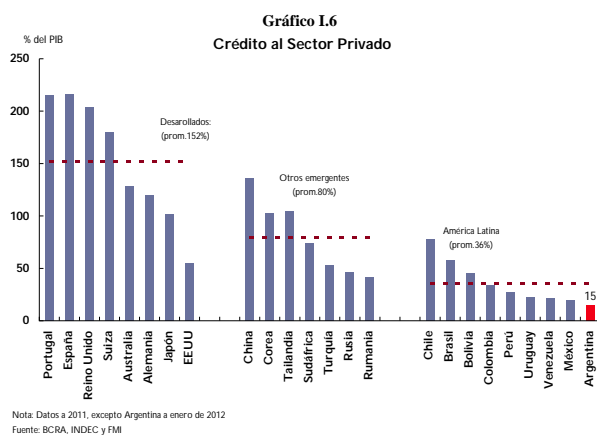
Para dar cumplimiento a este mandato integral el Banco Central recupera también la facultad de orientar el crédito. En los últimos años el financiamiento a las empresas y a las familias se incrementó cerca de 3 puntos porcentuales (p.p.) del PIB, con una mayor contribución de los préstamos comerciales en el crecimiento total del crédito. Este desempeño ha ocurrido con una posición patri-



monial sólida de los bancos: su cartera muestra una mayor participación de las financiaci3nes en moneda nacional, así como mínimos valores de morosidad crediticia en relación a la masa de préstamos. Sin embargo, el crédito bancario aún se ubica por debajo de los niveles de otros países emergentes y avanzados, evidenciando así un alto potencial de desarrollo del sector para los próximos años. En efecto, existe un importante margen para promover la expansión de los préstamos primordialmente hacia los sectores productivos, estimular la inversión y hacer más sostenible el crecimiento en el mediano y largo plazo.

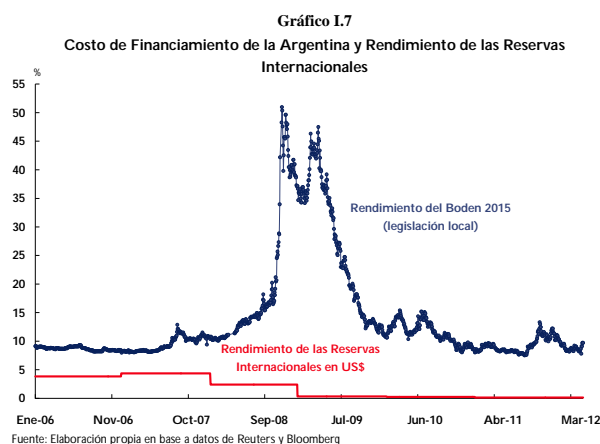
En adelante, es necesario apuntalar con mayor profundidad el financiamiento a las pequeñas y medianas empresas y canalizar los ahorros en el sistema financiero hacia las regiones del país más rezagadas. Con la reforma de la Carta Orgánica, el Banco Central dispone de más instrumentos para orientar el crédito y regular sus condiciones (plazos, tasas de interés y otros cargos). En igual sentido, se amplía la capacidad de financiamiento a través de herramientas tales como el Fondo del Bicentenario, a partir de la incorporación de nuevos activos que pueden ser aceptados como garantía por los adelantos que el Banco Central otorga al sistema bancario para financiar la inversión productiva.

En relación con el nuevo mandato de estabilidad financiera, y al igual que muchos otros bancos centrales que en el período posterior a 2008 han buscado cubrir los “vacíos” regulatorios, la nueva Carta Orgánica también amplía el “perímetro” de la regulación. Se incorporan así en la órbita del BCRA actividades que tienen, directa o indirectamente, efectos sobre el sistema financiero. Adicionalmente, se restituyen ciertas funciones de supervisión de las entidades financieras al Directorio del Banco Central para procurar la consistencia con las políticas de crédito, cambiarias y monetarias.



Estas modificaciones, junto con las nuevas facultades en materia de defensa de los derechos de los usuarios de servicios financieros y de defensa de la competencia, forman parte del cambio de paradigma internacional en el que, luego de experimentar un sesgo hacia una estructura financiera basada fuertemente en los conceptos de “autorregulación” y “disciplina de mercado”, se volvió a reconocer la necesidad de una mayor y mejor intervención por parte del sector público.

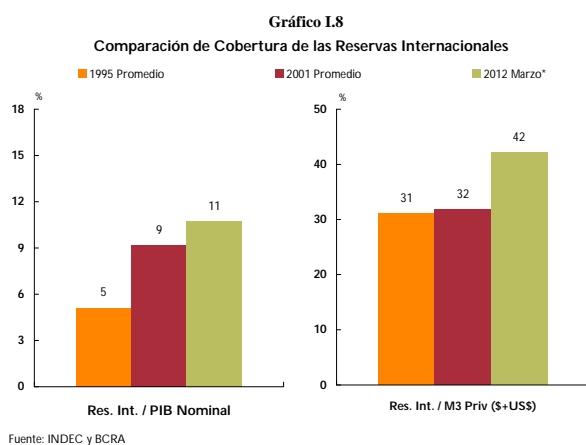
En ausencia de un régimen de tipo de cambio fijo, y en pleno ejercicio de la facultad de administrar el tipo de cambio nominal, la nueva Carta Orgánica elimina la relación fija entre la base monetaria y las reservas internacionales. A futuro, la magnitud que el BCRA mantendrá en reservas estará determinada por las demandas del ba-



lance de pagos, por lo que el nivel necesario para la conducción de la política cambiaria deberá definirse, en cada caso, a través de un ejercicio dinámico y permanente de evaluación de las condiciones que enfrente la economía argentina. De acuerdo con el marco legal vigente, aquellas reservas que excedan ese nivel pueden ser utilizadas para el pago de servicios de deuda pública con organismos financieros internacionales y con acreedores privados o de deuda externa oficial bilateral.

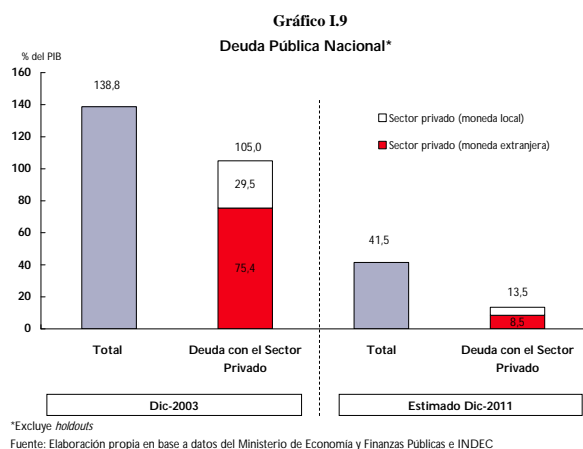
La política de acumulación de reservas que ha llevado adelante el BCRA en los últimos años buscó, al igual que en otros países en desarrollo, contar con recursos propios necesarios para protegerse de los efectos adversos de las condiciones internacionales volátiles. En el caso de la Argentina, la acumulación de reservas se concretó principalmente a partir de los excedentes comerciales, a diferencia de lo acontecido en los '90, cuando el incremento de las reservas internacionales provenía del endeudamiento externo. Como consecuencia, los indicadores de exposición externa de la Argentina registraron una mejora sustancial.

Desde 2003 se logró una importante disminución de la deuda externa en relación al tamaño de la economía, acompañada por un alargamiento de los plazos de vencimiento, principalmente a partir de los canjes de la deuda pública de 2005 y 2010. El manejo de las cuentas fiscales y la política de administración de pasivos llevada a cabo por el Gobierno Nacional permitieron que la deuda pública pasara de representar 140% del PIB en diciembre de 2003 a cerca de 40% en la actualidad. Adicionalmente, el riesgo de refinanciamiento se ha reducido sustancialmente, en la medida en que los pasivos en manos de acreedores privados, que equivalían al PIB de todo un año a fines de 2003, representan en el presente menos de 14% del Producto.



La combinación de las políticas de desendeudamiento del sector público y de acumulación de reservas —que aumentaron US\$37.000 millones entre 2003 y 2012 a pesar de haber cancelado deuda soberana por US\$25.000 millones a través del uso de instrumentos como el Fondo de Desendeudamiento Argentino— pone a nuestra economía en una posición sólida para enfrentar sus obligaciones externas. En efecto, mientras que la relación reservas-Producto se mantiene en niveles superiores al promedio de los últimos veinte años, la relación deuda-Producto ha seguido disminuyendo.

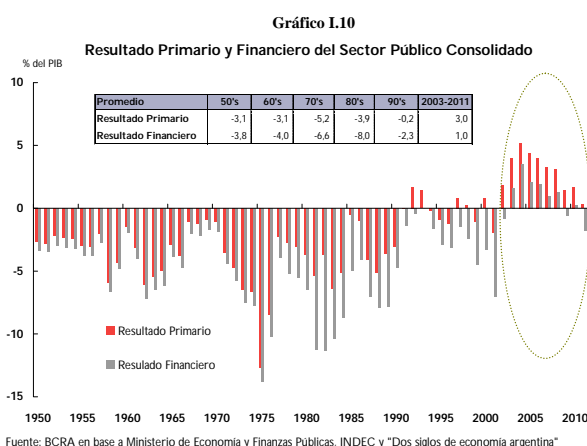
Hacia delante, las regulaciones macro-prudenciales contribuirán a reducir y mantener acotada la vulnerabilidad externa del sistema financiero argentino. Entre esas medidas se encuentra la normativa financiera que permite el



endeudamiento bancario en moneda extranjera sólo a aquellos agentes que poseen ingresos en igual denominación —entre otras reglas tendientes a evitar un alto riesgo de descalce de monedas—, y las regulaciones sobre los flujos financieros de corto plazo, que disuaden la entrada de capitales especulativos. En comparación con la situación de fines de los '90, el sistema financiero registra actualmente un bajo nivel de dolarización tanto de su cartera de préstamos al sector privado (sólo el 15% del total vs. el 60%) como de los depósitos del mismo sector (16% vs. 65%), mantiene un acotado descalce de monedas (40% del patrimonio neto vs. 75%) y un reducido nivel de endeudamiento externo (2% del fondeo total vs. 14%).

La reforma de la Carta Orgánica incorporó también un cambio en el Artículo 20. El BCRA mantiene la facultad de otorgar Adelantos Transitorios al Tesoro Nacional por hasta el 10% de los recursos públicos en efectivo y el 12% de la base monetaria con un plazo máximo de un año. Este límite de doce meses implica que el impacto monetario en cada año equivale al flujo de Adelantos Transitorios otorgado durante ese período. El artículo modificado permite, en circunstancias excepcionales, aumentar los adelantos por el equivalente al 10% de los ingresos públicos en efectivo por un plazo máximo de 18 meses.

La ampliación en los márgenes de financiamiento del Banco Central al Tesoro Nacional se da en un marco en el que las finanzas públicas de la Argentina tuvieron un comportamiento positivo. En 2011 se alcanzó por décimo año consecutivo un resultado primario consolidado superavitario, situación que no se ha observado por lo menos en las últimas seis décadas. Asimismo, en la comparación internacional la Argentina se encuentra dentro de los países que mejor situación fiscal presentan. Esta evolución de las finanzas públicas resultó compatible con el fortalecimiento del gasto social y de la inversión pública.



El escenario económico internacional también exhibe, como ya se ha registrado en otros momentos históricos, una ampliación de los diferentes canales que vinculan a los tesoros y los bancos centrales. Se aprecia así un importante número de autoridades monetarias que financian a sus gobiernos: directamente en colocaciones primarias, pases, adelantos u otro tipo de líneas o indirectamente a través de intervenciones en el mercado secundario, y brindando liquidez al sistema financiero para que este adquiera títulos soberanos.

En resumen, la reforma de la Carta Orgánica constituye una recuperación de las prácticas e instrumentos que estuvieron en la génesis de los bancos centrales y que hicieron posible que éstos tuvieran un rol en el proceso de desarrollo económico. Este cambio se enmarca en el

régimen macroeconómico que se ha instaurado en la Argentina desde el 2003 y que está orientado a priorizar el crecimiento económico y el fortalecimiento del mercado interno a partir de la recuperación del empleo, del salario y de la inclusión social. La reforma también refleja las necesidades de un mundo cambiante que atraviesa desde hace algunos años una de las crisis financieras más grande de su historia y que particularmente ha puesto en discusión el paradigma de la política monetaria y el rol de los bancos centrales durante las últimas décadas.

II. Contexto Internacional

II.1 Síntesis

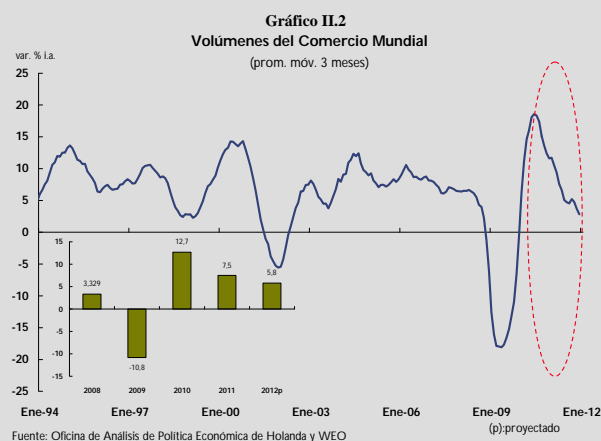
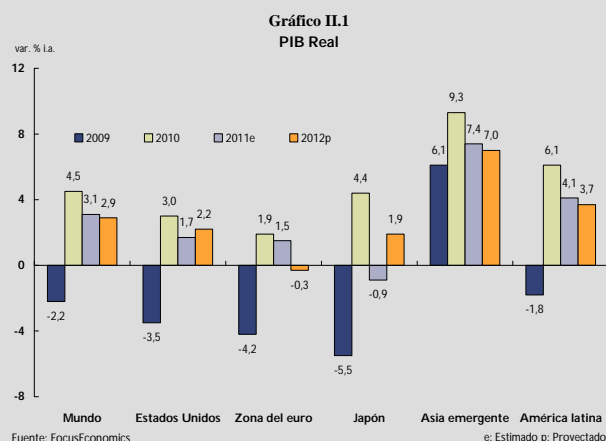
Durante el primer trimestre de 2012 la actividad económica global siguió desacelerándose, en un escenario de crecimiento a tres velocidades. Para los Estados Unidos y Japón las estimaciones arrojan un ligero incremento del PIB, en tanto que se prevé que la zona del euro atraviese durante el presente año una recesión. El conjunto de las economías emergentes continuará siendo el principal impulsor de la actividad económica mundial, con Asia y América latina como las regiones con mayor dinamismo. Si bien los riesgos globales y la incertidumbre sobre la evolución económica mundial aún no se han disipado, ciertos datos económicos positivos acerca de la economía estadounidense que se conocieron durante el primer trimestre del año y la reducción de las tensiones financieras en la zona del euro que se produjo al inicio de este período tuvieron un impacto favorable sobre las expectativas de los inversores en los mercados internacionales. La mayoría de los analistas espera que la actividad económica global se expanda 2,9% en 2012, una previsión similar a la del anterior **Informe de Inflación**. Asimismo, pronostican que los principales socios comerciales de la Argentina continuarán registrando un crecimiento de la actividad económica mayor que el promedio mundial.

El Banco Central Europeo siguió ofreciendo préstamos de mediano plazo y bajo costo a las entidades financieras de los países de la zona del euro, lo que permitió reducir las tensiones de financiamiento en el corto plazo pero no fue suficiente para estimular el crédito al sector privado. Asimismo, para asistir financieramente a los países más vulnerables se decidió incrementar los fondos disponibles del Mecanismo de Estabilidad Europea. En el plano fiscal, varios países profundizaron las medidas de austeridad, afectando negativamente la actividad económica, al tiempo que la mayoría de los integrantes de la Unión Europea continuó avanzando en la unificación de criterios fiscales más estrictos. Por su parte, la autoridad monetaria estadounidense demostró su preocupación por la generación de condiciones que favorezcan el crecimiento económico al extender el plazo en el que mantendrá la tasa de interés de referencia en niveles históricamente bajos.

Luego de las fuertes disminuciones de fines de 2011, los precios de las materias primas se recuperaron parcialmente en los últimos meses, influenciados por presiones coyunturales (incluyendo factores de oferta, macroeconómicos y financieros), además de por características estructurales de demanda. La incertidumbre global agregó volatilidad a la cotización del dólar estadounidense, y esto se trasladó a los precios de los commodities. Al mismo tiempo, la búsqueda de mejores rendimientos por parte de los inversores sumada a perspectivas de precios en alza, condujeron a una demanda especulativa creciente sobre las materias primas agrícolas. Se prevé que algunos de estos factores se mantengan en los próximos meses, por lo que los precios internacionales de los commodities permanecerían, con cierta volatilidad, en los mismos niveles. En el caso del petróleo, las tensiones geopolíticas continuarán presionando al alza de los precios de la energía.

La búsqueda de mayores rendimientos llevó a los inversores a desarmar posiciones en activos considerados libres de riesgo para destinar esos fondos a los mercados emergentes, dando lugar a una apreciación de las principales monedas de estos países. El deterioro verificado en las condiciones de financiamiento de algunos países vulnerables de la zona del euro habría comenzado a revertirse, al menos temporariamente, hacia fines del primer trimestre del año.

El escenario internacional presentó un comportamiento similar al previsto y al evidenciado en los últimos trimestres, caracterizado por un débil crecimiento económico en el mundo desarrollado y una desaceleración relativa del ritmo de expansión en las economías emergentes pero manteniendo, en algunos casos, un alto dinamismo. Más allá de cierta mejora en los mercados internacionales en el primer trimestre, continúan presentes los riesgos globales a partir de la inestabilidad de la zona del euro, generando un escenario de elevada incertidumbre sobre la trayectoria de la actividad económica mundial. Se anticipa un prolongado período de bajo crecimiento económico, caracterizado por el lento proceso de desendeudamiento de las principales economías avanzadas.



II.2 Economía Global

La economía mundial continuó desacelerándose en un escenario similar al previsto en el anterior **Informe de Inflación**. De este modo, durante 2012 persistiría la tendencia de un mundo creciendo a diferentes velocidades, con tasas de crecimiento proyectadas para las principales economías del mundo cercanas a las observadas un trimestre atrás (ver Gráfico II.3). Mientras que los Estados Unidos y Japón enfrentan perspectivas de bajo crecimiento, se prevé que Europa atraviese una recesión. Por su parte, los países en desarrollo continuarían impulsando el aumento de la actividad económica mundial, a partir de tasas de expansión superiores a las de las naciones avanzadas. En este marco, se espera que la actividad económica global se eleve en torno a 2,9%, ritmo levemente inferior al de 2011 (ver Gráfico II.1).

En línea con la evolución de la actividad global, se observó una desaceleración en el incremento de los volúmenes del comercio internacional, que cerrarían el año con una suba cercana a 6%, inferior a la del año previo (ver Gráfico II.2).

Desde inicios de la crisis internacional, a mediados de 2007, se registró una contracción de los desequilibrios globales, al registrarse una reducción del superávit externo (saldos de Cuenta corriente) de los países asiáticos, en particular de China y Japón, afectados fundamentalmente por la apreciación de sus monedas y la menor demanda externa proveniente de los países desarrollados. Como contrapartida, se produjo una reducción del saldo externo deficitario de los Estados Unidos (ver Gráfico II.4).

Si bien la resolución de los desequilibrios globales continúa siendo una preocupación al evaluar la dinámica mundial, la mayor fuente de incertidumbre del escenario internacional actual se asocia a la crisis de endeudamiento en las economías avanzadas y al riesgo para la estabilidad del sistema financiero que ello implica, particularmente en la zona del euro. La heterogeneidad en el escenario económico de los países de la región incrementa la probabilidad de ocurrencia de ajustes macroeconómicos y financieros desordenados en la zona del euro, lo que tendría repercusiones globales. Mientras que la actividad económica de Alemania y Francia, países que comprenden la mayor parte de la producción de la zona del euro, se encuentra prácticamente estancada, otro grupo de naciones (entre las que se encuentran España, Italia, Grecia y Portugal) enfrenta un escenario de contracción del Producto.

Los elevados precios del petróleo también contribuyeron a aumentar la incertidumbre del escenario macroeco-

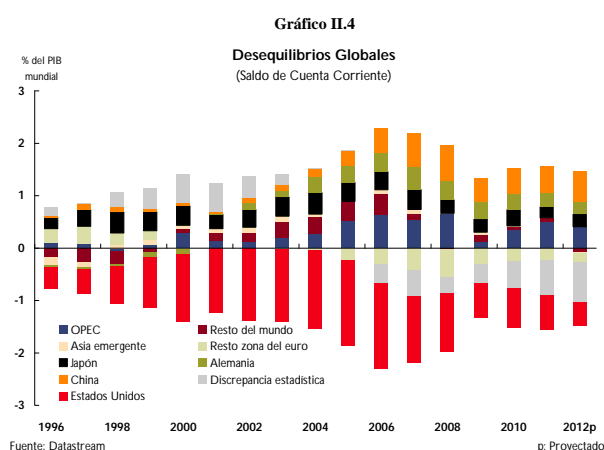
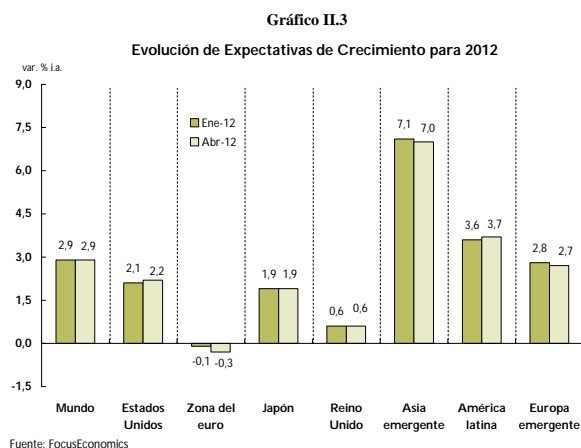
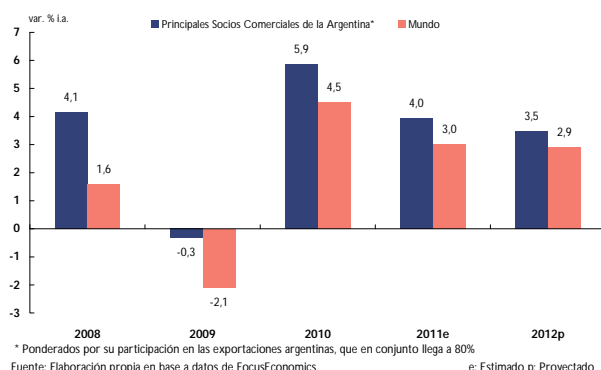
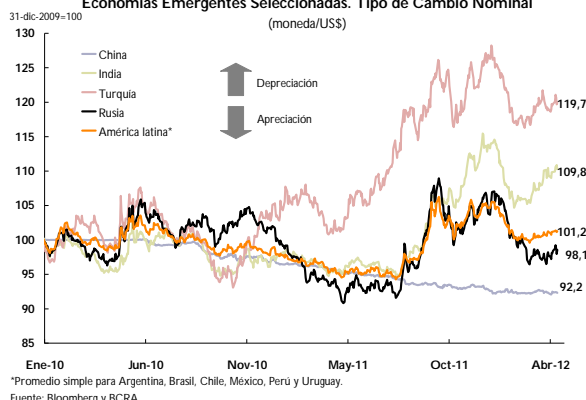


Gráfico II.5
Crecimiento Económico



nómico, afectando principalmente a los países industriales cuya producción es intensiva en energía. No obstante, el alivio de las tensiones de financiamiento de corto plazo en la zona del euro con posterioridad a la amplia provisión de liquidez por parte del Banco Central Europeo (BCE), la confirmación de un nuevo paquete de asistencia financiera a Grecia (tras la reestructuración de parte de su deuda pública) y la decisión de expandir la capacidad del Mecanismo de Estabilidad Europea (MEE) favorecieron una mejora de las expectativas de corto plazo en los mercados. Esta tendencia se acentuó a partir de algunos datos positivos del desempeño de la economía estadounidense y del compromiso de la autoridad monetaria de adoptar las medidas de estímulo que se requieran para proteger el crecimiento —incluyendo la extensión del plazo en el que se mantendrá la tasa de interés de referencia en los niveles actuales—.

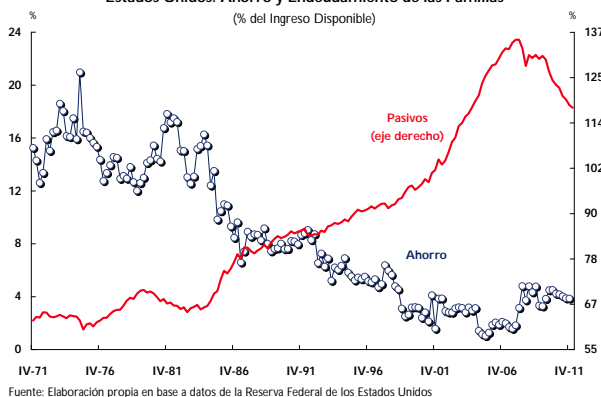
Gráfico II.6
Economías Emergentes Seleccionadas. Tipo de Cambio Nominal (moneda/US\$)



Del conjunto de naciones en desarrollo, las de Asia emergente y América latina siguieron mostrando un mejor desempeño relativo. No obstante, en los meses recientes se observó un ajuste moderado a la baja en sus perspectivas de crecimiento, principalmente en India y Brasil y, en menor grado, en China. De todas maneras, los principales socios comerciales de la Argentina continuarán registrando un crecimiento de la actividad económica mayor que el promedio mundial (ver Gráfico II.5).

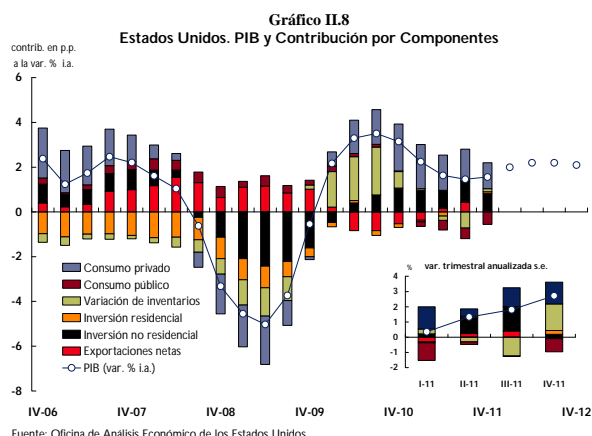
En cuanto a sus políticas monetarias, las economías emergentes en general, al igual que las naciones avanzadas, continuaron implementando medidas con sesgo neutro o expansivo sobre el nivel de actividad.

Gráfico II.7
Estados Unidos. Ahorro y Endeudamiento de las Familias (% del Ingreso Disponible)



En el plano fiscal, la mayoría de las naciones desarrolladas continuaron con el anuncio y la implementación de medidas de austeridad, con el objetivo de recomponer sus finanzas públicas. En la Unión Europea (UE), que enfrenta una recesión, se iniciaron discusiones orientadas a la unificación de criterios fiscales más estrictos con el objetivo de lograr una mayor integración regional. No obstante, la proximidad de las elecciones presidenciales/parlamentarias en algunas de las naciones avanzadas podría limitar la implementación de estos ajustes fiscales. En tanto, entre las economías emergentes se destacó la implementación de diversas medidas anticíclicas, resaltando los casos de China, Brasil y la India.

La búsqueda de mayores rendimientos generó renovados flujos de capitales hacia los países en desarrollo y dio lugar a variaciones en los precios de los activos en todas las plazas. En este contexto, las principales monedas emergentes verificaron un fortalecimiento relativo respecto del dólar estadounidense en los primeros meses



del año (ver Gráfico II.6). Esta dinámica respondió principalmente al diferencial de crecimiento entre las economías en desarrollo y las avanzadas (y las mejores perspectivas de las primeras), a los rendimientos superiores de los activos y, en algunos países, a los elevados términos de intercambio. En el mismo sentido operaron las políticas monetarias expansivas de las naciones avanzadas, las cuales no se tradujeron directamente en mayores créditos al sector privado, sino que permitieron un crecimiento de la liquidez bancaria y fortalecieron la demanda de deuda soberana. Sin embargo, los flujos de fondos hacia las regiones emergentes y la apreciación de sus monedas comenzó a revertirse más recientemente, dado el deterioro de las condiciones de financiamiento en ciertos países de la zona del euro.

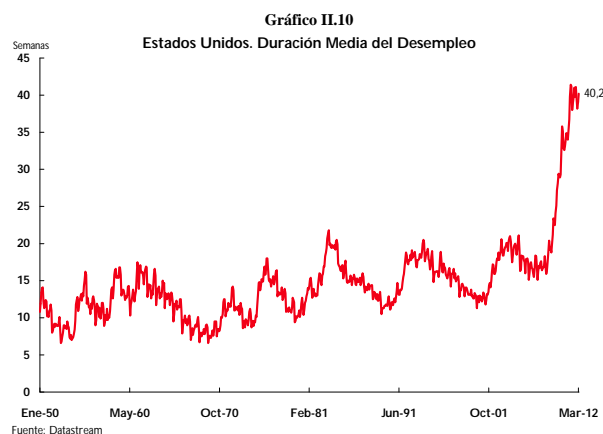
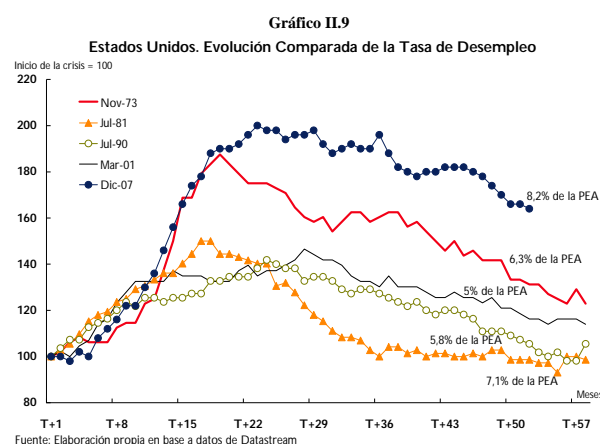
En resumen, se observa un desempeño económico mundial de acotada expansión similar al esperado un trimestre atrás. Prevalecen la incertidumbre y la vulnerabilidad del crecimiento internacional, en un marco en el que las economías avanzadas transitan por un lento proceso de desendeudamiento de los sectores público y privado (ver Gráfico II.7).

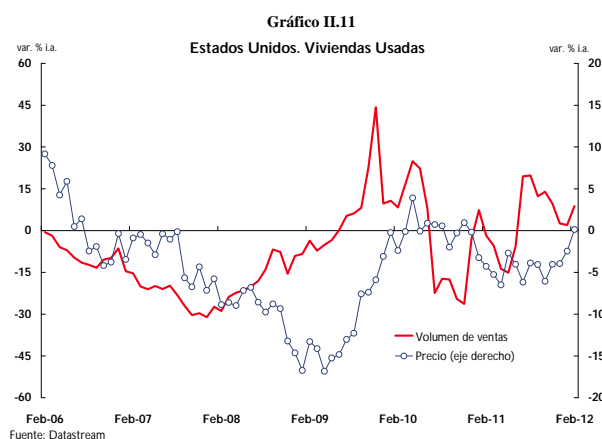
II.3 Economías Avanzadas

Estados Unidos

Tras finalizar el año 2011 con una expansión de 1,7% interanual (i.a.), en línea con las expectativas previas del mercado, la economía estadounidense continuó recuperando dinamismo en los meses siguientes (ver Gráfico II.8). Los indicadores adelantados conocidos durante los primeros meses de 2012 dan cuenta de esta tendencia, proyectándose para todo el año un crecimiento de la economía de 2,2%, ligeramente superior al del año anterior.

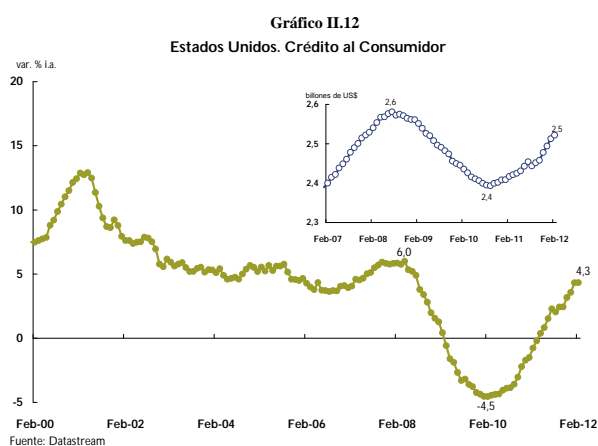
Durante el trimestre la tasa de desempleo se contrajo hasta un 8,2% de la Población Económicamente Activa (PEA), su menor valor desde enero de 2009. Cabe señalar que la tasa de desocupación todavía permanece por encima de la alcanzada en otros episodios de crisis de las últimas cuatro décadas (ver Gráfico II.9). La perspectiva de la situación es aún más alarmante al tener en cuenta cuál sería la Tasa de desempleo si se considerara como desocupadas a todas las personas que dejaron de formar parte de la PEA —mayormente los desempleados que se ven desalentados en la búsqueda de trabajo—. En efecto, según un ejercicio en el cual se supone que la PEA se hubiera mantenido constante en los niveles de 2007, la desocupación estadounidense se habría ubicado en torno a 11,5%, por encima de su nivel actual y de los registros históricos. En esta dinámica influyó la baja tasa de creación de empleo, en particular en los sectores de





actividad más afectados por la crisis y con mayor participación en la economía (construcción e industria). Este análisis refleja que una porción significativa de la reducción del desempleo estaría asociada a personas que, posiblemente desalentadas, dejaron de buscar empleo. Esto se da en un marco en que la duración del desempleo permanece en torno a su máximo valor histórico alcanzado en noviembre del año pasado (ver Gráfico II.10).

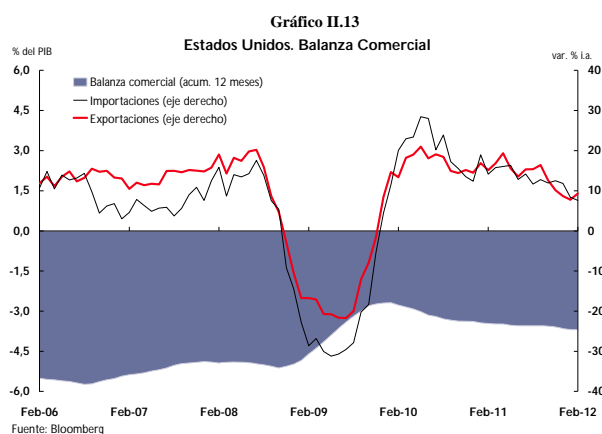
Si bien el mercado inmobiliario exhibió signos de leve mejoría, aún permanece retraído. Tanto las ventas de propiedades usadas como el precio de las mismas se mantuvieron estables en términos interanuales, encontrándose todavía considerablemente por debajo de los niveles precrisis (ver Gráfico II.11). El exceso de capacidad habitacional junto con un elevado nivel de ejecuciones hipotecarias sugiere que tardaría en recuperarse el mercado, limitando así nuevos desarrollos en el sector de la construcción.



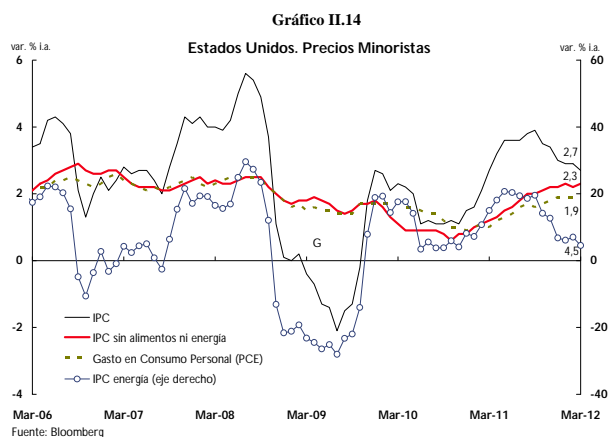
En un escenario donde no se espera una recuperación sustancial de los precios de las viviendas en el corto plazo, y en el que los activos financieros se encuentran afectados por la incertidumbre internacional, la evolución del patrimonio neto de las familias no sería una fuente de recuperación del Consumo privado. Además, si bien el crédito a las familias presenta signos de recuperación, todavía no logró alcanzar los niveles observados con anterioridad al inicio de la crisis (ver Gráfico II.12).

En este marco, el Consumo privado continuaría presentando un bajo dinamismo, apoyado básicamente en la mejora del ingreso personal laboral. Ello, a su vez, limitaría la realización de nuevas inversiones.

Por su parte, el Consumo público continuaría siendo un factor de retracción de la demanda agregada en los próximos meses, dado que la falta de consenso político en relación a la forma de implementación del ajuste fiscal derivó en un menor impulso del sector público a la actividad económica.

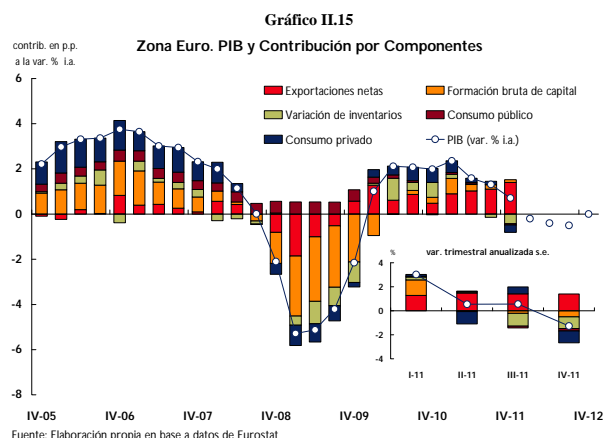


Mientras que la Inversión no residencial (básicamente equipamiento y software) continuó aportando significativamente al crecimiento económico, la Inversión residencial (afectada por el mercado inmobiliario) y la Variación de inventarios (finalizado el ciclo de recomposición de stocks) mostraron incrementos modestos. Esto, sumado a la expectativa de una expansión acotada del consumo de las familias, hace prever que el gasto de capital total contribuiría al crecimiento económico sólo con un aporte moderado.



En cuanto a la demanda externa, las importaciones y las exportaciones registraron una moderación en su ritmo de expansión en los meses recientes, verificándose además un mayor déficit comercial. Así, el déficit acumulado de la balanza comercial de los últimos 12 meses alcanzó en enero un 3,7% del PIB, 0,2 puntos porcentuales (p.p.) por encima del registro de igual mes de 2011 (ver Gráfico II.13).

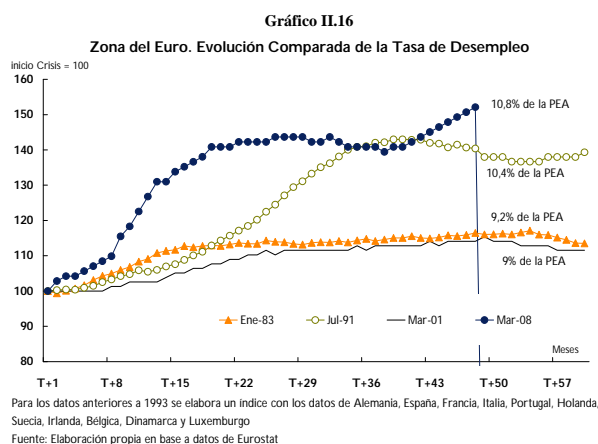
La inflación, tanto en el nivel general como en el subyacente —que excluye alimentos y energía—, presentó cierta estabilización en los últimos meses (ver Gráfico II.14). La dinámica del nivel general del índice respondió principalmente a la evolución de los precios de la energía y de algunos otros *commodities*. De cumplirse la expectativa del mercado, a finales de 2012 la inflación sería de aproximadamente 2% i.a.



Más allá de la variedad de señales proporcionadas por los distintos indicadores económicos, existe una expectativa generalizada de que por un prolongado período los Estados Unidos crecerán a un ritmo lento. En este contexto, a inicios de año la Reserva Federal (Fed) anunció que es altamente probable que mantenga su tasa de interés de referencia en niveles bajos por lo menos hasta fines de 2014. Por otra parte, no se realizaron modificaciones al resto de los principales programas de la autoridad monetaria que están actualmente en vigencia.

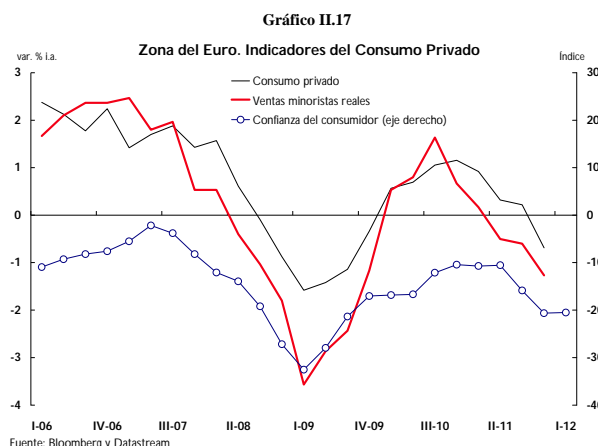
Asimismo, la Fed por primera vez fijó un objetivo explícito de inflación de largo plazo¹. Sin embargo, no se definió un valor específico respecto de la tasa de desempleo, aunque aclaró que de entrar en conflicto los dos objetivos del mandato dual, la autoridad tomará en cuenta la magnitud de los desvíos respecto de los valores deseados y los tiempos potenciales que tardarán los precios y el nivel de desempleo en volver a dichos valores.

Europa



En los últimos tres meses de 2011, la región en su conjunto registró la primera contracción trimestral del Producto desde mediados de 2009 (1,2% trimestral anualizado sin estacionalidad —s.e.—; ver Gráfico II.15). Pese al sostenido y cada vez más significativo aporte de las exportaciones netas, el resto de los principales componentes de la demanda agregada contribuyeron negativamente a la variación del Producto. Si se analiza el desempeño por países, se observa que la caída en el nivel de actividad fue generalizada, aunque de mayor magnitud en aquellos más vulnerables. De este modo, en 2011 el Producto se expandió 1,5% y dejó un arrastre estadístico de -0,1 p.p. para el presente año. Para 2012 se proyecta

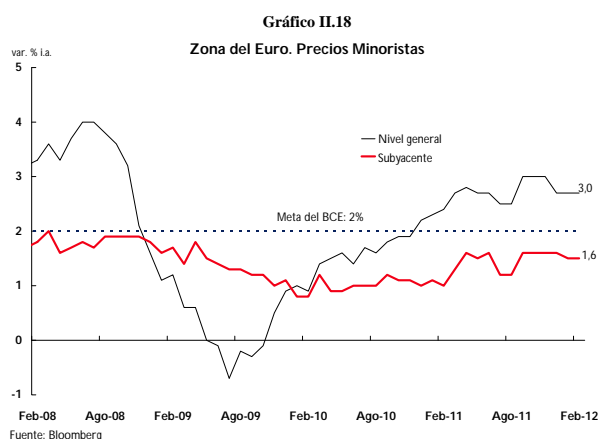
¹ Fijó como objetivo una variación de 2% i.a. del Índice de Precios del Gasto de Consumo Personal (PCE, por su sigla en inglés).



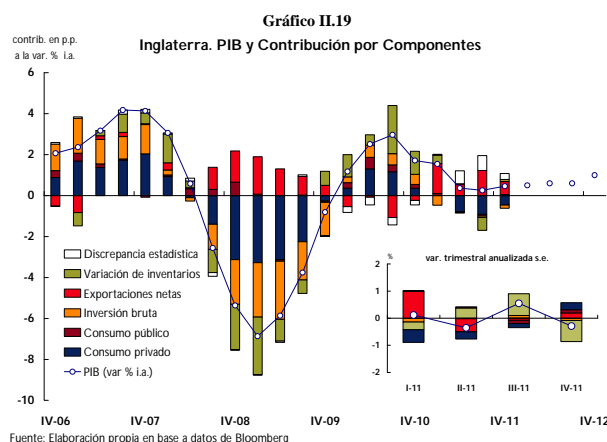
una contracción de la economía de 0,3%, implicando una variación trimestral promedio de -0,1%.

La ausencia de reactivación de la actividad económica dio lugar a un nuevo incremento de la tasa de desocupación, que se ubicó en 10,8% de la PEA, su máximo valor desde julio de 1997 y por encima de los niveles evidenciados en crisis recientes (ver Gráfico II.16). En un análisis desagregado por países se observa una amplia dispersión, con economías como Alemania con una tasa de 5,7% —en niveles históricamente bajos— y otras como Grecia, Irlanda y España donde el desempleo sigue aumentando y se ubica en tasas de dos dígitos (21%, 14,7% y 23,6%, respectivamente).

El elevado nivel de desempleo y la escasez de crédito —influida por el proceso de recapitalización exigido por los reguladores a las entidades financieras—, siguieron impactando negativamente sobre el Consumo privado (ver Gráfico II.17). Si bien la confianza de los consumidores presenta un deterioro respecto de igual período del año previo, se estabilizó en el margen. En tanto, el Consumo público continuó siendo factor de contracción de la demanda agregada como consecuencia de las medidas de ajuste fiscal implementadas en diversos países.



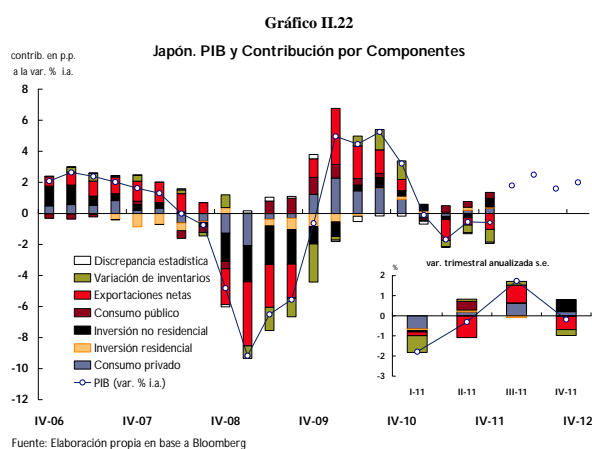
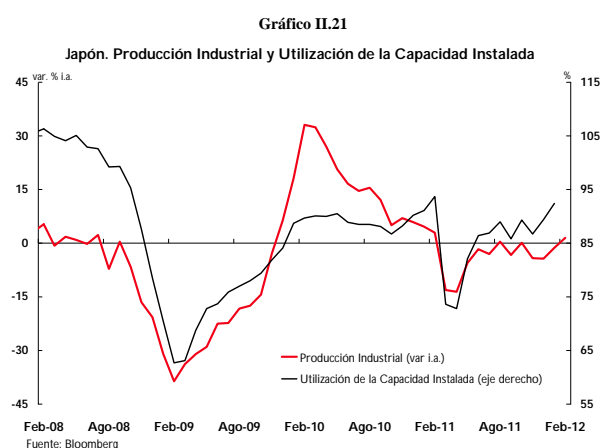
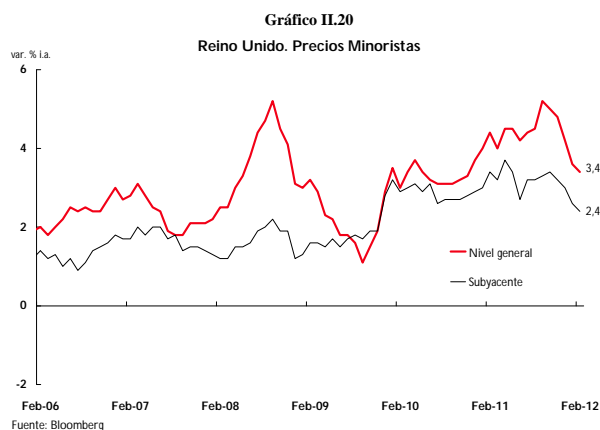
La inflación en la región permaneció por encima de la meta del BCE (2%) al ubicarse en torno a 3%, tasa similar a la de los meses previos (ver Gráfico II.18). Ante la delicada situación macroeconómica y la ausencia de una mayor presión alcista sobre los precios, la autoridad monetaria regional decidió mantener sin cambios su tasa de interés de referencia en 1%.



Asimismo, el BCE continuó instrumentando medidas para evitar una crisis financiera de mayor magnitud. Por un lado, mantuvo la política de compra de bonos de las economías más vulnerables, principalmente de España e Italia y, por el otro, realizó una segunda licitación de las líneas de crédito a mediano plazo y a bajo costo a las entidades financieras². Sin embargo, en un contexto de mayores requerimientos de capitalización para estas entidades financieras, las medidas no redundaron en un aumento o recuperación del crédito al sector privado. Complementariamente, los Estados miembro acordaron adelantar la implementación del nuevo y permanente MEE, incrementando su capacidad de asistencia financiera.

Luego de un largo período de negociaciones, se inició el canje de la deuda soberana griega con los acreedores privados. Esta reestructuración era una de las medidas exigidas para que el país pudiera acceder a un nuevo pa-

² A través de las facilidades denominadas *Long Term Refinancing Operations* (LTRO), con plazos de devolución de 3 años, al 1% de interés anual.



quete de rescate convenido con la UE, el BCE y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

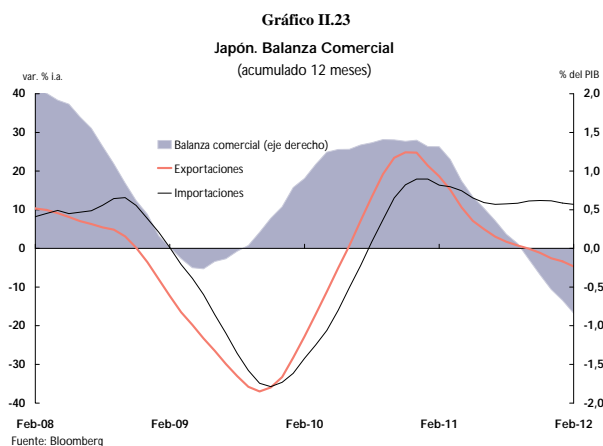
Los resultados del canje exhibieron una elevada aceptación. Debido a los montos involucrados (el total elegible ascendía a €206.000 millones), el canje se constituyó como el más importante de la historia (ver Apartado 3). En tanto, si bien las quitas nominales fueron de 53,5%, representaron casi el 70% en valor presente, destacándose además la inclusión en la oferta a los acreedores de instrumentos contingentes vinculados a la evolución futura del Producto.

En el plano fiscal, las medidas de austeridad implementadas en la región mantuvieron su sesgo procíclico, dificultando así la recuperación de la actividad económica. Asimismo se acordó la unificación de los criterios fiscales, estableciéndose pautas más estrictas de administración de las cuentas públicas que son de difícil cumplimiento para las naciones más vulnerables de la región.

Si bien las tensiones financieras en la región disminuyeron en los primeros meses del año, persisten las dudas acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas de España e Italia —economías de relevante magnitud para la zona del euro con perspectivas negativas de crecimiento—, reflejándose en una suba de los costos de financiamiento para estos países.

La expansión económica del Reino Unido durante 2011 alcanzó 0,7%, pese a la caída trimestral anualizada sin estacionalidad de 1,2% en los últimos tres meses del año pasado, lo que dejó un arrastre estadístico nulo para 2012. El crecimiento interanual del Producto siguió siendo impulsado básicamente por las exportaciones netas, mientras que el Consumo privado y la Inversión contribuyeron negativamente (ver Gráfico II.19). Si bien los fuertes lazos comerciales y financieros con la zona del euro limitan el desempeño de la economía inglesa, los Juegos Olímpicos que se realizarán a mediados de año impactarán favorablemente sobre la actividad económica y las ventas minoristas. Así, 2012 cerraría con un incremento del Producto cercano a 0,4%.

Los precios al consumidor mostraron una marcada desaceleración en los últimos meses y en febrero alcanzaron una variación interanual de 3,4%, su menor nivel desde fines de 2010 (ver Gráfico II.20). En tanto, la inflación subyacente también se moderó en los últimos meses. En este contexto, el Banco de Inglaterra mantuvo la tasa de interés de referencia sin modificaciones y continuó con su programa de compra de activos financieros.



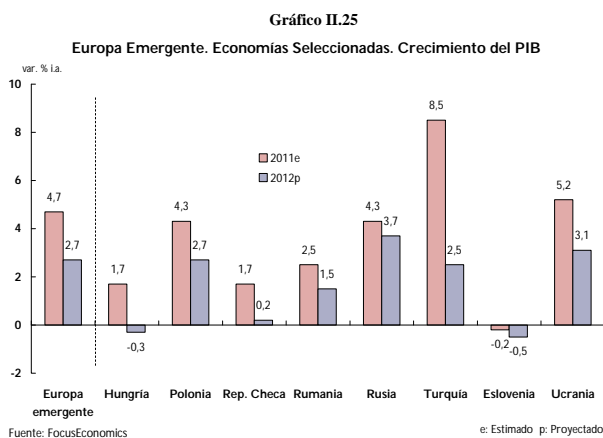
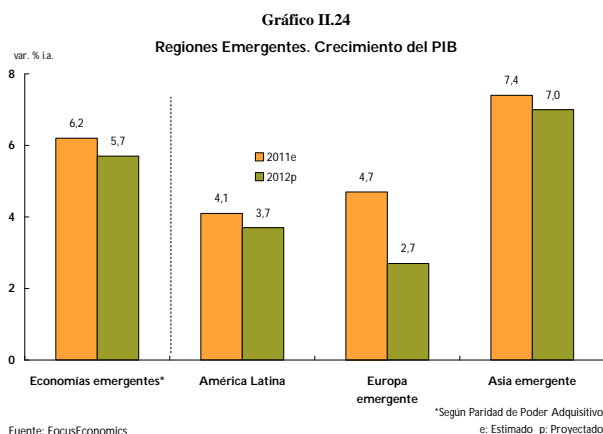
Japón

La economía japonesa evidenció en 2011 dificultades en su proceso de recuperación tras la catástrofe natural de inicios de ese año (terremoto y tsunami), que afectó significativamente la capacidad exportadora del país (ver Gráfico II.21). El Gasto del gobierno y el modesto incremento del Consumo privado no lograron compensar el aporte negativo de las Exportaciones netas (ver Gráfico II.22), por lo que el año 2011 finalizó con una contracción del Producto de 0,9%. En tanto, para 2012 se proyecta un incremento del PIB de 1,9%, previéndose un significativo dinamismo de la Inversión (pública y privada), tanto como consecuencia de la reconstrucción como de la recomposición de inventarios utilizados para atravesar los primeros meses posteriores a la tragedia.

En lo referente al sector externo, los daños sobre la estructura productiva derivados del terremoto y tsunami contribuyeron al marcado deterioro interanual del nivel de exportaciones, que además fue influido negativamente por la desaceleración de sus principales socios comerciales (China y la zona del euro) y la apreciación cambiaria. En tanto, las importaciones continuaron creciendo a un ritmo moderado. Esto derivó en un deterioro significativo de la balanza comercial, que se ubicó en terreno negativo (ver Gráfico II.23).

En enero, el índice de precios al consumidor de Japón verificó una ligera suba interanual (0,1%), luego de tres meses de caídas, mayormente debido al alza de los precios de la energía. En lo que respecta a la inflación subyacente, la misma permanece en terreno negativo desde noviembre de 2008, previéndose que continúe la tendencia deflacionaria. El gobierno espera que la tasa de inflación interanual se mantenga cercana a 0% en los próximos meses.

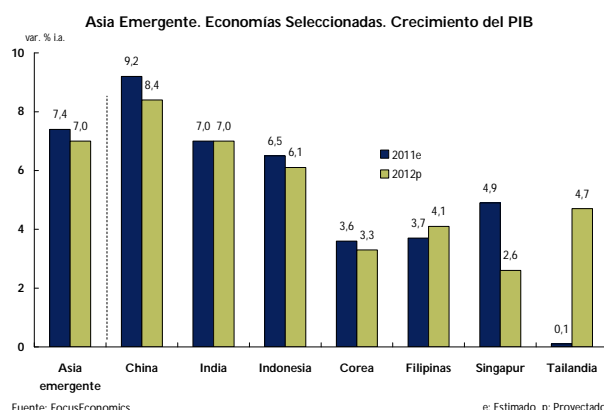
El Banco de Japón decidió en marzo —en una votación unánime— mantener el objetivo de la tasa de interés de referencia de política monetaria en el rango 0%-0,1%, e incrementar su programa de expansión cuantitativa (compra de activos) en US\$25.000 millones (0,4% del PIB de 2012), lo que derivó en una depreciación del yen respecto de las principales monedas del mundo. Si bien en los últimos meses se verificó una ligera depreciación de la moneda japonesa, aún se mantiene significativamente apreciada en términos reales desde una perspectiva histórica.



II.4 Economías Emergentes

Las regiones emergentes mostraron una moderación relativa en su ritmo de crecimiento, como consecuencia

Gráfico II.26



del impacto producido por la desaceleración económica en el mundo desarrollado. No obstante, siguieron siendo las principales impulsoras de la expansión global. Así, se estima que estas economías crezcan en torno a 5,7%³ en 2012 y eleven nuevamente su participación en el PIB mundial hasta alcanzar 49,9% (ver Gráfico II.24).

El mejor comportamiento relativo de las economías en desarrollo y la menor aversión a activos percibidos como más riesgosos por los inversores llevaron a una afluencia de los flujos de capitales hacia estas regiones que derivó en la apreciación de diversas monedas emergentes. Sin embargo, recientemente, ante el deterioro de las condiciones de financiamiento en algunos países de la zona del euro, se observó cierta reversión de los flujos financieros, retrotrayendo las valuaciones relativas de las divisas hasta niveles cercanos a los de inicios de año.

Los bancos centrales de los países emergentes realizaron escasos cambios en la política monetaria y, en algunos casos, continuaron con el sesgo expansivo. Por su parte, la existencia de un espacio para la aplicación de políticas fiscales contracíclicas permite proyectar que las economías emergentes continuarán impulsando el crecimiento global.

Europa Emergente

La recesión en la zona del euro impacta especialmente en el grupo de los países emergentes de Europa, tanto a través del canal comercial como del financiero. Así, las estimaciones de crecimiento se corrigieron a la baja, ubicándose en 2,7% para 2012 (ver Gráfico II.25). Aquellas economías relativamente más pequeñas y fuertemente orientadas al comercio exterior, como Hungría y Eslovenia, podrían verificar incluso una caída de su Producto.

En este contexto de marcada desaceleración de la actividad económica, se espera un aumento del desempleo en la zona y una merma de las presiones inflacionarias para el presente año. Cabe señalar que, a diferencia de otras regiones emergentes, los planes de consolidación fiscal existentes en estos países limitarán la capacidad de los gobiernos para implementar medidas de política contracíclica.

Asia Emergente

Asia emergente sigue siendo una de las regiones más dinámicas, proyectándose para 2012 un crecimiento del PIB de 7%, levemente por debajo de lo estimado un trimestre atrás (ver Gráfico II.26). Se espera que China e India, las dos mayores economías de la región, continúen liderando este crecimiento (ver Gráfico II.27). La principal preocu-

Gráfico II.27

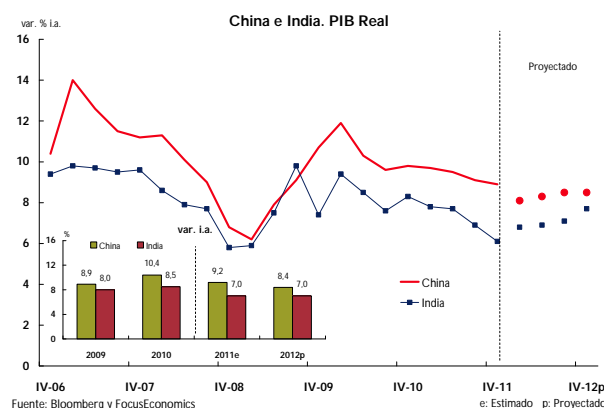
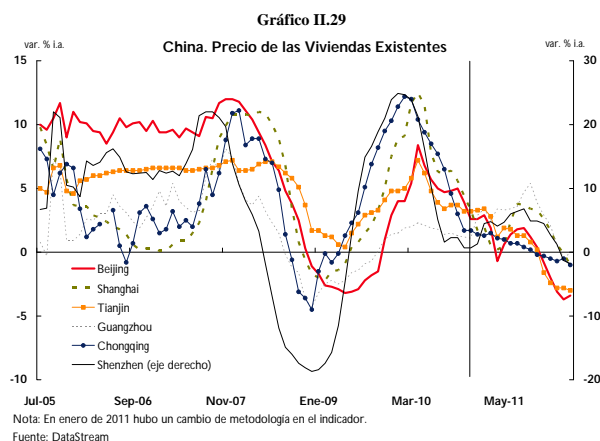


Gráfico II.28



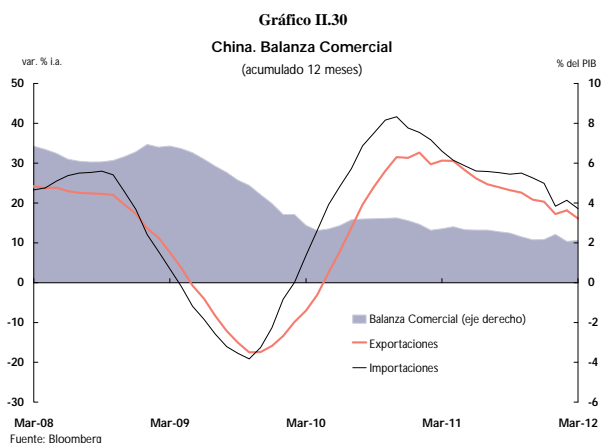
³ Dato elaborado en base a las proyecciones de FocusEconomics, considerando la participación de los bloques en el Producto mundial según la Paridad de Poder Adquisitivo (PPA).



pación sobre el desempeño de los países asiáticos sigue siendo el menor crecimiento en los países avanzados, que pone un freno a la posibilidad de seguir expandiendo sus exportaciones. En particular, una importante fracción de las ventas externas de China se destina a los Estados Unidos, la zona del euro y Japón, fundamentalmente de bienes industriales y con alto valor agregado.

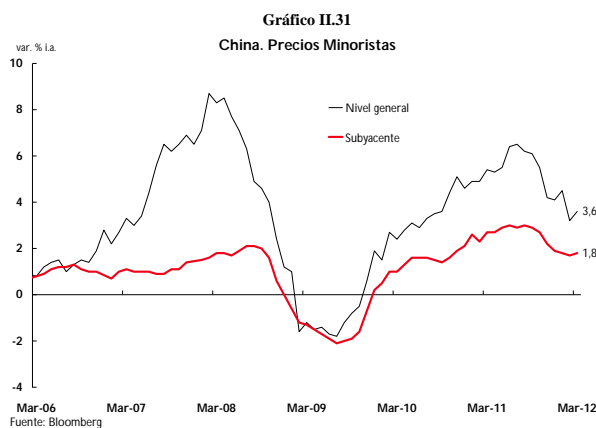
En línea con lo observado en 2011, el incremento del PIB de China continuaría moderándose durante el presente año (ver Gráfico II.28). En efecto, las perspectivas anticipan una expansión de 8,4%, 0,8 p.p. menos que en 2011. Cabe destacar que el gobierno chino anunció que la meta de crecimiento para 2012 se estableció en 7,5%, contrastando con el 8% fijado durante los 7 años previos.

A nivel industrial siguieron observándose tasas de expansión de dos dígitos, pero con cierta desaceleración en los meses recientes. Las expectativas de los productores sugieren que la expansión de la actividad manufacturera seguirá moderándose, aunque continuaría creciendo a tasas elevadas.



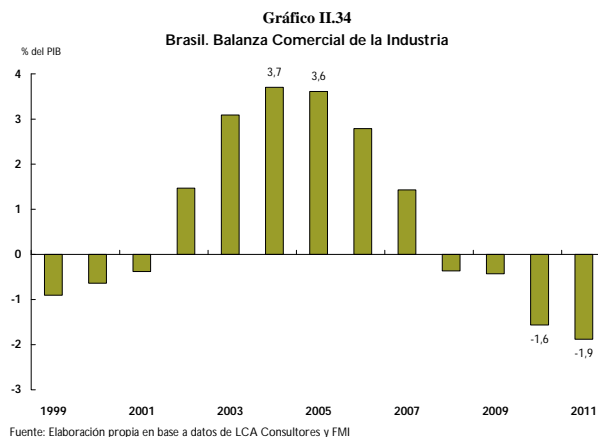
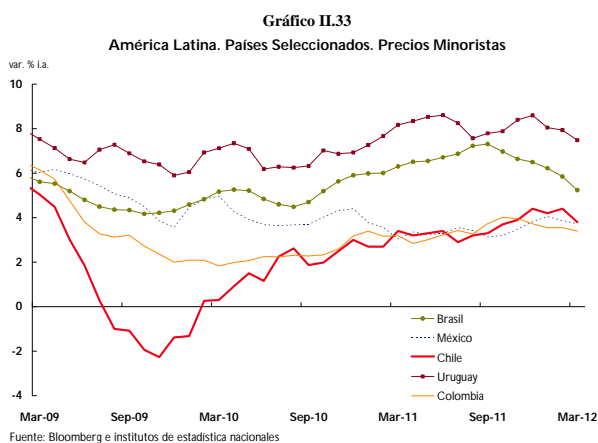
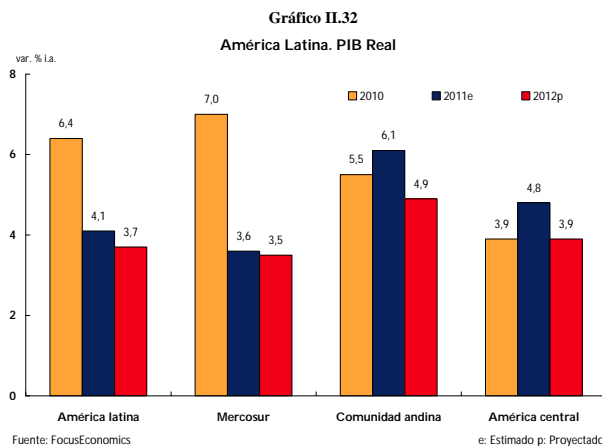
Por otra parte, el mercado inmobiliario chino evidenció ciertas reducciones en los precios durante los últimos meses (ver Gráfico II.29). Una continuidad en el deterioro de la actividad de las ramas asociadas al desarrollo inmobiliario podría llevar a una ralentización de la actividad económica, dada la gran participación de este tipo de inversión en el crecimiento económico del país.

En lo referido a la demanda externa, en los últimos meses continuó ajustándose a la baja el saldo comercial, a raíz de un menor ritmo de incremento de las exportaciones respecto de las importaciones (ver Gráfico II.30). Esta tendencia seguiría en el corto y mediano plazo, debido a la menor demanda externa proveniente de los países avanzados y a la decisión del gobierno de ir dando gradualmente una mayor orientación de la economía hacia el mercado interno. Por su parte, la apreciación del renminbi chino respecto del dólar estadounidense, en un contexto de inflación moderada y significativa suba del salario real, también habría influido sobre el rebalce de la demanda.



La inflación minorista se ubicó en torno a 3,6% i.a. en marzo, marcando una significativa desaceleración en los últimos 7 meses y alcanzando valores mínimos desde septiembre de 2010 (ver Gráfico II.31).

En este contexto, en febrero el Banco Popular de China (BPC) decidió reducir la tasa de encaje bancario, acumulando así dos bajas en los últimos tres meses. De acuerdo a la autoridad monetaria, la medida buscó estimular



el crédito bancario en un escenario de débil demanda mundial y moderación de la expansión del gasto interno. No obstante, el BPC decidió en su última reunión de política monetaria mantener su tasa de interés de referencia sin modificaciones.

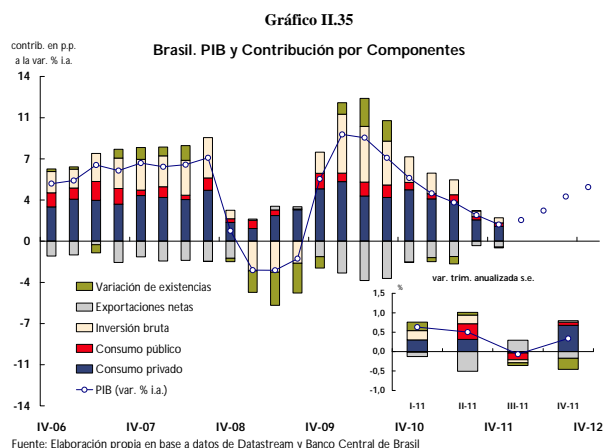
Por su parte, la actividad económica en India presentó cierta moderación, aunque todavía se mantiene creciendo a un ritmo elevado. Tras el menor dinamismo mostrado por la economía a comienzos del año, se espera un repunte de la actividad hacia mediados del mismo como consecuencia de las mayores inversiones contempladas en el 12° plan quinquenal. De esta manera, para 2012 se proyecta una tasa de expansión del PIB similar a la de 2011 (7%). En este marco, la autoridad monetaria redujo recientemente su tasa de interés de referencia hasta 8,0% (-0,5 p.p.), la primera baja desde octubre pasado, cuando se interrumpió el ciclo alcista de la misma.

América Latina

América latina sigue siendo, junto con Asia emergente, una de las regiones más dinámicas del mundo a pesar de cierta moderación en su ritmo de crecimiento en los últimos trimestres. La mayoría de las economías de la zona evidenciarían un menor crecimiento del Producto este año, con la probable excepción de Brasil, que en 2011 creció 2,7%. Así, el incremento del PIB previsto para América latina durante 2012 sería de 3,7% (ver Gráfico II.32).

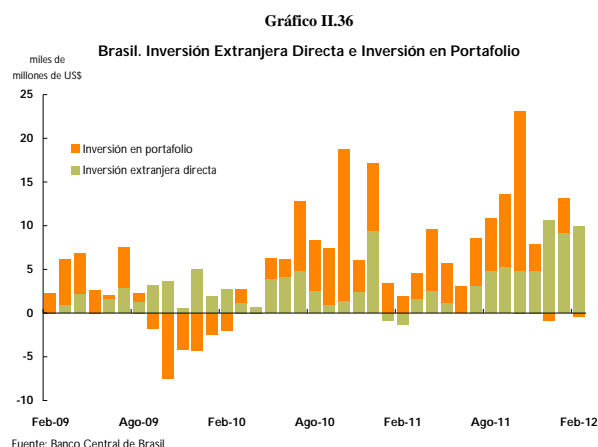
En el frente externo, se estima que el déficit de Cuenta corriente se ubicaría en torno a 1,6% del Producto en 2012, con una leve mejoría respecto de lo proyectado un trimestre atrás, aunque incrementándose respecto de 2011. Sin embargo, continúa la heterogeneidad dentro de la región. Así, países como Venezuela y Bolivia registrarían superávits externos, al tiempo que Ecuador, Colombia y Paraguay exhibirían los mayores déficits en relación al tamaño de sus economías.

La inflación se desaceleró en las economías más grandes de América latina, previéndose para el presente año un menor ritmo de incremento de los precios para diversas naciones (ver Gráfico II.33). Los países de la región optaron una vez más principalmente por priorizar el crecimiento económico, lo que se refleja en la decisión de algunos bancos centrales de reducir las tasas de interés de referencia. A pesar de la incertidumbre a nivel global, la menor aversión al riesgo llevó a una búsqueda de activos más rentables, principalmente de emergentes. Este proceso dio lugar a la apreciación de gran parte de las monedas de América latina frente al dólar, aunque esta tendencia comenzó a revertirse recientemente.



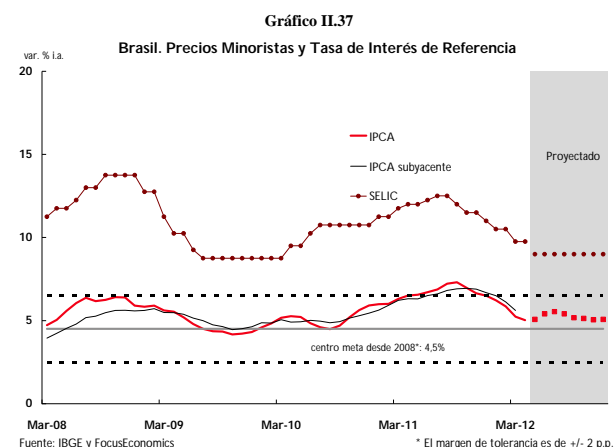
En Brasil se moderó el crecimiento de la actividad económica, especialmente a partir de la merma en la actividad industrial afectada por la disminución en la competitividad externa del sector que derivó en un fuerte deterioro del saldo comercial manufacturero (ver Gráfico II.34).

Por el lado de la demanda, en los últimos trimestres la desaceleración se explicó por las menores contribuciones de los componentes asociados a la demanda interna (Inversión y Consumo —que de todas formas siguió siendo el principal impulsor del crecimiento—). Este comportamiento se vio parcialmente compensado por una menor contribución negativa de las Exportaciones Netas, respondiendo principalmente a una mayor desaceleración del incremento de las importaciones que el evidenciado para las exportaciones (ver Gráfico II.35).

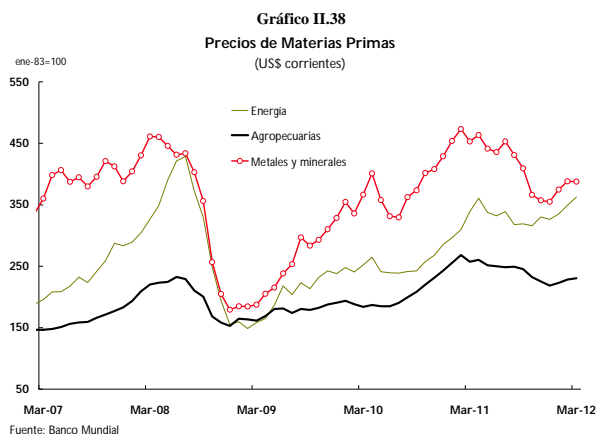


Esta tendencia se habría mantenido en el primer trimestre del año, según sugiere la evolución de los indicadores adelantados y de las expectativas. Sin embargo, los diversos estímulos introducidos en los últimos meses (fiscales, monetarios y el efecto expansivo de la suba real del salario mínimo) brindarían un nuevo impulso a la economía en el año. A esta evolución se sumaría también la inversión en infraestructura relacionada con los eventos deportivos internacionales a realizarse en los próximos años (Mundial de Fútbol en 2014 y Juegos Olímpicos en 2016). Así, para 2012 el Banco Central de Brasil (BCB) proyecta una expansión económica de 3,3%, superando de esta manera el crecimiento registrado en 2011.

La entrada de capitales a Brasil continuó generando presiones hacia la apreciación cambiaria (ver Gráfico II.36), ante lo cual el BCB intervino sistemáticamente en el mercado de cambios en tanto que el gobierno amplió el alcance del Impuesto sobre las Operaciones Financieras sobre todas las transacciones con plazos inferiores a los 5 años. El tipo de cambio real se mantiene apreciado respecto al promedio de la última década. En este marco de pérdida de competitividad externa de la economía y de menor dinamismo de sus socios comerciales en las regiones desarrolladas, el saldo deficitario de la Cuenta corriente brasileña se ubicaría en 2,7% del PIB en 2012, aumentando respecto al año pasado.



El ritmo de crecimiento de los precios minoristas brasileños se redujo en los últimos meses, al alcanzar una variación interanual de 5,8% en febrero, la más baja desde noviembre de 2010 (ver Gráfico II.37). En un marco de menor dinamismo de la actividad y moderación en la tasa de crecimiento de los precios, el BCB redujo nuevamente su tasa de interés de referencia del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC), incluso a un



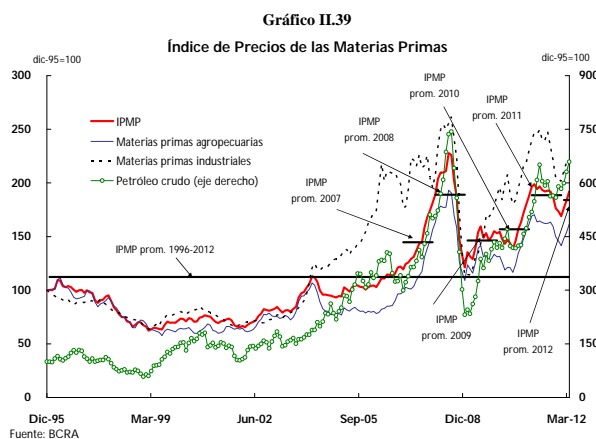
Cuadro II.1
Estimación de Oferta y Demanda Mundial de Granos

		Campaña 2010/11 (millones de toneladas)	Campaña 2011/12 (millones de toneladas) ENERO	Campaña 2011/12 (millones de toneladas) ABRIL	Variación Enero- Abril (%)
Soja	Oferta total*	324,2	325,6	309,3	-5,0
	Demanda total	251,2	259,3	253,2	-2,4
	Stocks finales	69,1	63,4	55,5	-12,5
Trigo	Oferta total*	853,6	891,4	893,0	0,2
	Demanda total	654,8	681,4	686,8	0,8
	Stocks finales	198,7	210,0	206,3	-1,8
Maíz	Oferta total*	973,1	996,1	990,0	-0,6
	Demanda total	848,1	868,0	867,3	-0,1
	Stocks finales	125,0	128,1	122,7	-4,2
Arroz	Oferta total*	544,4	558,6	562,0	0,6
	Demanda total	446,1	458,5	458,8	0,0
	Stocks finales	98,4	100,1	103,3	3,2

*La Oferta total incluye la producción total + stocks iniciales

Estimado a abril 2012

Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA



ritmo superior al que venía aplicando, dando muestras de su intención de priorizar el crecimiento económico.

Los otros dos principales socios comerciales de la Argentina en América latina, México y Chile, presentarían expansiones de la actividad económica en 2012 de 3,2% y 4,3%, respectivamente, implicando moderaciones respecto de 2011.

Las proyecciones de crecimiento de México aumentaron levemente respecto de un trimestre atrás, dado su fuerte nexo económico con los Estados Unidos y la mejora reciente de la actividad económica en ese país. En este marco, la autoridad monetaria mantuvo inalterada la tasa de interés de referencia (desde julio de 2009) priorizando proteger el nivel de actividad, en un contexto en el que la moneda mexicana permaneció relativamente depreciada frente al dólar estadounidense. Por su parte, el Banco Central de Chile, luego de sostener desde junio de 2011 la tasa de interés de referencia en 5,25%, en enero de 2012 redujo la misma en 25 puntos básicos (p.b.).

II.5 Precios de las Materias Primas

En los primeros meses del año, los precios de las materias primas, tanto agropecuarias como industriales, exhibieron aumentos generalizados y se mantuvieron en niveles históricamente elevados (ver Gráfico II.38). Los *commodities* agropecuarios acumularon a marzo de 2012 una suba de 5,5%, seguidos por los metales y minerales con una expansión de 9,2% y la energía con un aumento de 11%. En términos interanuales, las cotizaciones de las materias primas agropecuarias y los metales y minerales se encuentran 10,5% y 14,4% por debajo de los valores de un año atrás. En tanto, los precios de la energía crecieron 6,9% respecto a marzo de 2011.

El aumento en los primeros tres meses del año de los precios internacionales agrícolas respondió en gran medida a los recortes en las previsiones de producción mundial de los principales granos, en un marco de sostenida demanda de estos productos (ver Cuadro II.1). Por su parte, los precios de la energía y de los metales y minerales se incrementaron en respuesta a la mejora de algunos indicadores económicos, principalmente de los Estados Unidos, a lo que se sumó, en el caso del petróleo, los temores sobre los problemas de suministro que podrían producirse dada la evolución de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente y el Norte de África que involucran a países productores.

En este marco, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA —que refleja la evolución ponderada de las cotizaciones de los produc-

tos primarios más relevantes en las exportaciones argentinas— aumentó 6,4% en promedio durante el último trimestre, al tiempo que disminuyó 6,3% en términos interanuales (ver Gráfico II.39).

Las cotizaciones de los *commodities* se mantendrían en niveles similares a los actuales, aunque no exentas de volatilidad, influidas por las condiciones climáticas y la trayectoria de la actividad económica mundial, entre otros factores.

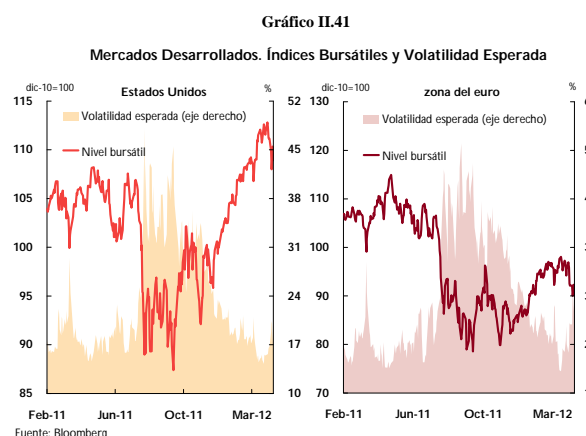
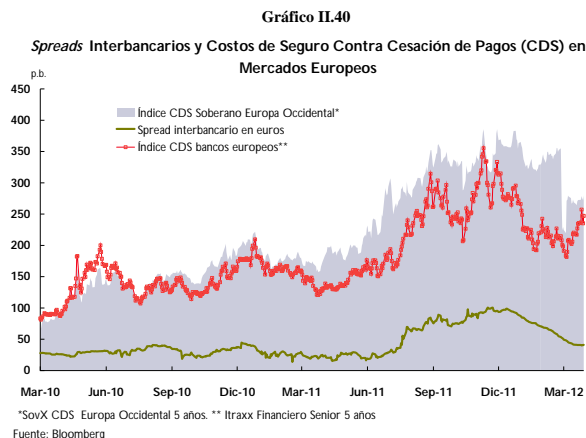
Si bien las cotizaciones se vieron afectadas por factores coyunturales, existen características estructurales que continuarán dando soporte a éstas en el mediano plazo, fundamentalmente para los productos agropecuarios (ver Apartado 1).

II.6 Mercados Financieros Internacionales y Flujos de Capitales

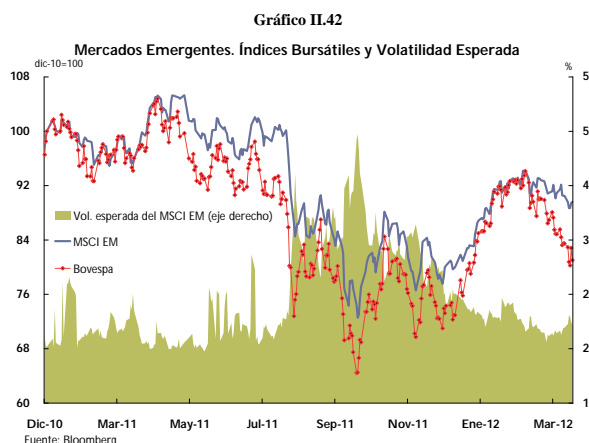
En contraste con el contexto de alta volatilidad observado en los últimos meses de 2011, en lo que va de 2012 predominó una tendencia a la recuperación en los mercados internacionales, cambio de comportamiento que estuvo en buena parte vinculado a ciertas acciones de política en los países desarrollados. Las inyecciones de liquidez a 3 años de plazo implementadas por el BCE y medidas como el canje de deuda de Grecia con acreedores privados y la aprobación de un nuevo acuerdo de asistencia externa con la UE y el FMI permitieron que se debilitaran las hipótesis más extremas respecto a la crisis en Europa. Esto se evidenció en un menor costo de financiamiento para las economías más vulnerables y una corrección a la baja en los diferenciales en el mercado interbancario (Gráfico II.40).

La mejora del contexto entre enero y marzo permitió que se recuperara el apetito por activos de mayor riesgo relativo, aunque hacia fines de marzo y principios de abril esta tendencia se debilitó dada la persistencia de problemas en Europa y el resurgimiento de la preocupación con respecto al ritmo de crecimiento global. Así, las dudas con respecto a la sustentabilidad de la deuda griega⁴ y el aumento en las últimas semanas en el riesgo percibido para España mantienen en Europa los *spreads* soberanos y para la deuda bancaria en niveles históricamente altos.

Más allá del deterioro en las condiciones financieras internacionales registrado en las últimas semanas, en lo que va del año el balance para los mercados de activos financieros es positivo. En lo que respecta a los mercados de

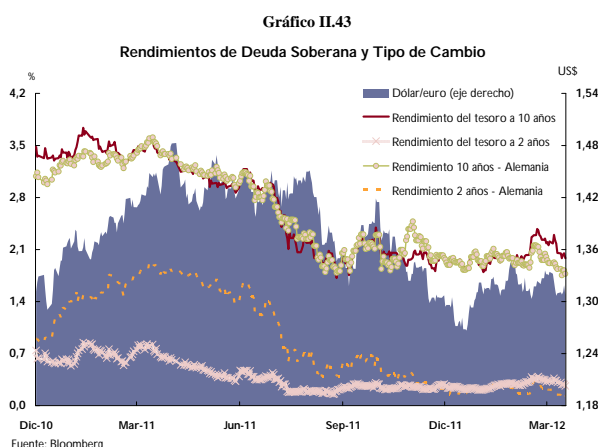


⁴ Tal como lo evidencian los altos retornos de los nuevos bonos a 10 años emitidos en el Canje de deuda reciente.



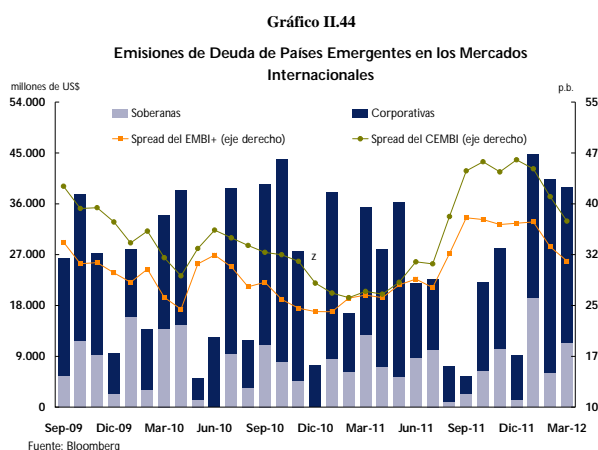
renta variable, en lo que va del año los principales índices de los Estados Unidos y Europa repuntaron 9% y 5%, respectivamente⁵ (Gráfico II.41). Esto se dio en un contexto de recortes en los índices de volatilidad esperada para las acciones de estos mercados hasta niveles que no se registraban desde mediados de 2008 —aunque en abril la volatilidad esperada pasaba a ampliarse—.

Entre las bolsas de las economías emergentes también prevaleció una tendencia positiva en lo que va del año, con el índice *Morgan Stanley Capital International* para la generalidad de los emergentes (MSCI EM) ganando 12% en dólares (Gráfico II.42). Un comportamiento similar tuvo el agregado de las bolsas de América latina, con el Bovespa brasileño acumulando en lo que va del año una mejora de 11% en dólares. Por su parte, la volatilidad implícita en los derivados de acciones de los mercados emergentes también tendió a recortarse hasta valores similares a los de mediados de 2011, pasando a ampliarse más recientemente.



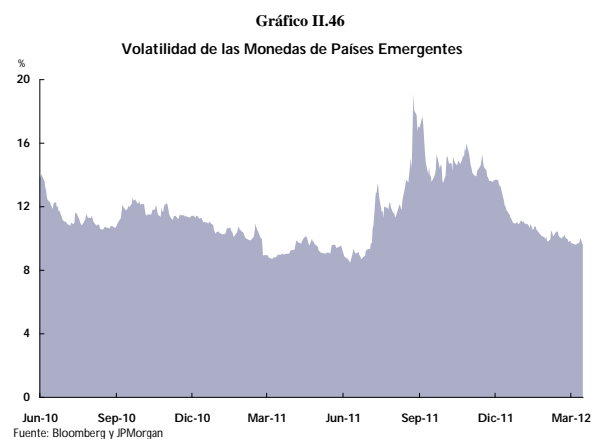
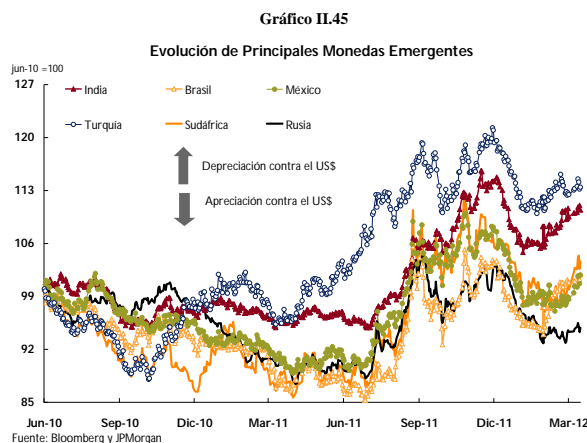
A pesar de la creciente demanda por activos de mayor riesgo relativo, los rendimientos a 10 años de la deuda de los Estados Unidos se mantuvieron en un rango de 1,8%-2,3% (Gráfico II.43). Esto obedeció a diversos factores, incluyendo las expectativas sobre una nueva ronda de compras de activos por parte de la Fed y la instrumentación de su política de rebalanceo de cartera —favoreciendo la compra de instrumentos de mayor plazo—.

Por su parte, los márgenes de tasa exigidos en el mercado secundario para la deuda soberana emergente continuaron bajando hasta las últimas semanas de marzo, y luego comenzaron a ampliarse. El *spread* del *Emerging Markets Bond Index* (EMBI+) acumula en lo que va de 2012 una contracción de 40 p.b., aunque se mantiene más de 100 p.b. por encima de sus mínimos de 2011. En este contexto, las emisiones de deuda de economías emergentes mostraron un claro dinamismo durante los primeros meses de este año, tanto para las colocaciones soberanas como para las corporativas. Entre enero y marzo el monto colocado en términos agregados se duplicó respecto al trimestre previo, mientras que de forma interanual se dio un aumento de casi 40% (Gráfico II.44).



Con respecto a los flujos de portafolio, los fondos de inversión especializados en acciones de economías emergentes revirtieron la tendencia de los dos últimos trimestres de 2011 y pasaron a registrar fuertes suscripciones entre enero y marzo —compensando parcialmente las salidas netas previas—, aunque en las primeras semanas de abril volvían a registrarse salidas. Las entradas netas del primer trimestre estuvieron concentradas en fondos globa-

⁵ Ambos medidos en dólares.



les y en aquellos que invierten específicamente en acciones de Asia. En lo que respecta a fondos especializados en instrumentos de renta fija de economías emergentes, en el primer trimestre registraron la entrada más alta desde el tercer trimestre de 2010, impulsadas por las inversiones en instrumentos de deuda en moneda extranjera.

El dólar mostró un patrón cambiante contra el euro en los últimos meses, con debilitamiento en enero y febrero y una posterior apreciación. La moneda norteamericana acumula en lo que va de 2012 una depreciación de casi 1% contra el euro, tras una revalorización de más de 10% en la segunda mitad de 2011. Sobre este comportamiento incidieron el anuncio de la extensión del período esperado de bajas tasas de interés en los Estados Unidos, la percepción de menores tensiones en Europa que predominó en los primeros meses del año y una reversión de las posiciones netas vendidas en euros de agentes no comerciales en los mercados de futuros.

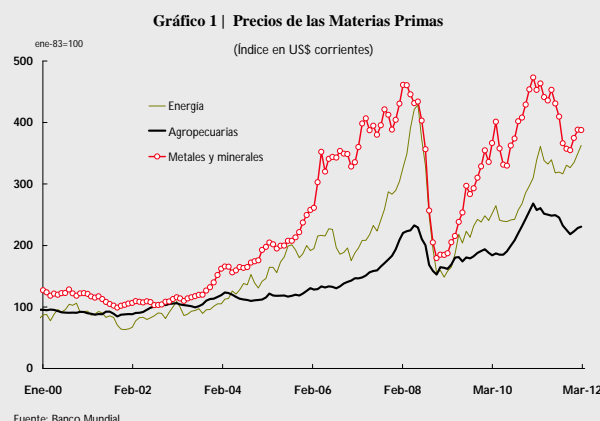
Por su parte, el promedio de las monedas de economías emergentes se revalorizó más de 2% contra el dólar en lo que va del año, luego de depreciarse 10% durante el segundo semestre de 2011, registrando asimismo una menor volatilidad (ver Gráficos II.45 y II.46). En términos regionales, el promedio de las divisas de EMEA⁶ y de América Latina registraron avances más marcados que en Asia en el trimestre. En América latina se destaca que el real brasileño, tras apreciarse 8% contra el dólar en los primeros dos meses del año, pasó a desvalorizarse en marzo.

En principio se mantienen las perspectivas favorables para los activos de las economías emergentes, en función del escenario de alta liquidez en los mercados desarrollados y el sostén esperado para las cotizaciones de las materias primas. No obstante, a principios del segundo trimestre de 2012 los mercados financieros internacionales pasaban a evidenciar una mayor cautela, y no se descarta la ocurrencia de nuevos episodios de tensión que condicionen el comportamiento de los mercados financieros de las economías emergentes. En función de la existencia de factores de riesgo en Europa y ante la posibilidad de que se produzcan nuevos ajustes en las expectativas de crecimiento global, podría llegar a verificarse una reversión en el apetito por riesgo de los inversores que termine afectando a los activos de las economías emergentes.

⁶ Europa, Medio Oriente y África, por su sigla en inglés.

Apartado 1 / Evolución reciente de los precios de las materias primas

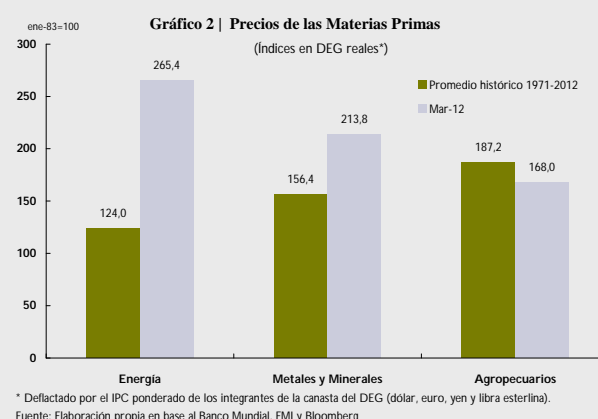
En los primeros meses de este año los precios de los *commodities* revirtieron su tendencia decreciente iniciada a mediados de 2011. Impulsados por factores coyunturales, que se sumaron a las presiones alcistas subyacentes en estos mercados, alcanzaron al cierre del trimestre niveles similares a los máximos de las últimas tres décadas —fundamentalmente en el caso de la energía y de los metales y minerales—. Si bien se espera que los precios de los *commodities* se mantengan en torno a los valores actuales —en un escenario de elevada liquidez y mayor apetito por el riesgo— no puede descartarse que en un contexto de incertidumbre global como el vigente, cambios en la evolución del clima o la profundización de tensiones geopolíticas impriman mayor volatilidad en las cotizaciones.



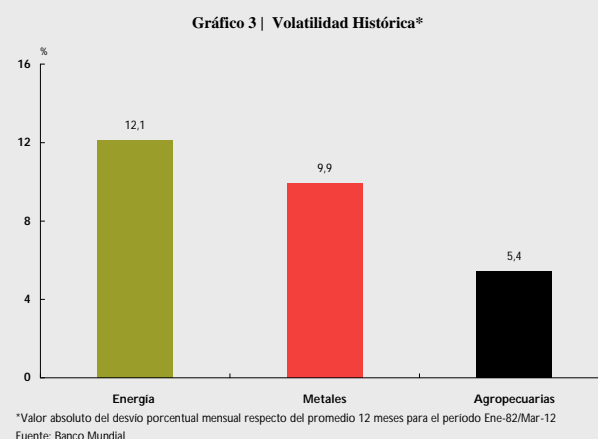
Los precios de las materias primas se ubicaron en niveles históricamente elevados durante el primer trimestre de 2012. Los *commodities* energéticos acumularon en este período una suba de 11%, seguidos por los metales y minerales, que aumentaron 9,2%, y por último por los productos agropecuarios, con un alza de 5,5% (ver Gráfico 1). Los precios de la energía alcanzaron los niveles más elevados desde agosto de 2008 (previos al inicio de la profundización de la crisis financiera internacional), y si bien los productos agropecuarios y los metales y minerales también recuperaron terreno aún se ubican 14% y 18% por debajo de los picos alcanzados a inicios de 2011, respectivamente. A diferencia de la energía y de los metales y minerales, los precios de los productos agropecuarios se encuentran en niveles levemente por debajo del valor promedio histórico y han exhibido una menor volatilidad que la de los otros agrupamientos (ver Gráficos 2 y 3).

Diversos factores estructurales han predominado en los últimos años determinando la trayectoria creciente sobre las cotizaciones de los *commodities*, particularmente de los alimentos. Entre los mismos, se destacan, además de los aspectos demográficos —como el aumento de la población mundial y de la esperanza de vida—, el fuer-

te crecimiento económico de los países emergentes que origina una mayor demanda no sólo de energía y metales y minerales —requeridos para la mayor producción— sino también de alimentos, dado que a partir del alza de los ingresos de la población se favorece al cambio en los hábitos alimenticios por una dieta más rica en proteínas. Además, incidió el crecimiento de la industria de los biocombustibles, al generar una mayor demanda de granos como insumos.



A estas características subyacentes de los mercados de productos primarios en los últimos meses se sumaron diversos eventos coyunturales que contribuyeron al alza de sus cotizaciones.



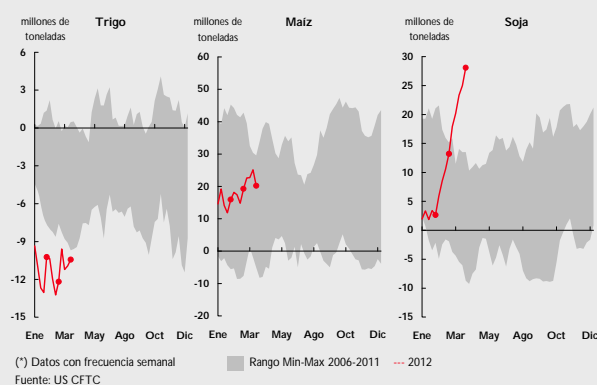
Para el caso de los productos agrícolas afectaron las adversas condiciones climáticas, como la ola de frío en Europa o sequía en Sudamérica, y desastres naturales, como las graves inundaciones en Tailandia a fines del año pasado. Las menores proyecciones de producción agrícola se combinaron con la previsión de una demanda sostenida para estos productos, originando que los niveles stock-consumo de los principales granos se ubicaran por debajo de los registros de la campaña previa. En el mercado de maíz se observó incluso que esta

relación stock-consumo alcanzó los mínimos registros de los últimos 38 años.

Adicionalmente, ciertos cambios en las regulaciones y las intervenciones estatales, como el caso de los incentivos gubernamentales para sostener los precios del arroz en Tailandia —el principal exportador de este producto—, generaron presiones alcistas sobre estas cotizaciones.

En tanto, la evolución de los precios agrícolas se vio influenciada también por el efecto de los cambios de posicionamiento de los especuladores financieros especializados en activos asociados. Los mercados de futuros y opciones financieras en los que cotizan estos *commodities* estuvieron atentos a las novedades climáticas en América del Sur. Durante el trimestre, el interés abierto agregado de los principales productos agrícolas se elevó, al tiempo que se observó un fuerte aumento de las posiciones compradas netas en soja de los agentes no comerciales, comportamiento consistente con la expectativa del mercado de nuevas alzas en el precio de la oleaginosa en los próximos meses (ver Gráfico 4). Este comportamiento del mercado financiero en el caso de la soja constituye a su vez un riesgo sobre la evolución futura de su cotización, debido a que podrían verificarse fuertes reducciones en el precio en caso de que los inversores decidan bruscamente modificar su posición especulativa.

Gráfico 4 | Posiciones Compradas Netas con Fines No Comerciales*



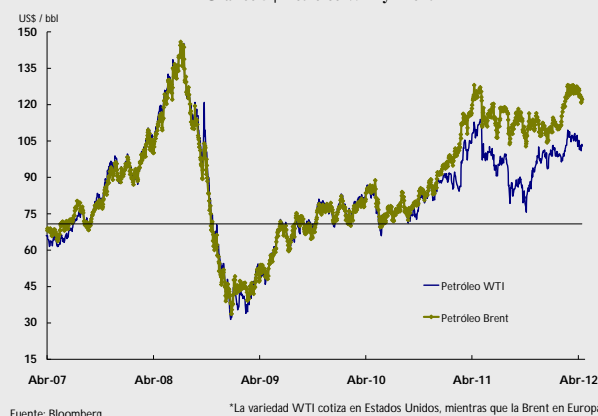
Por su parte, la evolución de la situación geopolítica en Medio Oriente y el Norte de África se reflejó en fuertes aumentos del precio del petróleo, al ponderar los riesgos sobre el abastecimiento energético futuro. La escalada de tensiones en Irán y las preocupaciones respecto a la inestabilidad política en Corea del norte resultaron factores determinantes de los precios de la energía en los últimos meses (ver Gráfico 5). En tanto, la relación de interdependencia entre los precios del petróleo y la configuración de incentivos para la elaboración de biocombustibles constituyó un mecanismo de retroalimentación sobre los precios (principalmente del maíz, de la soja y de la caña de azúcar).

La incertidumbre en torno a la evolución de la economía global —en la cual la crisis de deuda de la zona del euro

y los riesgos de una mayor desaceleración de la economía global continuaron resultando gravitantes— también aportó volatilidad a los precios de las materias primas.

La volatilidad en las plazas financieras internacionales se transmitió al precio de los *commodities* a partir del comportamiento de los mercados cambiarios, donde la depreciación del dólar frente a sus principales socios comerciales a inicios de año presionó al alza, exhibiendo posteriormente un efecto inverso desde fines del primer trimestre.

Gráfico 5 | Petróleo WTI y Brent*



La persistencia de factores estructurales hacen prever que las cotizaciones de los *commodities* se mantendrán en niveles similares a los actuales, aunque operando en marcos de volatilidad. Las tendencias demográficas globales sugieren que la demanda de materias primas continuará en ascenso en el mediano plazo⁷. Adicionalmente, el desarrollo de la demanda de granos para la producción de biocombustibles permanece como un impulsor de las cotizaciones. Por último, las previsiones relacionadas con el nuevo ciclo agrícola 2012/2013 en los próximos meses comenzarán a impactar en los mercados. Así, las perspectivas de mediano y largo plazo para las materias primas siguen siendo favorables para incentivar una mayor inversión en la producción de estos bienes.

⁷ Para mayor información ver el informe **Panorama Global de Commodities** de Marzo de 2012 (BCRA).

III. Actividad Económica

III.1 Síntesis

La actividad económica siguió creciendo en los primeros tres meses del año, principalmente por el aumento de la demanda interna y en menor medida de la demanda del exterior, registrando una moderación en el ritmo de expansión tal cual lo previsto en el anterior **Informe de Inflación**.

Dentro de los componentes de la demanda, la Inversión se incrementó a una tasa inferior a la de los trimestres previos. La adquisición de Equipo durable de producción fue el componente que más incidió en el aumento de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) secundado por la Inversión en construcción.

El Consumo privado permaneció como el principal aportante al incremento de la economía en el primer trimestre. El aumento de los ingresos, originado en un mercado laboral consolidado y en las políticas públicas focalizadas hacia los sectores de menores ingresos, permitió a las familias elevar sus gastos en consumo en el inicio del año. También contribuyeron al alza del gasto de los hogares las alternativas de financiación disponibles, que se reflejaron en un aumento del crédito al consumo. Por su parte, el Consumo público mantuvo su tendencia positiva, con una expansión similar a la de los trimestres anteriores.

Las cantidades exportadas se elevaron en los primeros meses de 2012. Los envíos al exterior de productos primarios crecieron con fuerza, al tiempo que el aumento en las ventas de productos industriales reflejó la desaceleración económica de nuestros socios comerciales.

Por el lado de la oferta, la producción de bienes se incrementó a un ritmo moderado en los primeros meses del año, a partir de un menor dinamismo de la industria y de la construcción con respecto a los períodos previos. El sector agropecuario exhibió una leve suba en el trimestre, producto de una expansión de la ganadería que compensó la caída de la actividad agrícola de la campaña 2011/12. En relación a los servicios, el comercio mayorista y minorista, la intermediación financiera y el transporte y las comunicaciones fueron los sectores que se elevaron en mayor cuantía y que contribuyeron de manera más significativa al crecimiento de la actividad.

Por último, las cantidades importadas disminuyeron su ritmo de expansión en los primeros meses del año, con una dinámica heterogénea de los diversos tipos de bienes. En el primer bimestre se redujeron las importaciones de bienes de capital, mientras que las compras de piezas y accesorios permanecieron en alza pero creciendo a tasas menores. Las compras de bienes de consumo exhibieron una suba, mientras que las compras de energía se elevaron moderadamente.

Para lo que resta de 2012 se espera una evolución positiva de la actividad económica, expandiéndose a tasas más moderadas que en 2011 pero, al igual de lo que viene ocurriendo en los últimos años, a un ritmo mayor al evidenciado en el resto de la región latinoamericana.

Gráfico III.1

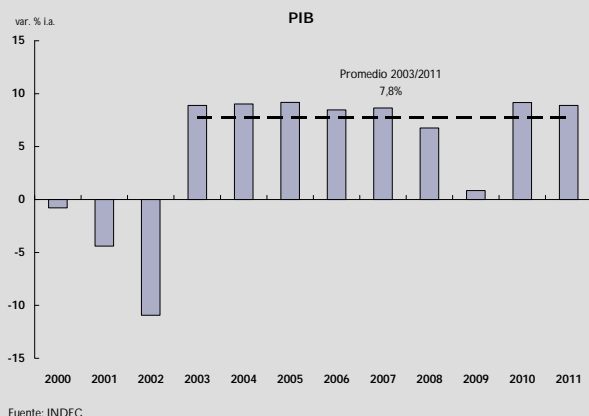
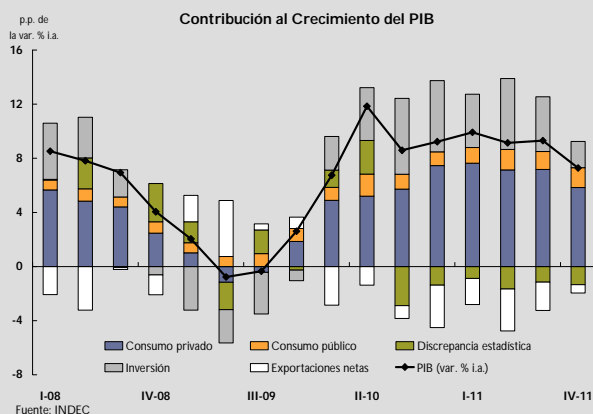
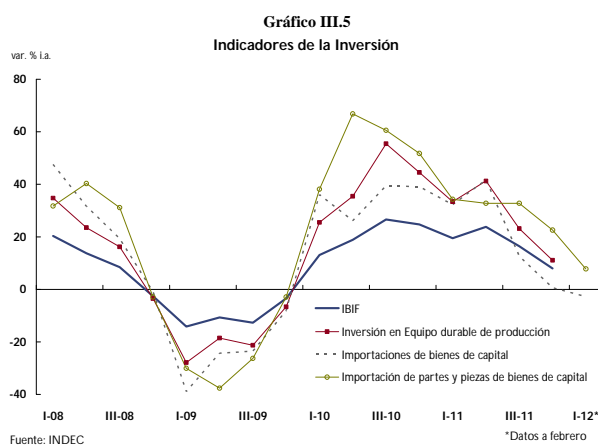
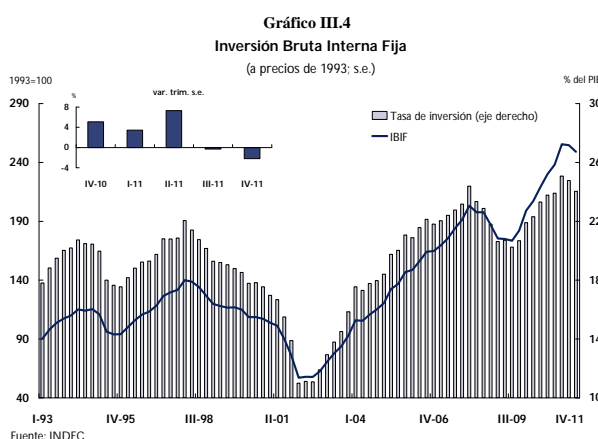
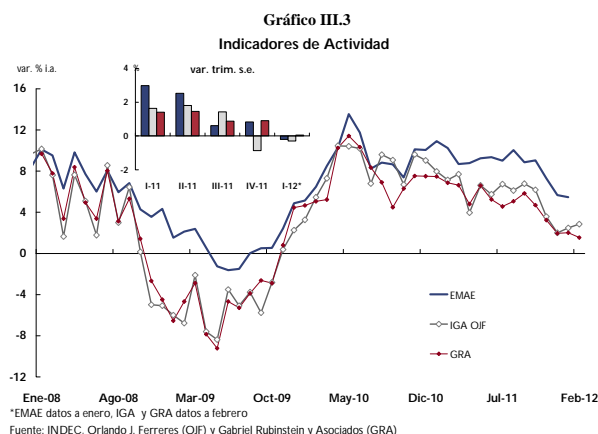


Gráfico III.2





III.2 Demanda

En el comienzo de 2012 la actividad económica se mantuvo en alza, favorecida por un mercado interno consolidado y en menor medida por el crecimiento de la demanda externa, que se elevó a una tasa superior que en 2011 (ver Gráficos III.3). Para lo que resta de 2012 se espera que la actividad permanezca en su sendero de expansión, pero con una moderación en el ritmo de crecimiento con relación al año pasado.

Inversión

En el inicio de 2012 la inversión creció nuevamente en términos interanuales, aunque a un menor ritmo que en los períodos previos. De esta manera, la Tasa de inversión se habría mantenido en torno a los niveles máximos de los últimos años (ver Gráfico III.4).

El gasto en Equipo durable de producción permaneció como el principal impulsor de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF; ver Gráfico III.5). La inversión en Maquinaria y equipo se incrementó de manera más acotada, ante la desaceleración de la demanda externa de productos industriales. En particular, la importación de bienes de capital se redujo en torno al 2% interanual (i.a.) en el primer bimestre, luego de registrar subas que en promedio se ubicaron por encima del 30% i.a. en los trimestres anteriores, mientras que las importaciones de partes y piezas de bienes de capital se elevaron aproximadamente 8% i.a.

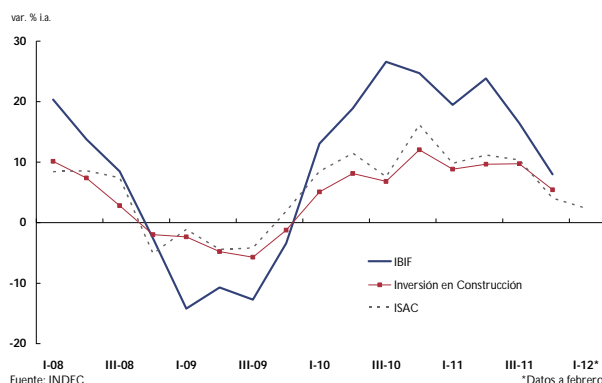
La inversión en Construcción exhibió un alza en los primeros meses del año y se mantuvo como uno de los sectores generadores de nuevos puestos de trabajo (ver Gráfico III.6 y Sección IV). El impulso provino de las construcciones asociadas al sector privado, ante los inicios de nuevas obras con fines comerciales e industriales, de viviendas y de construcciones petroleras. A diferencia de los períodos previos, las obras realizadas fundamentalmente por el sector público, como los caminos y las obras de infraestructura, presentaron leves caídas.

Para lo que resta del año se prevé que la IBIF permanezca en alza, con un aumento más moderado que en períodos previos del gasto tanto en Equipo durable de producción como en Construcción.

Consumo

En los primeros meses de 2012 el Consumo privado exhibió un dinamismo semejante al del trimestre previo. Así, como resultado de esta evolución y de su elevada participación en el Producto, generó la mayor contribución al crecimiento de la economía, al igual que en los

Gráfico III.6
Indicadores de la Inversión



últimos períodos (ver Gráfico III.7). En tanto, el Consumo público se expandió a un ritmo semejante al de los trimestres previos.

Los indicadores adelantados dan cuenta de un aumento generalizado del consumo de los distintos tipos de bienes. En particular, las ventas en supermercados aceleraron su crecimiento en términos nominales en los primeros dos meses del año a 30% i.a., tras elevarse 27,7% i.a. en 2011, mientras que las ventas en centros de compras a precios corrientes se incrementaron en torno a 27% i.a. en el período mencionado (ver Gráfico III.8). Por su parte, las ventas de autos moderaron su expansión a 5,3% i.a. en el primer trimestre de 2012, al tiempo que las cantidades importadas de Bienes de consumo se mantuvieron en alza (ver Gráfico III.9).

Este escenario habría estado favorecido por el sostenido aumento de los ingresos familiares, en un marco de solidez del mercado de trabajo que se reflejó en elevados niveles de empleo y en el incremento nominal de las remuneraciones. De este modo, la masa salarial experimentó un crecimiento en el inicio del año (ver Gráfico III.10). Las políticas públicas orientadas a la población de menores ingresos, como el aumento registrado en octubre último de las Asignaciones familiares, que incluyen a la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH), y la aplicación de la Ley de Movilidad Previsional, que sumó un nuevo ajuste en marzo del corriente año de 17,6%, también contribuyeron al alza del consumo.

Adicionalmente, siguieron en vigencia las promociones y planes de financiación de las cadenas comerciales en conjunto con las instituciones financieras, a la vez que se mantuvo la disponibilidad de otros créditos al consumo. En particular, el endeudamiento de las familias exhibió un elevado dinamismo en el primer trimestre de 2012, con un alza del 43,9% i.a. de los préstamos personales y un crecimiento del 48,9% i.a. de la financiación con tarjeta de crédito (ver Sección VII).

Durante el resto de 2012 el consumo seguiría creciendo, aunque a tasas más moderadas que las registradas en 2011, ante un mercado laboral consolidado y un aumento esperado de los ingresos, en un marco en el que permanecen disponibles alternativas de financiación para las familias.

Exportaciones

Las cantidades exportadas crecieron en torno a 10% i.a. en el primer trimestre de 2012 (ver Gráfico III.11; ver Sección V). Los Productos Primarios (PP) fueron el rubro más dinámico, con un aumento de los envíos al exte-

Gráfico III.7
PIB y Consumo

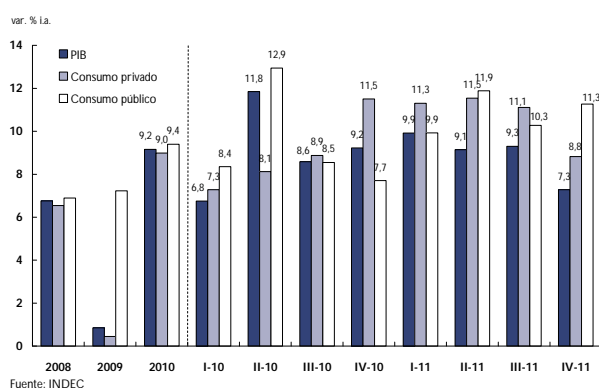


Gráfico III.8
Indicadores de Consumo
(valores corrientes)

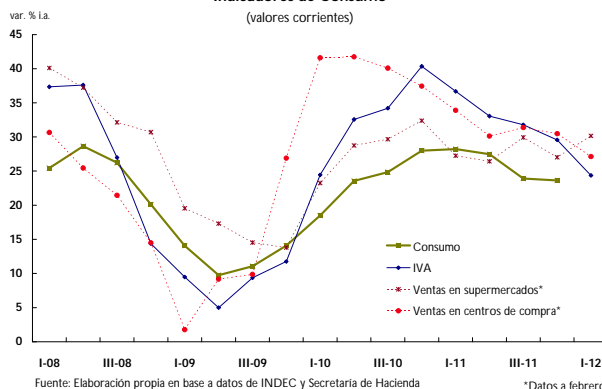
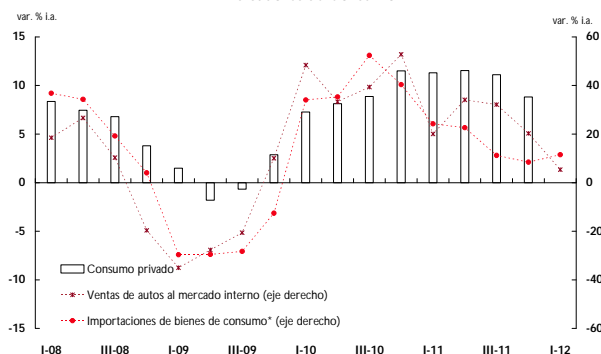


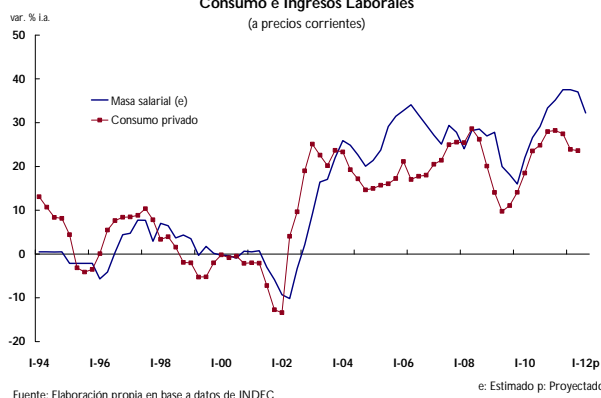
Gráfico III.9
Indicadores de Consumo



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

*Datos a febrero

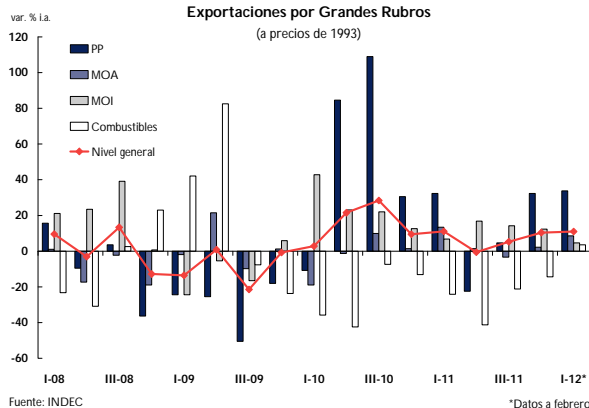
Gráfico III.10
Consumo e Ingresos Laborales
(a precios corrientes)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

e: Estimado p: Proyectado

Gráfico III.11
Exportaciones por Grandes Rubros
(a precios de 1993)



Fuente: INDEC

*Datos a febrero

rior en el primer bimestre de 34% i.a. El impulso al crecimiento provino de la suba de los despachos de cereales, de las exportaciones de hortalizas y legumbres sin elaborar, y de las ventas de fibra de algodón.

Las exportaciones de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) se incrementaron poco menos de 9% i.a. en el primer bimestre, tras crecer 1% i.a. en el último trimestre de 2011. Los principales ítems responsables del aumento fueron los aceites, los productos de molinería, los lácteos y las bebidas. Contrariamente, en el inicio de año los envíos de carnes se redujeron.

Por su parte, las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) crecieron en torno al 5% i.a. en los primeros dos meses del año, con una dinámica menor a la registrada en el trimestre previo (12,4% i.a.). El aumento en las ventas estuvo originado en la suba de las cantidades exportadas de productos químicos, mientras que se redujeron los despachos de manufacturas de metales, de máquinas y aparatos eléctricos y de material de transporte. A diferencia de los trimestres previos se recuperaron en el primer bimestre las exportaciones de Combustibles, con un crecimiento cercano a 4% i.a.

Durante el resto de 2012 las cantidades exportadas mostrarían una desaceleración, en línea con la evolución económica prevista a nivel mundial, a la que se suma la menor cosecha de la campaña 2011/12.

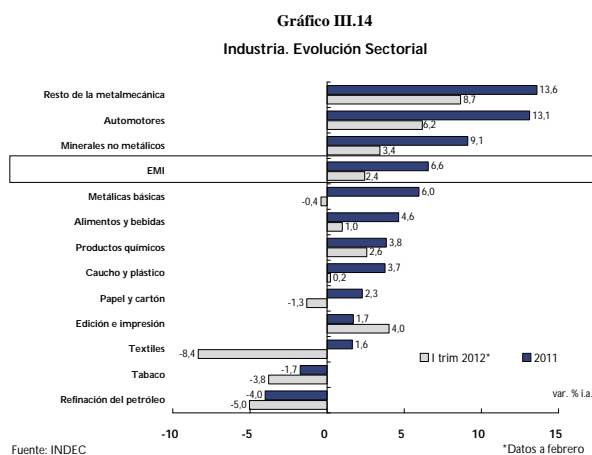
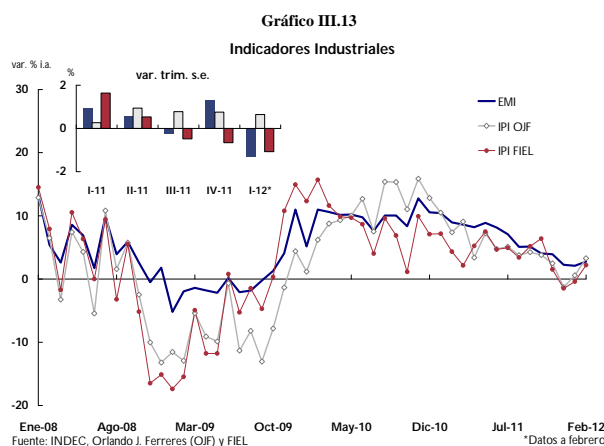
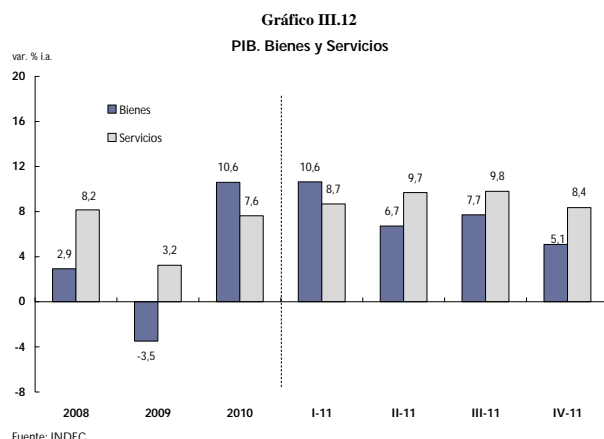
III.3 Comportamiento de la Oferta

La moderación del aumento de la actividad económica local en el inicio de 2012 refleja la evolución de la producción de bienes (ver Gráfico III.12). La industria y la construcción redujeron nuevamente en el período su ritmo de crecimiento. En tanto, el sector agropecuario registró una leve suba, ante una expansión de la ganadería que compensó la caída de la actividad agrícola vinculada a los efectos negativos del fenómeno climático “La Niña” en la campaña 2011/12.

Por su parte, los servicios sostuvieron su elevada expansión en lo transcurrido del primer trimestre. El transporte y las comunicaciones, las actividades comerciales mayoristas y minoristas y la intermediación financiera fueron los sectores de más elevado crecimiento y de mayor aporte al avance de la economía.

Industria

Según el Estimador Mensual Industrial (EMI) —que mide el desempeño de los productos e insumos más representativos— el sector manufacturero aminoró su in-



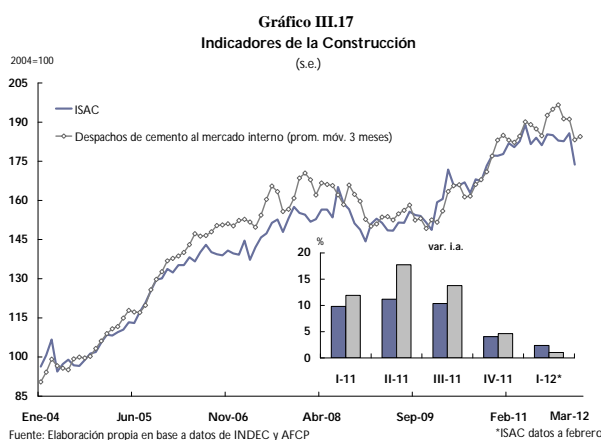
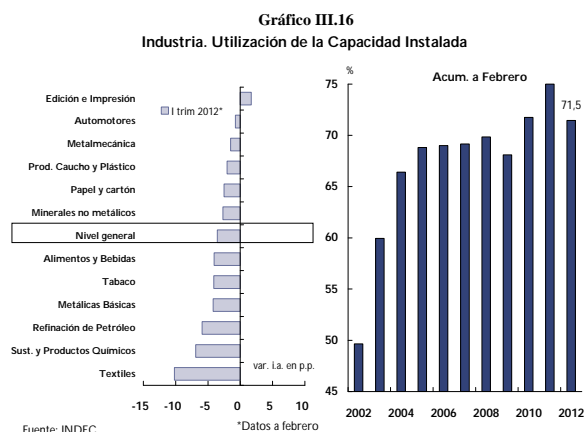
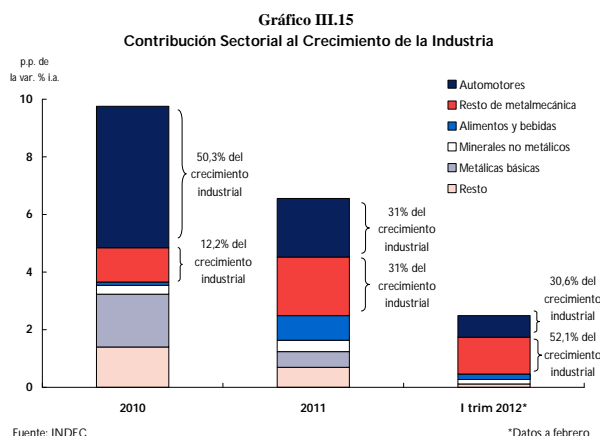
cremento a una tasa levemente por encima de 2% i.a en el primer trimestre del año, luego de finalizar 2011 con una suba de 6,6% (ver Gráfico III.13).

El menor dinamismo de la producción fue generalizado a los distintos sectores, exhibiendo a su vez varios de ellos disminuciones en la producción (ver Gráfico III.14). De este modo, se redujo la difusión del crecimiento, siendo el 60% de los sectores los que registraron una tasa de variación interanual de la actividad positiva —tras promediar el 80% en 2011—.

La industria metalmeccánica se mantuvo como el sector de más elevado crecimiento en el primer trimestre, con un alza en torno a 9% i.a., y el que contribuyó en mayor medida al aumento de la actividad manufacturera (ver Gráfico III.15). El sector automotor ganó impulso en el inicio del corriente año, revirtiendo la situación del cuarto trimestre de 2011. Según datos de la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA), la producción de autos se elevó 2,7% i.a. en el primer trimestre de 2012, alentada por el aumento de las ventas al mercado local de fabricación nacional (21,1% i.a.), dado que las exportaciones profundizaron su caída (-15,9% i.a.). Este resultado está afectado por la disminución de 22,6% i.a. de las exportaciones a Brasil en el período, en un marco de *stocks* en niveles elevados en el principal destino de las exportaciones locales (concentra el 76,3% de los envíos de autos). De todas formas, debido al aporte de las ventas en el mercado local, el sector automotor contribuyó positivamente al crecimiento industrial en el inicio del año.

El sector de edición e impresión, ligado al mercado interno, aceleró su expansión (a 4% i.a.), aunque su baja participación hace que su contribución haya sido reducida. Los minerales no metálicos permanecieron en crecimiento (3,4% i.a.), a partir del aumento en la elaboración de vidrios y otros materiales de construcción, al igual que la producción de químicos (2,6% i.a.), impulsada por el alza en los productos farmacéuticos y en detergentes, jabones y productos personales. En tanto, la industria alimenticia se incrementó moderadamente (1% i.a.) y redujo su aporte al sector industrial. El aumento de la elaboración de lácteos y carnes blancas y rojas fue compensado parcialmente por la disminución en la molienda de cereales y oleaginosas.

Contrariamente, se observaron caídas en las industrias de metales básicos, frente a una baja en la producción de aluminio que fue compensada parcialmente por el aumento en acero, así como también en textiles, tabaco, papel y cartón, y refinación de petróleo.



La Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) permaneció en niveles históricamente elevados, superiores al 70%, si bien experimentó una baja en relación a igual período del año pasado, cuando se había alcanzado un máximo (ver Gráfico III.16). A nivel sectorial, todos los bloques a excepción de edición e impresión registraron una caída interanual de la UCI.

Para el resto de 2012 se prevé que la industria registre un comportamiento similar al de los primeros meses del año, como resultado de un consolidado mercado interno y de la moderación esperada del crecimiento mundial.

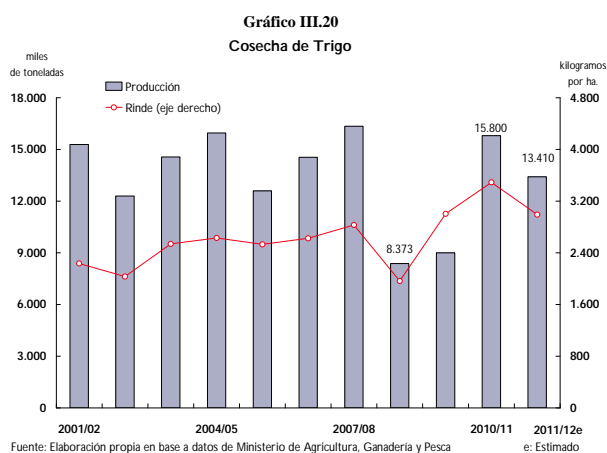
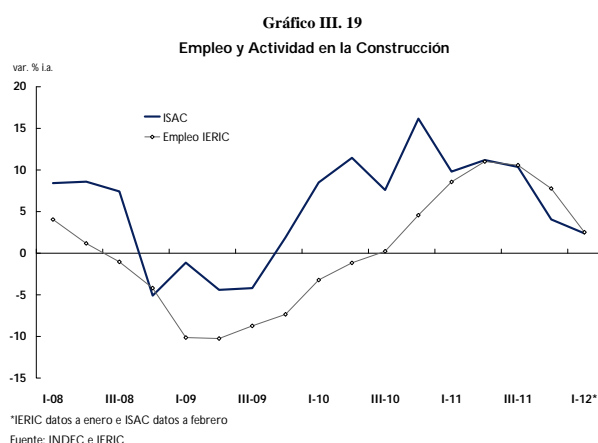
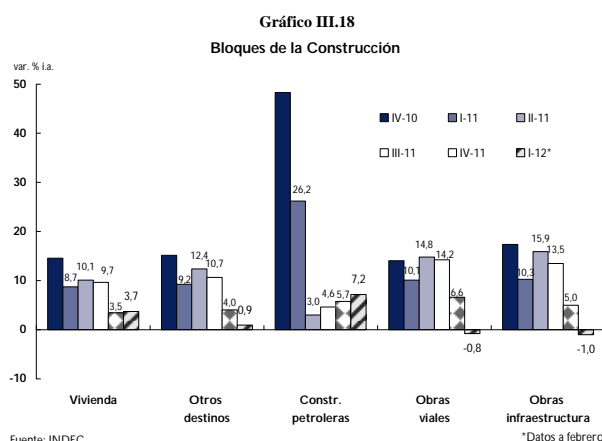
Construcción

La construcción aminoró su ritmo de crecimiento interanual en el inicio de 2012, tras ser uno de los sectores más dinámicos de la economía y uno de los principales impulsores del Producto en 2011 (ver Gráfico III.17).

El comportamiento de los bloques fue heterogéneo: mientras que las ramas vinculadas en su mayoría al sector público presentaron una caída interanual de la actividad, los sectores vinculados mayormente a la obra privada se mantuvieron en alza. En particular, las obras viales y las de infraestructura se redujeron en torno a 1% i.a. Las construcciones con fines comerciales e industriales se elevaron cerca de 1% i.a., las viviendas crecieron aproximadamente 4% i.a. y las obras petroleras aceleraron su incremento a 7% i.a. (ver Gráfico III.18).

A pesar de la moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad, la construcción fue uno de los sectores de mayor generación de empleo formal en la economía. Los puestos de trabajo registrado en la construcción permanecieron en alza en el inicio del año y la cantidad de trabajadores formales se situó por encima de los 400.000 (ver Gráfico III.19).

Según se desprende de los indicadores adelantados, las perspectivas para el desempeño del sector de la construcción en los próximos meses son de estables a positivas. Según la encuesta cualitativa realizada por el INDEC, los empresarios del sector esperan en su mayoría una estabilidad de la actividad en 2012, tanto los que realizan obras privadas como los que se dedican principalmente a la ejecución de obras públicas. En tanto, los permisos de edificación otorgados para la ejecución de obras privadas en una nómina representativa de 42 municipios acumularon un incremento de 11,8% i.a. en los primeros dos meses del año, tras haberse elevado 5,5% en 2011.



Sector Agropecuario

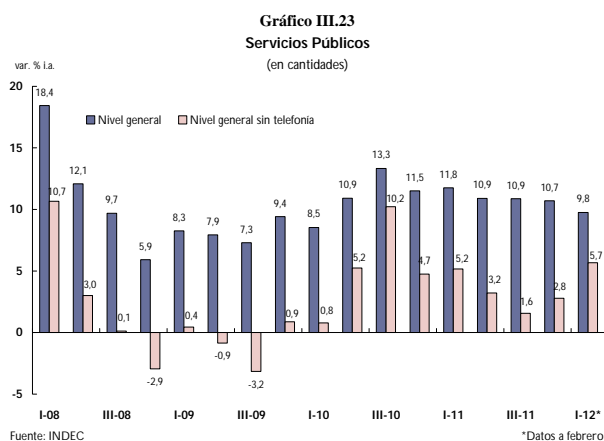
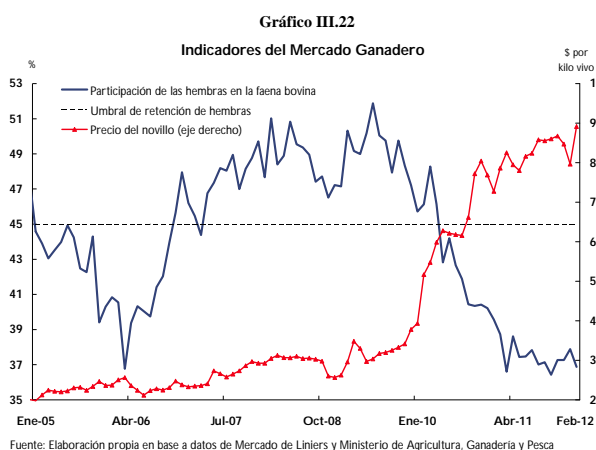
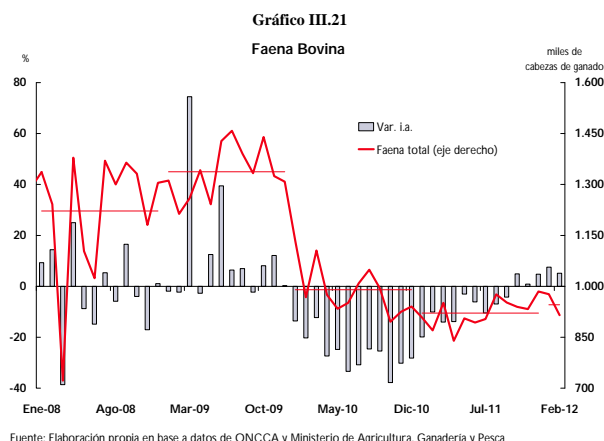
El sector agropecuario exhibió un leve crecimiento en el primer trimestre de 2012, manteniendo las heterogeneidades entre las ramas que lo componen. La producción agrícola registró una caída interanual en el período, mientras que el sector pecuario se mantuvo en alza.

La merma de la actividad en el sector agrícola durante el primer trimestre obedeció principalmente a tareas de recolección de grano fino de la campaña 2011/12⁸. En particular, finalizó la cosecha de trigo con una disminución de 15% con respecto a los volúmenes recolectados en la campaña previa, al alcanzar las 13,4 millones de toneladas (ver Gráfico III.20). La superficie sembrada con este cereal fue semejante a la del ciclo anterior (4,6 millones de hectáreas; +0,9%), por lo que la reducción en la producción fue resultado de una baja en los rindes. Por su parte, la producción de cebada cervecera de 4 millones de toneladas (+38%) constituye un nuevo récord para este cereal, al tiempo que la cosecha de girasol está finalizando en 3,3 millones de toneladas, lo que implica una caída de 10% con respecto a la campaña precedente, por una disminución de los rindes.

También tuvieron un impacto negativo sobre la actividad en el trimestre las tareas vinculadas a la producción de maíz y soja, debido a la disminución del rinde de las cosechas como consecuencia del fenómeno climático “La Niña” que afectó a América del Sur. De todas maneras, su efecto se verá reflejado en mayor magnitud hacia mitad de año por el ciclo de la cosecha. La recolección de maíz alcanzaría las 21,2 millones de toneladas, un 7,8% inferior a la del ciclo 2010/11, debido a una caída de los rindes que compensó el aumento de la superficie sembrada. En tanto, la producción de soja podría ubicarse en 44 millones de toneladas, un 10% por debajo de la campaña previa, con una baja de la superficie sembrada a 18,6 millones de hectáreas (vs. 18,9 millones de hectáreas) y una reducción de los rindes en torno a 7%.

Por su parte, el sector pecuario elevó su actividad en el primer trimestre de 2012, a un ritmo mayor al de los tres meses previos. A diferencia de los períodos anteriores, se recuperó la faena bovina, con una suba en el tonelaje obtenido de los animales ingresados al matadero en torno a 5% i.a. (ver Gráfico III.21). Si bien la actividad del sector parece haber superado el piso registrado el año pasado, continúa el ciclo de retención de los productores con el fin de recomponer el *stock* ganadero. Esta situación, reflejada en la reducción de la participación de las hembras dentro de la faena en relación al año pasado,

⁸ Según el Informe Mensual del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca del 21 de marzo de 2012.



fue a su vez incentivada por el aumento del precio del ganado en pie (ver Gráfico III.22).

También experimentó un alza durante el inicio de 2012 la faena de aves de corral así como la producción de leche, con una suba superior a la del trimestre anterior. Las precipitaciones acaecidas durante los últimos meses permitieron la recomposición de la humedad en los suelos, favoreciendo al desarrollo de las pasturas y a la actividad sectorial.

Servicios

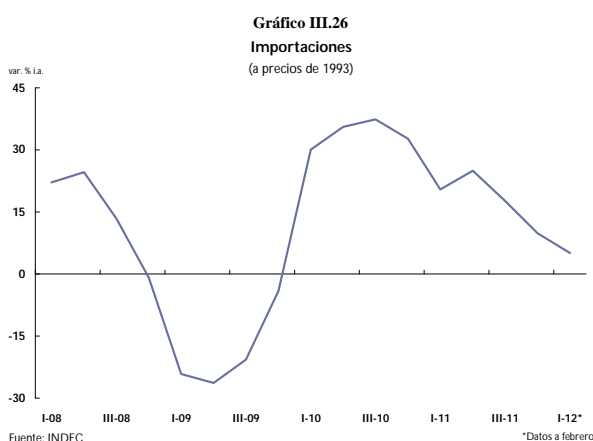
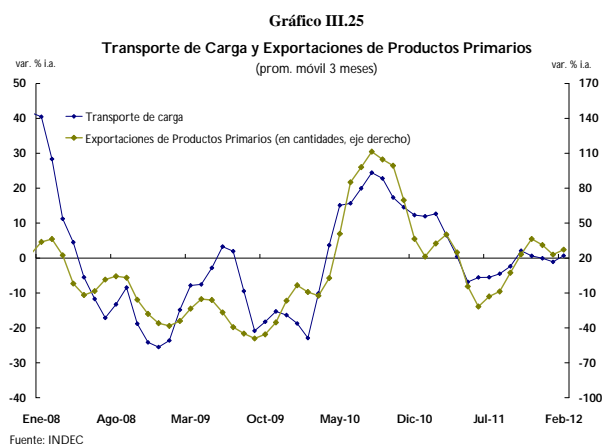
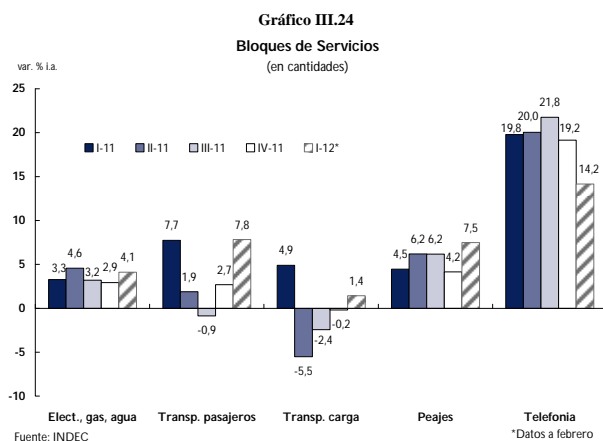
El consumo de servicios públicos se expandió en los primeros meses de 2012 en torno a 10% i.a., levemente por debajo del ritmo de crecimiento exhibido en el último trimestre de 2011 (ver Gráfico III.23).

La telefonía registró nuevamente la suba más elevada, a pesar de que aminoró su avance en el primer trimestre de 2012 a alrededor de 14% i.a. (ver Gráfico III.24). Las comunicaciones por celular permanecieron como un factor clave dentro de la telefonía y continuaron ganando terreno en detrimento de la red fija. Las llamadas por celular se incrementaron significativamente, al igual que el envío de los mensajes de texto.

Excluyendo la telefonía, el resto de los servicios en su conjunto aceleró su crecimiento en el primer trimestre del año a aproximadamente 6% i.a. y superó la suba de los cinco períodos previos. El mayor aumento fue el registrado por el transporte de pasajeros (en torno a 8% i.a.), a partir del alza en la cantidad de pasajeros transportados en medios terrestres del Gran Buenos Aires y la suba de los pasajeros transportados en el servicio de aeronavegación comercial, tanto en vuelos de cabotaje como en vuelos internacionales. El tránsito de vehículos por rutas con peajes le siguió en expansión (superior a 7% i.a.) y creció por encima del trimestre anterior. La suba más pronunciada fue la exhibida por los colectivos y camiones livianos, en torno a 15% i.a. El suministro de electricidad, gas y agua también se elevó a un mayor ritmo que en los meses anteriores (4% i.a.), debido principalmente al aumento en la demanda de energía eléctrica y de agua y en menor medida a la suba en el consumo de gas natural.

A diferencia de los períodos previos, el transporte de carga se recuperó y creció levemente por encima de 1% i.a., favorecido entre otros factores por las actividades comerciales y principalmente por el fuerte incremento en los envíos de PP al exterior (ver Gráfico III.25).

Para lo que resta de 2012 se espera que el consumo de servicios mantenga su tendencia positiva, debido fun-



damentalmente al incremento de las actividades comerciales, de las comunicaciones y del transporte. También continuaría en alza, entre otros, la intermediación financiera, mientras que el turismo seguiría impactando positivamente sobre el sector de hoteles y restaurantes, especialmente teniendo en cuenta los efectos negativos de la erupción del volcán Peyehue sobre la Patagonia durante las vacaciones invernales de 2011 (ver Apartado 2).

Importaciones

Las cantidades importadas exhibieron una significativa desaceleración en la tasa de incremento a inicios de año (ver Gráfico III.26).

En el primer bimestre de 2012, las adquisiciones al exterior de Bienes de consumo fueron las más dinámicas, con una suba cercana a 12% i.a. Las compras de Piezas y accesorios crecieron en torno a 8% i.a. en el período mencionado mientras que la cantidad importada de Bienes intermedios se elevó cerca de 2% i.a. Contrariamente, disminuyeron las adquisiciones de Bienes de capital en los primeros dos meses de 2012 (alrededor de -3% i.a.) mientras que las compras de Combustibles y lubricantes fueron las de mayor desaceleración en comparación con el aumento promedio de 2011 (en torno a 2% i.a. vs. 54,5% i.a.).

Para lo que resta de 2012 se espera que las cantidades importadas mantengan un comportamiento similar al de los primeros meses del año, en línea con la moderación de la actividad económica prevista en un marco de regulaciones comerciales tendientes a promocionar a la industria nacional. Así, se espera que la elasticidad Importaciones-Producto, que se ubicó en 2 en 2011, experimente una nueva disminución.

IV. Empleo y Salarios

IV.1 Síntesis

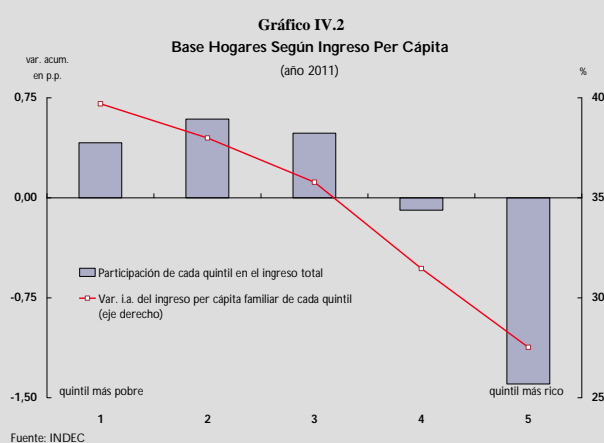
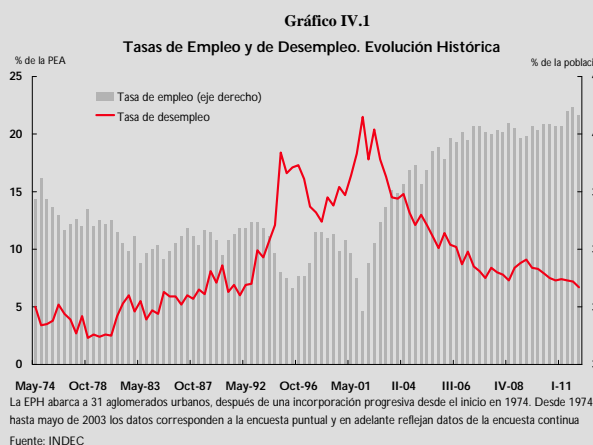
La creación de nuevos puestos de trabajo y el aumento de la participación laboral indican que la economía sigue teniendo un desempeño positivo, tendencia que se mantendría en los próximos meses. Como resultado, la Tasa de desempleo descendió hasta el mínimo nivel de las últimas dos décadas. De acuerdo con los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) en el cuarto trimestre de 2011 la Tasa de desocupación cayó por noveno trimestre consecutivo y se ubicó en 6,7% de la Población Económicamente Activa (PEA), disminuyendo 0,6 puntos porcentuales (p.p.) en términos interanuales (i.a.).

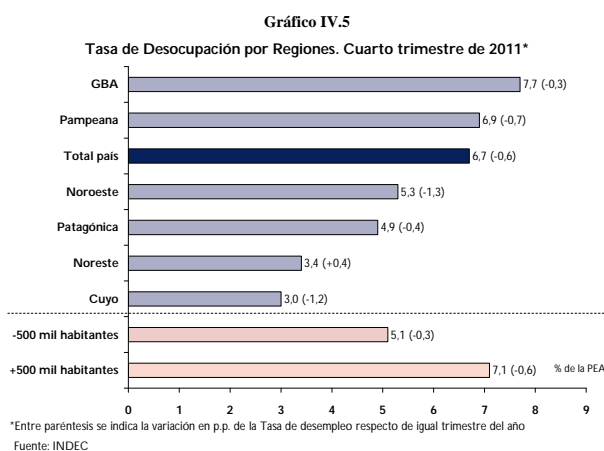
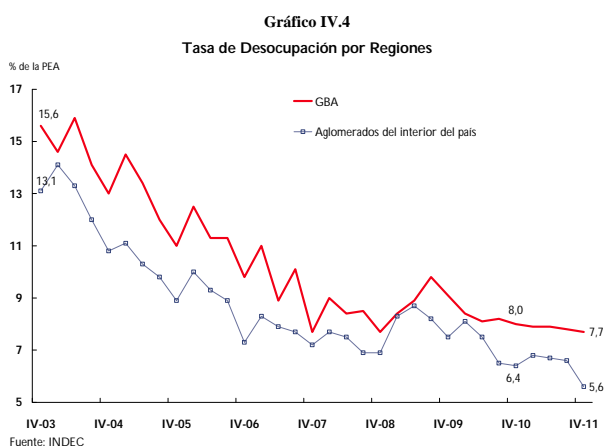
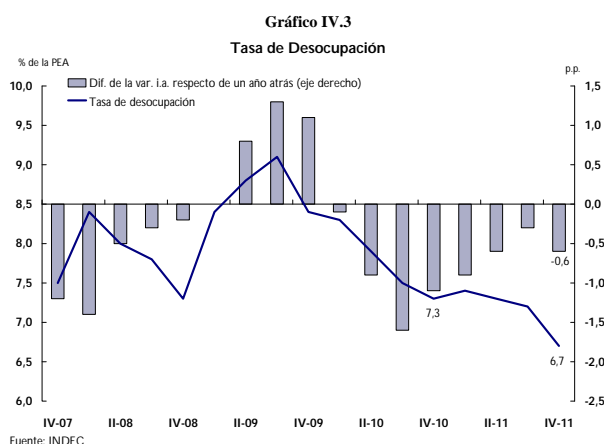
Por su parte, la Tasa de empleo mostró una nueva mejora interanual, de 0,6 p.p. en el último trimestre de 2011, hasta 43%. Este aumento reflejó la creación de 229 mil puestos de trabajo en 2011 (2,2% i.a.), con mayor énfasis en el interior del país (3% i.a.). El grueso de los nuevos empleos fueron de tiempo completo (+193 mil nuevos puestos de trabajo interanuales —2% i.a.—) en tanto que el número de subempleados se incrementó por segundo trimestre consecutivo (3,8% i.a.). Por lo cual, la Tasa de subempleo se ubicó en un nivel muy similar al del cuarto trimestre del año anterior (8,5%), como consecuencia de la mayor participación laboral.

La Tasa de actividad ascendió a 46,1% en los últimos tres meses de 2011 (0,3 p.p. i.a.), respondiendo a un incremento de la PEA (1,6% i.a.). Dicha suba fue mucho más marcada en el interior del país (2,2% i.a.; +111 mil personas), donde el incremento de la PEA fue persistente, mientras que en el GBA el aumento fue más moderado (1,1% i.a.; +68 mil personas).

La Tasa de informalidad de la economía se ubicó al cierre del año en 34,2% de los asalariados, registro similar al del trimestre previo (34,3%) y 0,5 p.p. superior en su comparación interanual. La tasa de crecimiento del empleo formal se ubicó en 4,6% i.a. en el último trimestre del año frente al 5% promedio exhibido en los nueve meses previos.

La demanda de nuevas posiciones laborales habría continuado en el inicio de 2012, tendencia que se mantendría en el segundo trimestre según las encuestas de mercado. En cuanto a los ingresos, al aumento persistente de los salarios de la economía se suman las políticas gubernamentales de transferencias a los sectores de menores recursos para lograr mejoras en la distribución del ingreso.





IV.2 Principales Indicadores del Mercado Laboral

Los últimos datos disponibles de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) midieron una Tasa de desocupación de 6,7% de la Población Económicamente Activa (PEA)⁹ en el cuarto trimestre de 2011. Esto implicó un descenso de 0,6 puntos porcentuales (p.p.) con respecto a la tasa observada un año atrás, ubicándose en el mínimo nivel desde mayo de 1992 (ver Gráficos IV.1 y IV.3).

El número de desocupados en los 31 aglomerados urbanos relevados alcanzó en el último trimestre de 2011 a 783 mil personas, implicando un descenso de 50 mil desempleados respecto de igual período de 2010.

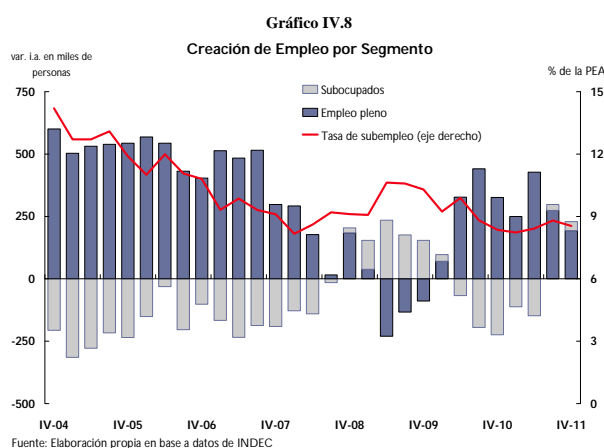
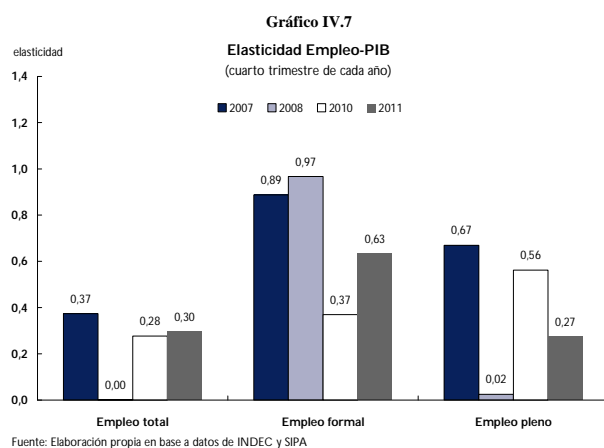
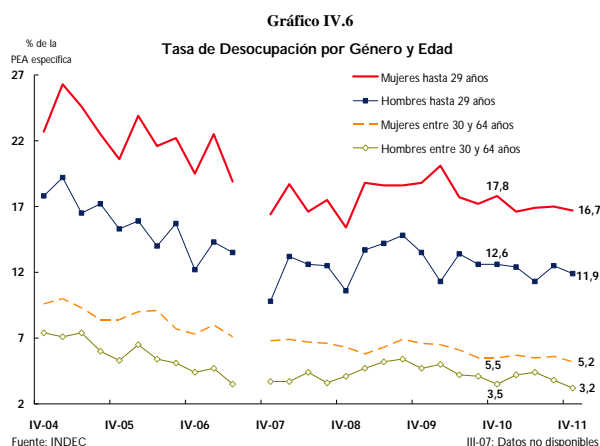
El descenso del desempleo con relación a un año atrás refleja el aumento del empleo por sobre la expansión de la fuerza laboral, en especial en los Aglomerados del Interior del País (AIP). Allí la Tasa de desempleo se ubicó en 5,6%, marcando una caída interanual (i.a.) de 0,8 p.p., en tanto que en el Gran Buenos Aires (GBA) la desocupación alcanzó 7,7% al reducirse en menor cuantía (-0,3 p.p.; ver Gráfico IV.4).

La desocupación entre las distintas regiones del interior del país registró mejoras, a excepción del Noreste donde la Tasa de desempleo se incrementó 0,4 p.p. en términos interanuales hasta ubicarse en 3,4% en el cuarto trimestre. El Noroeste fue la región que exhibió la mayor caída en la Tasa de desocupación (-1,3 p.p. hasta 5,3%) y en la Patagonia se verificó la menor retracción (-0,4 p.p. hasta 4,9%). La Tasa de desempleo más baja correspondió a Cuyo, donde alcanzó el 3% con una caída de 1,2 p.p. respecto al cuarto trimestre de 2010 (ver Gráfico IV.5).

En tanto, los aglomerados de menos de 500 mil habitantes, que representan cerca de 20% de la población total relevada en la EPH, mostraron una baja de 0,3 p.p. en la Tasa de desocupación hasta ubicarse en 5,1%. Dicha tasa resultó inferior a la observada en los aglomerados con más de 500 mil habitantes que, con una baja de 0,6 p.p. i.a., se ubicó en 7,1% de la PEA.

Por tramo de edad poblacional, la mayor Tasa de desocupación se verificó entre las personas menores de 30 años (16,7% en mujeres y 11,9% en hombres; ver Gráfico IV.6). La Tasa de desocupación correspondiente a la franja de edad entre 30 y 64 años fue significativamente inferior (5,2% en mujeres y 3,2% en hombres). En cuanto a géneros, entre las mujeres se registró la Tasa de desempleo más elevada, especialmente en el segmento

⁹ Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.



de hasta 29 años de edad. Precisamente en este segmento es donde se produjo el mayor descenso respecto de un año atrás (-1,1 p.p.).

La Tasa de actividad¹⁰ subió 0,3 p.p. i.a. en el último trimestre de 2011 hasta un 46,1%, respondiendo a una expansión de la fuerza laboral que superó al incremento poblacional. El alza de la PEA en el trimestre (1,6% i.a.) fue más pronunciada en los AIP (2,2% i.a.; +111 mil personas), donde el incremento continúa siendo persistente, mientras que en el GBA fue favorable por tercer trimestre consecutivo (1,1% i.a.; +68 mil personas).

El incremento de la ocupación también fue superior al crecimiento poblacional, de manera que la Tasa de empleo¹¹ se ubicó en 43%, marcando una suba de 0,6 p.p. respecto de igual período del año anterior. El nivel de ocupación en los 31 aglomerados urbanos relevados por la EPH alcanzó a 10,8 millones de personas, subiendo 2,2% respecto de un año atrás, con mayor intensidad en el interior del país donde la suba alcanzó 3% i.a. (ver Gráfico IV.7). Ello implicó una elasticidad empleo-PIB de 0,3, igual a la registrada el trimestre anterior y superior a la de igual período de los dos años previos, en los que el aumento de la productividad del capital sustituyó parcialmente la incorporación de nuevos trabajadores.

La creación de empleo pleno¹² verificó un alza de 2% i.a. en el último trimestre de 2011, representando el 84% del total de puestos creados a lo largo del año y marcando una elasticidad empleo pleno-PIB de 0,27.

Los nuevos puestos de trabajo plenos fueron acompañados en la segunda mitad del año por la generación de empleo de medio tiempo. En los 31 aglomerados relevados, entre el cuarto trimestre de 2011 y el mismo período de 2010, el número de subempleados aumentó 3,8% (+36 mil personas), registrando una variación positiva por segundo trimestre consecutivo luego de cinco períodos de variaciones negativas. No obstante, en términos de la PEA los trabajadores de medio tiempo redujeron su participación en el último trimestre del año al 8,5% desde 8,8% el trimestre anterior, con una Tasa de desocupación demandante¹³ de 5,9% y de 2,6% para el caso de la no demandante (ver Gráfico IV.8).

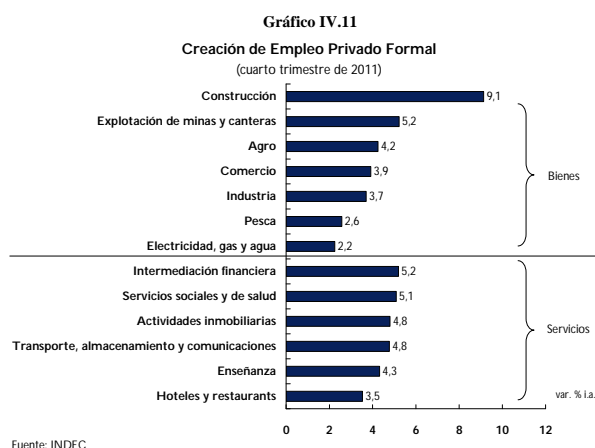
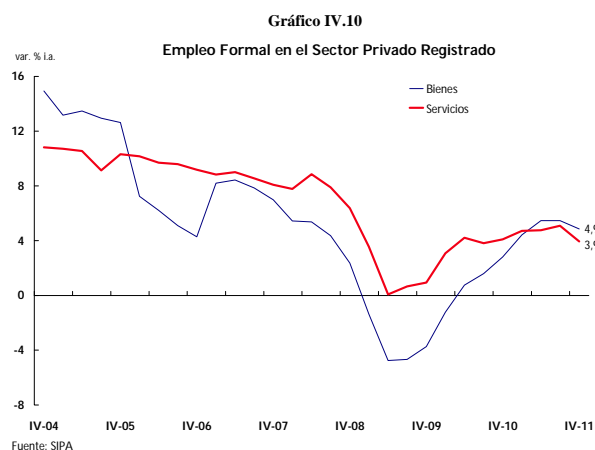
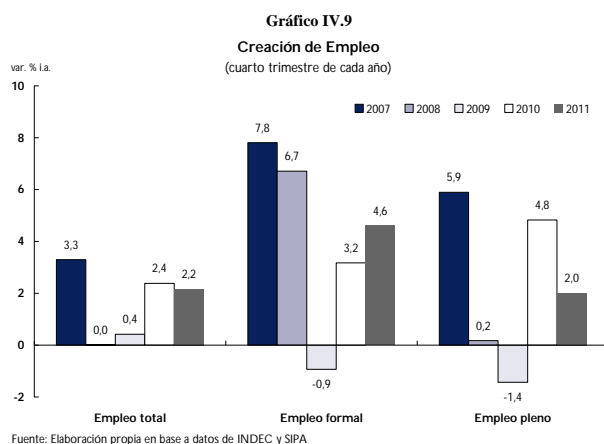
De esta manera, la Tasa de desocupación abierta (desocupados + subocupados demandantes) continuó en la senda descendente, alcanzando el 12,6% de la PEA en

¹⁰ Cociente entre la PEA y la población total.

¹¹ Cociente entre la población ocupada y la población total.

¹² Aquel que comprende a las personas que trabajan al menos 35 horas semanales.

¹³ Cociente entre el número de personas que trabaja menos de 35 horas semanales y busca activamente empleo y la PEA.



los últimos tres meses de 2011. Ello significó una caída de 0,2 p.p. frente a igual período de 2010.

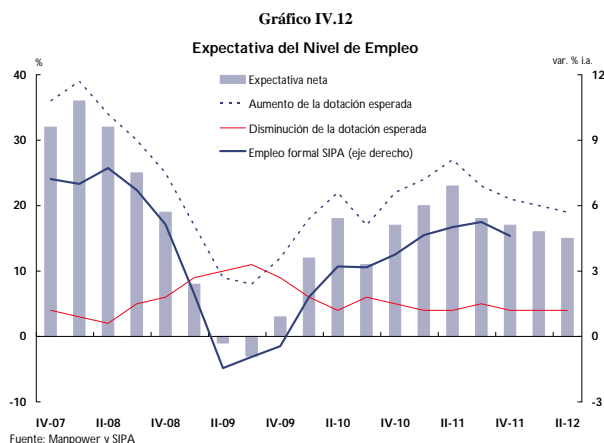
Por otra parte, la Tasa de informalidad de la economía se ubicó al cierre del año en 34,2% de los asalariados, tasa similar a la del trimestre previo (34,3%) y 0,5 p.p. por encima de la correspondiente al cuarto trimestre de 2010, ante una leve moderación en la creación de empleo registrado.

Según datos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), en el cuarto trimestre el empleo formal mostró un incremento de 4,6% i.a., inferior al crecimiento promedio que evidenció durante los 9 meses previos (5% i.a.; ver Gráfico IV.9). Sin embargo, la elasticidad empleo formal-PIB se elevó a 0,63, siendo el nivel más alto de los últimos dos años.

Dentro del sector privado registrado (con una creación de empleo de 4,2% i.a. en el cuarto trimestre), las ramas productoras de bienes volvieron a presentar el mayor crecimiento (4,9% i.a.), superando por tercera vez desde fines de 2005 el ritmo de aumento del sector productor de servicios, que elevó su dotación de ocupados formales en 3,9% i.a. en el mismo período (ver Gráfico IV.10)¹⁴. No obstante, algunas actividades relativas a la producción de bienes —el sector agropecuario, la pesca y algunas ramas industriales— aún no alcanzaron los niveles de ocupación de 2008, previos a la profundización de la crisis internacional, mientras que el empleo en los servicios supera al máximo registrado ese año en 9,2%. Por su parte, la ocupación formal del sector público, fundamentalmente en los municipios, contribuyó a la creación de empleo total, mostrando un alza de 6,2% i.a. en el cuarto trimestre.

La actividad de la construcción fue una vez más la que mayores incorporaciones registró en su nómina durante el último trimestre de 2011 (verificando un alza de 9,1% i.a.), seguida por la explotación de minas y canteras (5,2% i.a.) y el agro (4,2% i.a.). El crecimiento alcanzado en los sectores de servicios fue generalizado (ver Gráfico IV.11). En particular, se destacó la contratación de personal en las actividades de intermediación financiera (5,2% i.a.), servicios sociales y de salud (5,1% i.a.) seguidas por actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler y servicios de transporte (4,8%), los que conjuntamente explicaron cerca de dos tercios del incremento correspondiente a los servicios en el sector privado formal.

¹⁴ Al tercer trimestre el sector productor de servicios concentró aproximadamente el 72% del empleo registrado del SIPA, mientras que el de bienes representó el 28%. Ello guarda relación con el valor agregado que genera cada uno de los sectores en la actividad económica: el sector servicios representa aproximadamente 70% del PIB mientras que el de bienes el 30%.

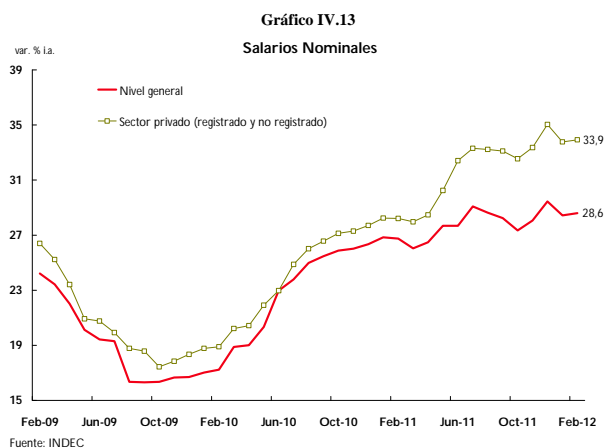


La demanda de nuevas posiciones laborales habría seguido en ascenso durante los primeros meses de este año, en tanto que los empleadores pronosticaron nuevos incrementos de dotación de personal a lo largo del segundo trimestre (ver Gráfico IV.12).

De acuerdo a las expectativas de mercado¹⁵, los planes de contratación más optimistas para los próximos meses fueron reportados en los sectores de educación, minería, construcción, finanzas, seguros y bienes raíces, en tanto que se predijeron incrementos de empleo más moderados en comercio mayorista y minorista, transporte y servicios públicos, agricultura y pesca.

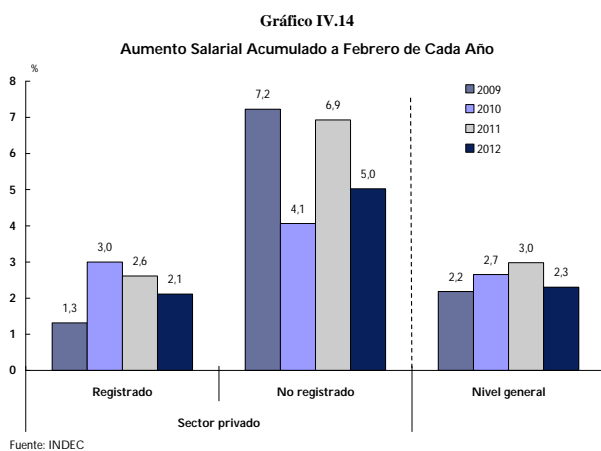
IV.3 Ingresos

Los ingresos nominales de las familias crecieron nuevamente en 2011, dadas las mejoras en el mercado de trabajo y el impacto de las políticas públicas implementadas, tendencia que se mantuvo en el inicio de 2012.



En el caso de las remuneraciones, en los primeros meses de este año el Índice de Salarios exhibió una leve moderación en su tasa de incremento interanual hasta ubicarse en 28,6% en febrero, tras la aceleración captada hacia fines de 2011 que le permitió cerrar el año con una suba de 29,5%, la más alta desde el inicio de la serie en octubre de 2001 (ver Gráfico IV.13). La moderación reciente se explica por el comportamiento de las remuneraciones del sector público y las del sector informal¹⁶, mientras que los salarios del sector privado formal continuaron mostrando una tendencia ascendente.

En los dos primeros meses de 2012, el Índice de Salarios acumuló un incremento de 2,3%, el menor aumento de los últimos dos años, del mismo modo que las remuneraciones del sector privado registrado, cuya suba acumulada alcanzó 2,1% (ver Gráfico IV.14).

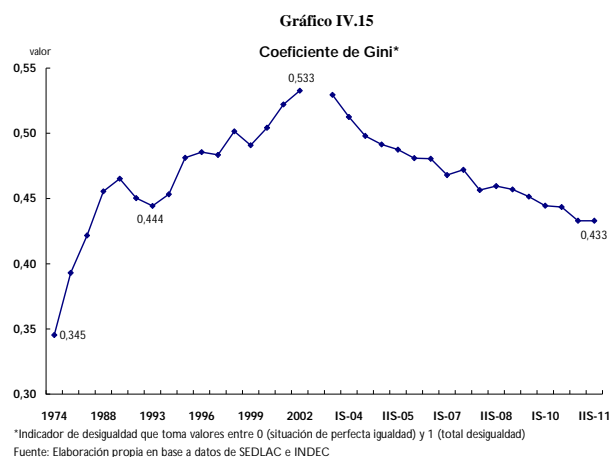


Al aumento de los salarios se suman las políticas gubernamentales de transferencias a los sectores de menores recursos, reflejándose en avances en materia de distribución del ingreso (ver Gráfico IV.15). Durante el cuarto trimestre de 2011 continuó aumentando la participación de los quintiles más bajos en el ingreso total¹⁷, cayendo en contraposición la participación de los más altos. De esta manera, en 2011 los ingresos del quintil más bajo crecieron 39,7%, aumentando su participación en el ingreso total en 0,4 p.p., mientras que los del quintil superior ascendieron a una tasa inferior (27,5%), reduciéndolo-

¹⁵ En base a la Encuesta de Expectativas de Empleo Manpower realizada sobre una muestra representativa de 800 empleadores de todo el país.

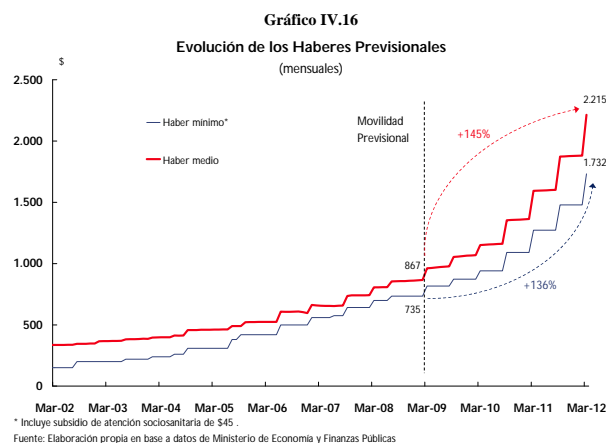
¹⁶ Para el segmento informal, los salarios se estiman sobre la base de la información de la EPH, que se conoce con posterioridad al índice de salarios, por lo que la evolución de las remuneraciones del sector no registrado tiene un rezago de 3 a 6 meses con respecto al sector registrado.

¹⁷ Base hogares según escala de ingreso per capita familiar



se en consecuencia su participación en el ingreso en 1,4 p.p. (ver Gráfico IV.2).

En ese sentido, resultaron especialmente relevantes las políticas previsionales y las asignaciones familiares, especialmente la Asignación Universal por Hijo (AUH). En 2011 la cobertura del sistema previsional alcanzó un máximo de 86,7% de las personas en edad de retiro, que se suma a los ajustes aplicados en el marco de la Ley de Movilidad Previsional¹⁸ con una nueva suba a partir de marzo de 2012 de 17,62% (ver Gráfico IV.16).



¹⁸ Ley N° 26.417/2008

V. Sector Externo

V.1 Síntesis

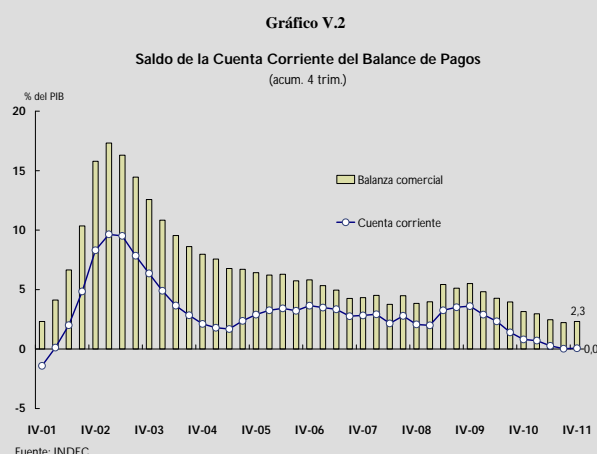
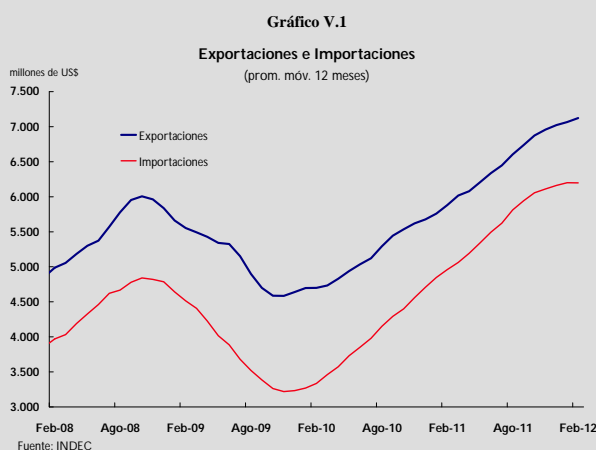
Las exportaciones crecieron en torno a 10% interanual (i.a.) en los primeros dos meses de 2012, impulsadas por las mayores cantidades despachadas, principalmente de trigo y aceite de soja. Los precios se mantuvieron relativamente estables en un marco de caída interanual de las cotizaciones internacionales de las materias primas. Las importaciones desaceleraron su tasa de incremento respecto de los meses precedentes tanto en cantidades como en precios.

Para el resto de 2012 se espera que las ventas externas continúen la tendencia de los primeros meses del año, creciendo a una tasa más moderada debido a la menor cosecha de granos y a la desaceleración económica mundial. La reciente recuperación de las cotizaciones de las materias primas compensaría parcialmente los factores antes mencionados. Por su parte, las importaciones también se desacelerarían respecto de 2011, dado el menor crecimiento relativo esperado para 2012, en un marco de aplicación de políticas comerciales de promoción a la industria nacional. Así, el superávit comercial se mantendría elevado en términos históricos.

La balanza de servicios continuaría registrando déficit en 2012, aunque el resultado podría mejorar respecto del año previo a partir de los mayores ingresos por viajes, en la medida que no se verifiquen factores climáticos adversos tales como las cenizas volcánicas que afectaron las zonas turísticas del sur en 2011. En cuanto a las Rentas de la inversión, se mantendría el déficit, en base al egreso neto en concepto de Utilidades y dividendos asociado al crecimiento económico y al pago neto de intereses, que seguiría estable y bajo en términos históricos. Así, se prevé que el excedente comercial de mercancías continúe siendo el principal sostén de las cuentas externas, compensando parcialmente los resultados negativos de Servicios y, principalmente, de Rentas.

Luego de que la Cuenta capital y financiera registrara déficit en 2011, se espera cierta mejora en el saldo durante 2012 a partir de la menor formación neta de activos externos por parte del sector privado, en un marco de regulaciones sobre el origen de los fondos para la compra de moneda extranjera, y de una mayor reinversión de Utilidades.

Por último, las Reservas internacionales se ubicaron en US\$47.291 millones a fines de marzo de 2012, con una acumulación de US\$915 millones durante el primer trimestre del año. Los fondos utilizados entre abril del año pasado y marzo de 2012 para la atención de servicios de deuda pública a Instituciones Financieras Internacionales (IFI) y a tenedores privados sumaron cerca de US\$7.000 millones, aunque dadas las compras del BCRA en el mercado cambiario la disminución de las reservas internacionales fue más acotada.



Cuadro V.1
Balance de Pagos. Cuenta Corriente
(millones de US\$)

	2010	I-11	II-11	III-11	IV-11	2011	Var. IV-11 / IV-10
Cuenta Corriente	2.819	-929	1.493	-190	-356	16	190
Cta. Corr., acum. 4 trim. (% del PIB)	0,8	0,6	0,2	0,9	0,3	0,0	-0,4
Mercancías	14.267	2.460	4.793	3.300	2.988	13.541	872
Exportaciones fob	68.134	17.104	22.918	23.531	20.716	84.269	3.420
Importaciones fob	53.868	14.644	18.125	20.231	17.728	70.728	2.547
Servicios reales	-1.115	-673	-519	-689	-349	-2.230	-387
Exportaciones de servicios	13.066	3.485	3.351	3.357	3.999	14.192	203
Importaciones de servicios	14.180	4.157	3.870	4.047	4.349	16.423	591
Rentas	-9.939	-2.514	-2.693	-2.744	-2.878	-10.829	-322
Renta de la inversión	-9.882	-2.502	-2.676	-2.722	-2.857	-10.757	-316
Intereses	-2.723	-813	-874	-865	-875	-3.427	-129
Ganados	1.682	426	413	430	411	1.680	-4
Pagados	4.404	1.239	1.287	1.294	1.286	5.106	125
Utilidades y Dividendos	-7.159	-1.689	-1.802	-1.857	-1.983	-7.331	-188
Ganados	941	319	324	308	275	1.226	54
Pagados	8.100	2.007	2.126	2.165	2.258	8.556	242
Otras Rentas	-58	-12	-17	-23	-21	-73	-6
Transferencias corrientes	-396	-203	-89	-56	-117	-465	28

Fuente: INDEC

V.2 Cuenta Corriente

El superávit comercial continuó siendo el sostén del saldo de la Cuenta corriente, que en 2011 se ubicó en niveles cercanos al equilibrio (ver Cuadro V.1). El saldo positivo de los flujos comerciales fue parcialmente compensado por los egresos netos de servicios —originados principalmente en los pagos en concepto de fletes por mayores importaciones— y por el turismo (ver Gráfico V.3). A esto se le sumó el resultado negativo de las rentas de la inversión: tanto el pago neto de intereses como los giros de Utilidades y dividendos se mantuvieron en 2011 estables en relación a los registros del año previo (ver Gráfico V.4)

De acuerdo con la información disponible, en los primeros dos meses del año el superávit comercial continuó siendo el sostén de la Cuenta corriente, registrando tanto las exportaciones como las importaciones un menor ritmo de crecimiento respecto de 2011¹⁹.

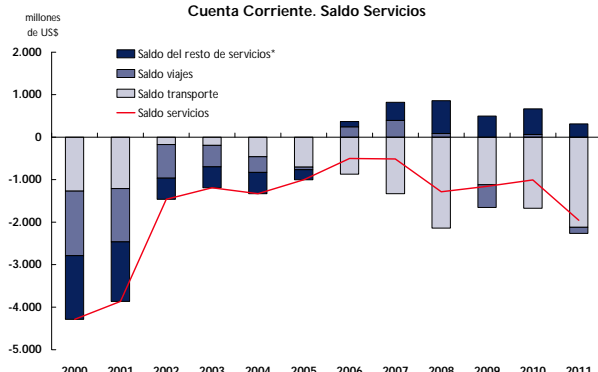
El aumento de las ventas externas durante el primer bimestre de 2012 (en torno a 10% interanual —i.a.—) se explicó por las cantidades, dado que los precios se mantuvieron relativamente estables (ver Gráfico V.5). Las importaciones también fueron impulsadas por las cantidades adquiridas en el exterior (cerca de 5% i.a.), mientras que los precios se redujeron levemente respecto de los registros de igual período de 2011 (ver Gráfico V.6).

En el primer bimestre de 2012 se observaron aumentos en los volúmenes de todos los rubros de exportación (ver Cuadro V.2). Los Productos Primarios (PP) lideraron el alza de las ventas externas, con un crecimiento próximo a 25% i.a. (cerca de 34% i.a. en cantidades, parcialmente compensado por una reducción que rondó el 6% i.a. en los precios). La suba fue impulsada principalmente por los mayores embarques de trigo, que registraron un alza superior a 40% i.a. (ver Gráfico V.7).

Las exportaciones industriales acumularon un incremento cercano a 7% i.a. a febrero de este año, impulsadas por las ventas del sector automotor (alrededor de 9% i.a.). Si bien los envíos a Brasil siguen concentrando cerca del 70% de las exportaciones automotrices, en los últimos meses se observó un mejor desempeño de las ventas al resto de los destinos (ver Gráfico V.8).

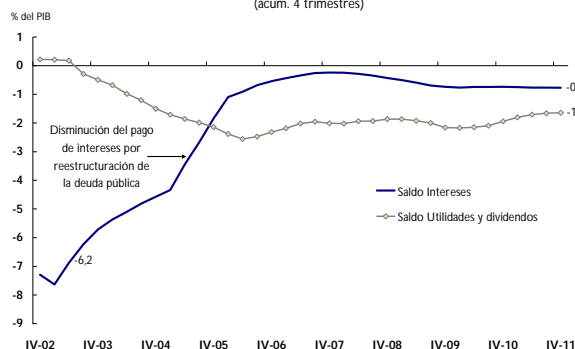
Por su parte, las ventas de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) acumularon un alza cercana a 6% i.a. al segundo mes de 2012, debido a que las mayores cantidades vendidas (en torno a 9% i.a.) compensaron la

Gráfico V.3
Cuenta Corriente. Saldo Servicios



* Incluye servicios de comunicaciones, construcción, financieros, empresariales, informáticos y profesionales, entre otros.
Fuente: INDEC

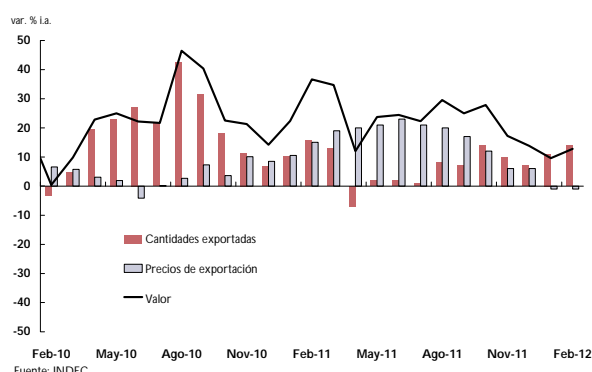
Gráfico V.4
Rentas de la Inversión
(acum. 4 trimestres)



Fuente: INDEC

¹⁹ Se consideraron las importaciones en términos *Cost, Insurance and Freight* (CIF; incluyendo costos, seguro y flete) mientras que en el Balance de Pagos son contabilizadas en términos *Free on Board* (FOB; puesto a bordo), ya que los gastos de transporte se registran en la balanza de servicios.

Gráfico V.5
Precios y Cantidades de Exportación



caída interanual de los precios (-2%). En particular, sobresalieron los despachos de aceite de soja, que crecieron más de 20% i.a. Aunque con un menor peso relativo, también se destacaron los envíos de lácteos (alrededor de 23% i.a.).

Las ventas externas de Combustibles y energía acumularon una suba mayor a 15% i.a. a febrero. Al favorable escenario de precios (superior a 10% i.a.) se adicionó un alza de los volúmenes comercializados (cercana a 4% i.a.). Los despachos de Petróleo impulsaron este aumento al incrementarse por encima de 40% i.a.

Por el lado de las importaciones, los Combustibles y lubricantes se mantuvieron como el rubro más dinámico al subir cerca de 12% i.a., aunque desacelerándose fuertemente respecto de la evolución del año pasado (110% i.a.). A diferencia de todo 2011, el alza respondió al aumento de los precios (cerca de 11% i.a.), a lo que se adicionó una ligera suba de las cantidades. Los productos de mayor relevancia dentro de las importaciones de este rubro fueron el gasoil, el gas natural y el Gas Natural Licuado (GNL), destinados a abastecer el creciente consumo de la industria, del transporte y de los hogares.

Cuadro V.2
Exportaciones por Rubro

Rubro	Primer bimestre 2012					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2011	2012	Total	Precios	Cantidades	
Productos primarios	2.170	2.715	25,1	-6	34	45,1
MOA	3.751	3.980	6,1	-2	9	19,0
MOI	3.821	4.094	7,1	2	5	22,6
MOI sin Material de transporte	2.596	2.754	6,1			13,1
Material de transporte	1.225	1.340	9,4			9,5
Combustibles y energía	1.057	1.218	15,2	11	4	13,3
TOTAL	10.799	12.007	11,2	0	11	100

Fuente: INDEC

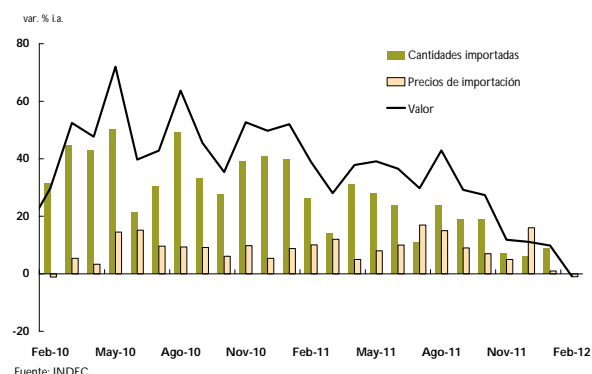
Las Piezas y accesorios para bienes de capital registraron un alza aproximada de 7% i.a. en el acumulado a febrero, impulsadas por las cantidades. Por su parte, las compras externas de Bienes de capital crecieron marginalmente, mostrando una desaceleración debido a las menores cantidades adquiridas. En particular, se destacaron los aumentos de las importaciones de maquinarias mecánicas y eléctricas destinadas a expandir la capacidad productiva de la industria (ver Cuadro V.3 y Sección III).

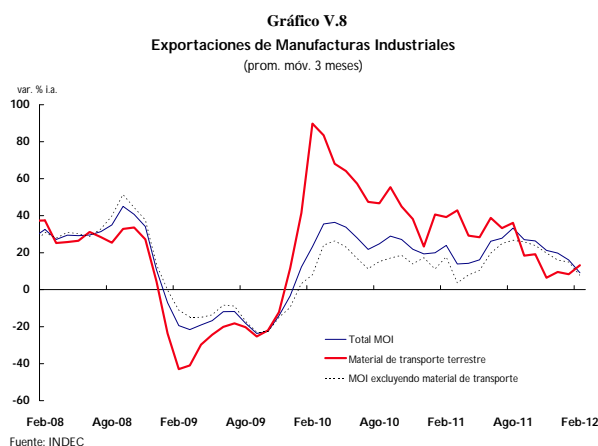
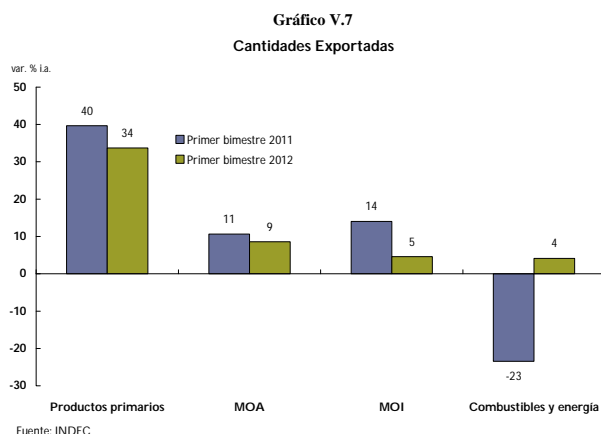
Los Bienes intermedios prácticamente no aumentaron respecto de los primeros meses de 2011. En tanto, los Bienes de consumo subieron 3% i.a. y las compras de Vehículos automotores de pasajeros lo hicieron alrededor de 11% i.a., registrando en ambos casos una desaceleración respecto del año pasado.

En 2012 el superávit comercial estimado seguiría siendo el sostén de la Cuenta corriente, con tasas de crecimiento más moderadas en los flujos de comercio que las verificadas en 2011.

Por su parte, la balanza de servicios continuaría registrando déficit en 2012. Sin embargo, se espera una ligera mejora del resultado por viajes respecto de 2011 en la medida que no se registren eventos climáticos adversos que afecten las principales áreas turísticas del país, tal cual lo evidenciado en 2011 en la Patagonia. Así, los ingresos por viajes continuarían con la tendencia positiva de los últimos años, destacándose el alza de los arribos

Gráfico V.6
Precios y Cantidades de Importación





Cuadro V.3
Importaciones por Uso Económico

Uso económico	Primer bimestre 2012					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2011	2012	Total	Precios	Cantidades	
Bienes de capital	2.049	2.087	1,9	5	-3	8,7
Equipo de transporte industrial	389	432	11,1			9,8
Otros bienes de capital	1.660	1.655	-0,3			-1,1
Bienes intermedios	3.108	3.146	1,2	-1	2	8,7
Combustibles y lubricantes	747	840	12,4	11	1	21,3
Piezas y acc. para bienes de capital	1.810	1.930	6,6	-1	8	27,5
Bienes de consumo	1.137	1.171	3,0	-5	12	7,8
Vehículos automotores de pasajeros	808	897	11,0			20,4
Resto	19	44	131,6			5,7
TOTAL	9.678	10.115	4,5	-1	5	100

Fuente: INDEC

de turistas extranjeros que entre 2003 y 2011 prácticamente se duplicaron (ver Apartado 2).

Con relación a la cuenta Rentas de la inversión, se proyecta que se mantenga el déficit, dado el egreso neto en concepto de Utilidades y dividendos, en un escenario de continuidad del crecimiento económico, y el pago neto de intereses, que seguiría bajo y estable en términos históricos.

V.3 Cuenta Capital y Financiera y Activos y Pasivos Externos

En 2011 la Cuenta capital y financiera fue deficitaria en US\$2.197 millones debido, fundamentalmente, a la formación de activos externos por parte del sector privado no financiero (ver Gráfico V.9). En sentido opuesto, el sector financiero mostró una entrada neta de US\$6.598 millones. Cabe destacar que el sector privado financiero registró un ingreso neto de US\$1.598 millones, con una suba de US\$1.254 millones respecto de 2010.

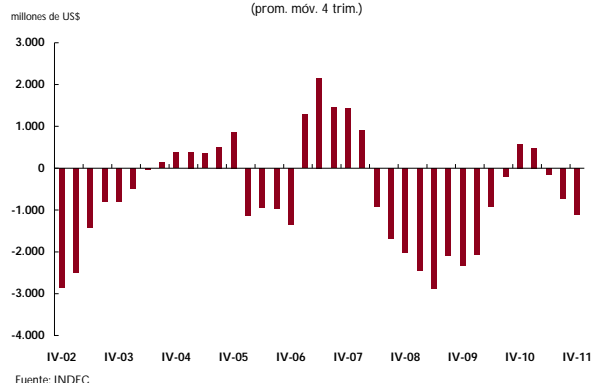
Si bien el escenario de volatilidad en los mercados financieros internacionales persistiría en 2012, se prevé una mayor reinversión de Utilidades y una menor formación de activos externos por parte del sector privado, en un marco de regulaciones fiscales asociadas a la compra de moneda extranjera. En este contexto, se proyecta una mejora en el saldo de la Cuenta capital y financiera.

Por su parte, la Deuda externa fue de US\$139.715 millones a fines de 2011, lo que implicó un crecimiento nominal de US\$10.802 millones respecto de 2010. Este incremento respondió principalmente al alza de la deuda de corto plazo y al mayor endeudamiento privado con proveedores, asociado al aumento de las importaciones de bienes. A pesar del incremento nominal interanual, la deuda se redujo en relación al PIB respecto de 2010 (desde 35,0% hasta 31,4% en diciembre de 2011), debido a la suba del Producto en dólares, en un contexto de fuerte crecimiento económico. De esta forma, la Deuda externa en relación al tamaño de la economía alcanzó el ratio más bajo de los últimos 15 años y se ubicó en niveles similares al de otras economías emergentes (ver Gráfico V.10).

Las Reservas internacionales se ubicaron en US\$47.291 millones a fines de marzo de 2012, con una acumulación durante el primer trimestre del año de US\$915 millones. Entre abril de 2011 y marzo de 2012 se utilizaron cerca de US\$7.000 millones para la atención de servicios de deuda pública a Instituciones Financieras Internacionales (IFI) y a tenedores privados²⁰, aunque las compras del BCRA en el mercado cambiario dieron lugar a que la

²⁰ Decreto N° 2054/2010 y Decreto N° 276/2011.

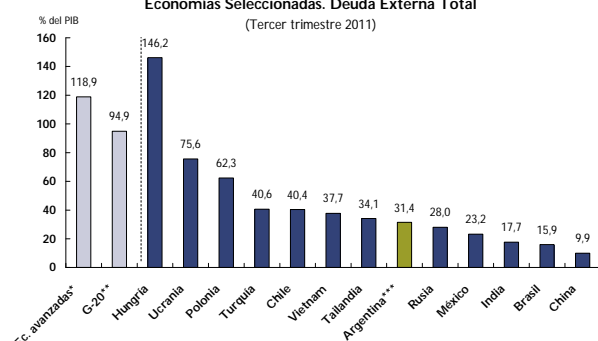
Gráfico V.9
Cuenta Capital y Financiera
(prom. móv. 4 trim.)



disminución de las Reservas en igual período fuera de sólo US\$4.007 millones. Así, las Reservas internacionales, originadas a partir de los saldos comerciales, continúan en valores históricamente elevados y representan aproximadamente 10,6% del PIB (ver Gráfico V.11).

La mejora de los indicadores de exposición externa de la Argentina en los últimos años tuvo como origen los excedentes comerciales que permitieron una política de acumulación prudencial de reservas que, a su vez, hizo posible reducir la volatilidad del mercado cambiario. Esto representa una diferencia fundamental frente a lo acontecido en el pasado, cuando el incremento de las reservas provenía del endeudamiento externo.

Gráfico V.10
Economías Seleccionadas. Deuda Externa Total
(Tercer trimestre 2011)



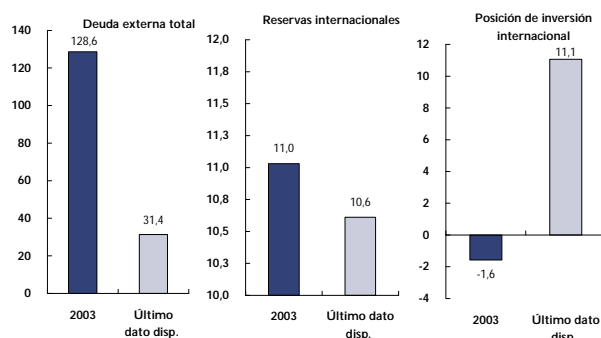
* Incluye Estados Unidos, zona del euro, Japón y Reino Unido

** No incluye Arabia Saudita y los países miembros de la Unión Europea que no forman parte de la zona del euro.

Fuente: FocusEconomics, FMI, Banco Mundial e INDEC

*** Cuarto trimestre 2011

Gráfico V.11
Indicadores del Sector Externo
(% del PIB)

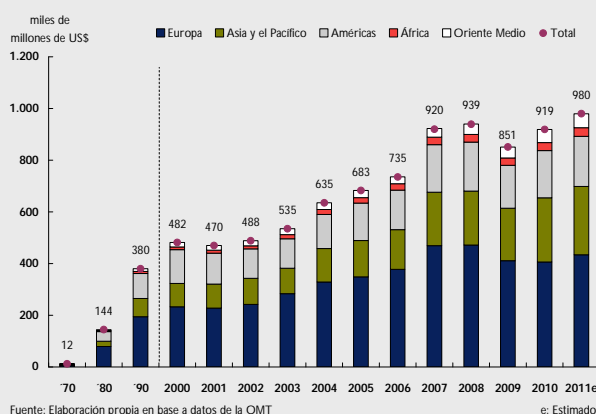


Apartado 2 / Impacto económico del turismo²¹

A lo largo de los últimos años²² la contribución del turismo a la actividad económica, a la creación del empleo y al ingreso de divisas, creció. Si bien se trató de un fenómeno mundial, el turismo receptivo en la Argentina se incrementó entre 2003 y 2011 por encima del promedio global. Además de poseer una variada riqueza de paisajes y patrimonio cultural, el flujo turístico receptivo e interno en la Argentina se potenció con la salida de la Convertibilidad y con la implementación de políticas públicas que jerarizaron la actividad permitiendo aumentar la oferta de productos y mejorar la infraestructura del sector.

Según la Organización Mundial de Turismo (OMT)²³ la actividad turística mundial registró 980 millones de llegadas en 2011, significando ingresos estimados en torno a US\$980.000 millones (1,4% del PIB mundial). Si se tiene en cuenta que en 2002 se habían registrado 703 millones de llegadas internacionales en todo el mundo y recursos por US\$488.000 millones, se verifica que en ese período prácticamente se duplicó el gasto global destinado al turismo.

Gráfico 1 | Ingresos Económicos por Turismo Internacional



El avance de los flujos internacionales de turismo fue acompañado por un cambio en su composición, donde los destinos considerados menos tradicionales (como América del sur, Asia y África) fueron ganando participación en el total en detrimento de América del norte y Europa (ver Gráfico 1). De acuerdo a la OMT, esta tendencia se intensificó luego de 2009, influida por la recuperación “a dos velocidades” de esta actividad, en la cual las economías emergentes experimentaron un mayor ritmo de crecimiento en relación a las naciones desarrolladas.

²¹ Se agradece la colaboración de la Dirección de Estudios de Mercado y Estadística - Subsecretaría de Desarrollo Turístico - Ministerio de Turismo de la Nación para la elaboración de este apartado.

²² El presente análisis abarca el período 2003-2011, aunque algunos de los indicadores utilizados sólo presentan información hasta 2010.

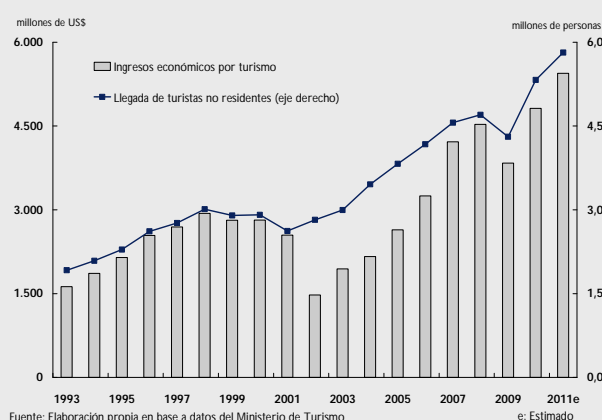
²³ The World Tourism Organization es el organismo especializado de Naciones Unidas, integrado por 162 países y territorios, con sede en España.

En América del Sur la llegada de turistas del exterior entre 2003 y 2011 se duplicó, mientras que para el total del mundo dicha suba alcanzó 39%. Asimismo, esta región junto con África y Medio Oriente, fueron los únicos destinos que en 2009 registraron aumentos en la cantidad de turistas extranjeros.

El desempeño del sector en Sudamérica combinó una demanda mundial creciente y una oferta local que logró acompañarla a partir del desarrollo de nuevos productos turísticos y de la mejora de la infraestructura. Ambas características de la oferta fueron favorecidas por las políticas nacionales orientadas al fortalecimiento de los mercados internos y al estímulo de la integración regional.

En el caso particular de la Argentina, a los factores mencionados —y su riqueza de diversidad de paisajes y patrimonio cultural— se agregó el impacto de la flexibilización del régimen cambiario a inicios de 2002. Esta medida mejoró la competitividad de la Argentina en el mercado turístico internacional al reducir los precios domésticos en moneda extranjera en relación a otros destinos. En ese marco, la llegada de turistas no residentes a nuestro país se duplicó entre 2003 y 2011 y logró superar los 5,6 millones de turistas anuales. Como consecuencia, los ingresos económicos en dólares registraron un aumento más que proporcional (cercano al 270% en el mismo lapso) representando en 2011 un 1,2% del PIB en dólares (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Turismo Internacional en la Argentina



Este desempeño ha llevado a la Argentina a ubicarse en el cuarto puesto en el *ranking* de llegada de turistas internacionales en América, superando a Brasil y detrás de Estados Unidos, México y Canadá (ver Cuadro 1). En cuanto a los ingresos económicos derivados de las entradas de no residentes, nuestro país se posicionó en el quinto lugar en América y en segundo lugar dentro de la región sudamericana detrás de Brasil, con el 24% del mercado.

Cuadro 1 | Ranking de Turismo Internacional en las Américas
(año 2010)

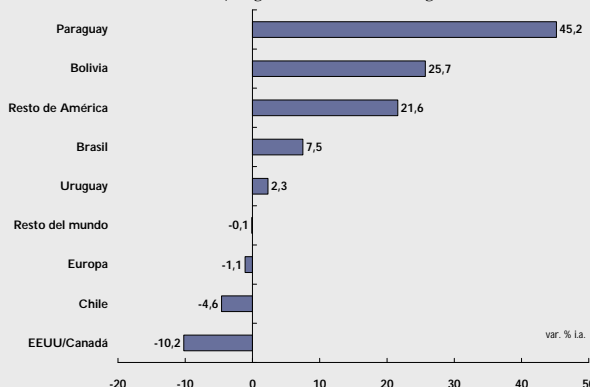
País	Llegada de turistas (en millones de personas)	Ingresos por turismo (en miles de millones de US\$)
Estados Unidos	1	1
México	2	3
Canadá	3	2
Argentina	4	5
Brasil	5	4
República Dominicana	6	6
Puerto Rico	7	7
Chile	8	15
Cuba	9	9
Colombia	10	11
Uruguay	11	16
Perú	12	8
Costa Rica	13	10
Jamaica	14	13
Bahamas	15	12
Panamá	16	14

Fuente: Ministerio de Turismo en base a datos de la OMT

En el año 2011 ingresaron al país US\$5.211 millones en concepto de viajes turísticos²⁴, representando el 36,7% de las exportaciones de servicios y 5,3% de las exportaciones totales. Así, la actividad turística se posicionó como el tercer sector exportador, detrás del complejo sojero y del automotriz.

Los países limítrofes son los que presentan la mayor participación en el turismo receptivo de la Argentina. En particular, estos mercados —con la excepción de Chile— han sido los que han impulsado el crecimiento del turismo en el 2011 (6,3%), tras la contracción de las llegadas desde mercados más afectados por la crisis económica internacional, como los europeos, los Estados Unidos y Canadá (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Llegadas de Turistas a la Argentina. Año 2011



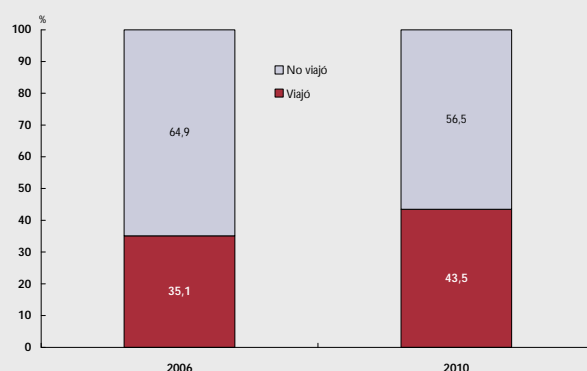
Fuente: Ministerio de Turismo

Desde 2003 también aumentó la salida de argentinos a otros destinos turísticos. No obstante, el balance —medido tanto en cantidad de turistas como en dólares— mejoró sustancialmente respecto de los niveles registrados durante el período de vigencia del régimen de Convertibilidad. Así, el promedio anual del balance de divi-

sas por turismo entre 2003 y 2011 tiende a equilibrarse, tras un déficit de US\$1.266 millones promedio anual registrado entre 1993 y 2001.

Más allá de la evolución positiva que el turismo internacional registró en la Argentina, son los turistas residentes los que dieron mayor impulso a esta actividad en los últimos años. En este sentido, la cantidad de residentes que realizaron al menos un viaje en el año, aumentó 8 puntos porcentuales entre 2006 y 2010. En 2006, el porcentaje de la población nacional que había realizado al menos un viaje representó el 35%, mientras que este porcentaje alcanzó casi 44% en 2010 (ver Gráfico 4).

Gráfico 4 | Residentes que Realizaron al Menos un Viaje Turístico en la Argentina



Fuente: Ministerio de Turismo en base a la Encuesta de Viajes y Turismo de los Hogares (en los 31 aglomerados urbanos de la EPH)

Las mejoras observadas en la distribución del ingreso también se reflejaron en la dinámica turística de la Argentina. Según el Ministerio de Turismo, en 2006 por cada 11 viajes turísticos que realizaban los habitantes de mayores ingresos, sólo se realizaba un viaje entre los de menores recursos. En 2011 esta brecha se redujo a 7,4. En cuanto al gasto turístico, en 2006 los sectores de mayores ingresos gastaban en turismo \$27 por cada peso que gastaban los sectores de menores ingresos. En tanto, el año pasado ese guarismo disminuyó a la mitad.

Como consecuencia de la mayor cantidad y mejor distribución de los feriados a lo largo del año, en un escenario de continua mejora del ingreso disponible, el turismo de los fines de semana largos creció un 50% entre 2010 y 2011; tendencia que se mantuvo durante el primer trimestre de este año.

Además del ingreso de divisas asociadas al turismo y su consecuente impacto sobre la Balanza de Pagos, en términos de la actividad económica, a la contribución directa del sector —por las empresas que suministran bienes y servicios a los turistas— se suma una amplia gama de efectos indirectos o multiplicadores en la medida en que dichas empresas impulsan a su vez el desarrollo de otras actividades.

²⁴ Información del Balance de Pagos (INDEC).

Investigaciones de la Cámara Argentina de Turismo (CAT)²⁵ señalan que en 2010 el PIB del sector turístico —incluyendo al turismo interno e internacional— creció 9,3% respecto del año previo, contribuyendo a generar —tanto por sus efectos directos como indirectos— el 7,29% del Producto total. Comparando dicho aporte con el del resto de los sectores productores de bienes y servicios, ocupó el sexto lugar, detrás de la Industria Manufacturera; Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler; Comercio; Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones y Enseñanza.

Desde el punto de vista de la demanda, las inversiones destinadas a desarrollar nuevos productos mostraron un desempeño destacable. En particular aquellas destinadas a la provisión de alojamiento permitieron que la oferta de establecimientos creciera, de acuerdo con los datos del Ministerio de Turismo, cerca de 60% entre 2003 y 2010.

En cuanto al empleo, en 2010 las ramas características del turismo emplearon a 1.047 miles de trabajadores (el 9,9% del empleo total urbano), acumulando un crecimiento de 19% respecto de 2004. Así, por su participación en la ocupación total, el turismo se ubicó por encima de sectores importantes como Agricultura y Ganadería y Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones²⁶.

En el proceso de desarrollo de la actividad turística, las políticas desplegadas por el Gobierno Nacional tuvieron un importante rol. En los últimos años se elaboró un Plan Federal Estratégico de Turismo Sustentable 2020²⁷, se sancionó la Ley Nacional de Turismo N° 25.997 y se jerarquizó el área con la creación del Ministerio de Turismo.

En resumen, el turismo en la Argentina registró un fuerte crecimiento en sus niveles de actividad con su consecuente derrame sobre otros sectores y el empleo, consolidándose como uno de los complejos exportadores más dinámicos en la generación de divisas.

²⁵ Informe Económico Anual 2010 / Perspectiva 2011. http://www.camaraargentinatourismo.travel/publicaciones_1.php?categoria_id=2

²⁶ Además de los efectos sobre la actividad económica y el empleo, el turismo en la Argentina ha contribuido al incremento de la recaudación tributaria. Así, por ejemplo, según el informe de la CAT el 6,1% del total de los recursos tributarios de 2010 se originaron a partir de esta actividad.

²⁷ En el marco de este plan se crearon distintas instituciones bajo la órbita del Ministerio de Turismo. Entre ellas se destacan el Consejo Federal de Turismo y el Instituto Nacional de Promoción Turística. Además, se constituyó el Fondo Nacional de Turismo, se diseñaron incentivos de fomento al sector y se lanzó el programa nacional de inversiones.

VI. Finanzas Públicas

VI.1 Síntesis

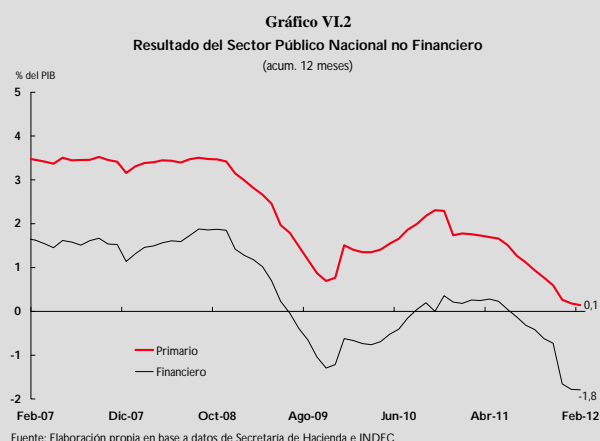
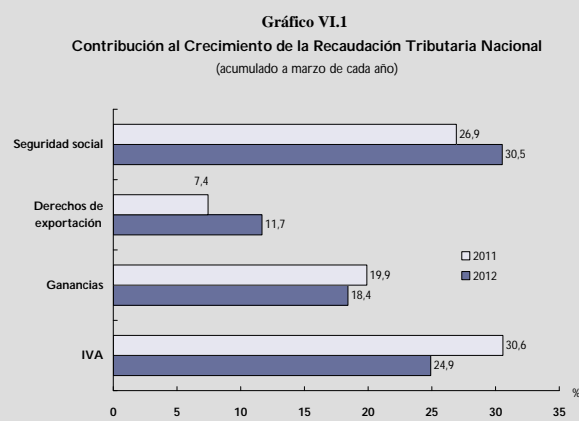
Durante el primer trimestre del año, la Recaudación continuó creciendo a tasas elevadas, impulsada principalmente por los impuestos ligados a la actividad económica y al empleo —los recursos de la Seguridad social, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y el impuesto a las Ganancias— acumulando una suba de 29% interanual (i.a.). De esta manera, la relación Recaudación/PIB habría superado el 29%, constituyendo un nuevo máximo histórico. Su evolución junto con la del resto de los ingresos, llevó a que los recursos del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) representaran más del 30% del Producto, incluyendo la Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos afectados a las provincias. En los próximos meses, la Recaudación tributaria nacional moderaría su ritmo de crecimiento, en línea con la evolución prevista para la actividad económica y para los flujos comerciales.

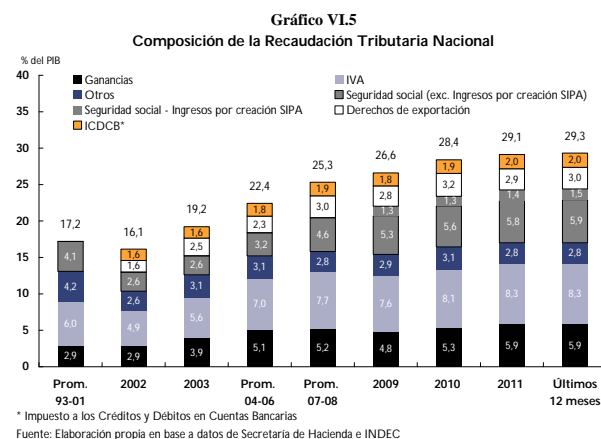
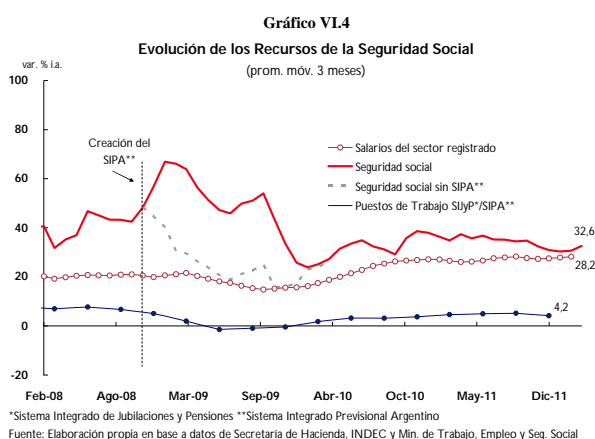
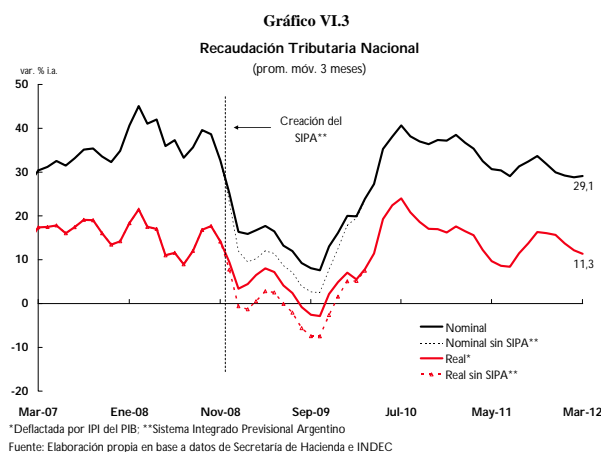
En el inicio de 2012, el Gasto primario del SPNF continuó creciendo a tasas similares a las registradas en 2011 (32% i.a.), recuperando dinamismo tras la significativa desaceleración registrada hacia fines del año pasado. El incremento fue impulsado principalmente por las Prestaciones previsionales, el Gasto de capital, las Transferencias al sector privado y las Remuneraciones a los empleados públicos. El Gasto primario, considerando las transferencias automáticas de recursos a las provincias (Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros) habría representado alrededor de 30% del PIB en los últimos 12 meses. Frente a esta dinámica de recursos y gastos, el Resultado primario del SPNF se mantuvo en valores cercanos al equilibrio.

El sector público siguió afrontando sus necesidades de financiamiento en el comienzo del año mediante el uso de fuentes intra sector público. La continuidad de la política de desendeudamiento permite estimar que a fines de 2011 la Deuda pública en manos del sector privado siguió reduciéndose, al tiempo que volvió a contraerse en relación al tamaño de la economía.

Se prevé que en lo que resta de 2012 el Gobierno Nacional siga implementando la política de desendeudamiento con el sector privado, en el marco de la nueva Carta Orgánica del BCRA que permite utilizar las Reservas internacionales de libre disponibilidad para el pago de la deuda soberana.

En el año, los recursos tributarios propios de las provincias y los de origen nacional exhibieron un desempeño dinámico, con tasas de variación interanual de 28% y 30%, respectivamente. Adicionalmente, algunos distritos subnacionales continuaron accediendo a financiamiento en los mercados de crédito, tendencia que podría continuar en los próximos meses.





VI.2 Resultado Fiscal del Sector Público Nacional no Financiero

Ingresos

En los primeros meses de 2012 la Recaudación tributaria nacional siguió creciendo a tasas elevadas —aunque a un ritmo más moderado que en los meses previos—, impulsada por los impuestos ligados a la actividad económica y al empleo, principalmente por los recursos de la Seguridad social, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y el impuesto a las Ganancias (ver Gráfico VI.3). En el primer trimestre del año, los ingresos tributarios crecieron 29% en términos nominales, de modo que la relación Recaudación/PIB alcanzó un nuevo máximo histórico, ubicándose en torno a 29,3%.

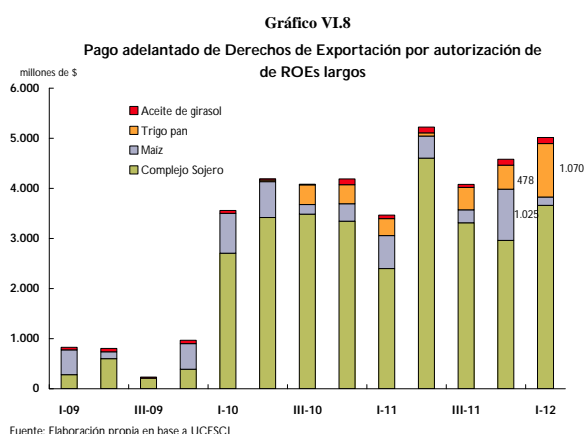
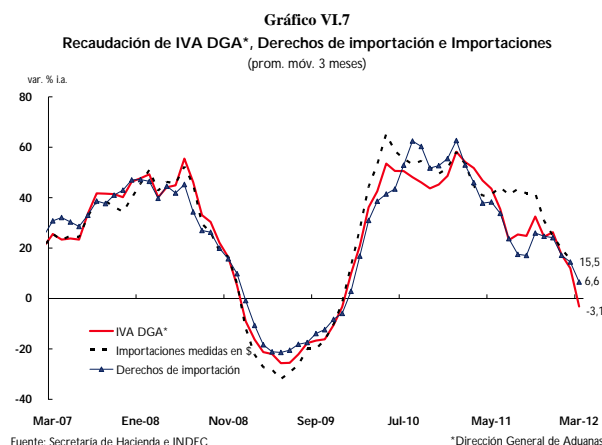
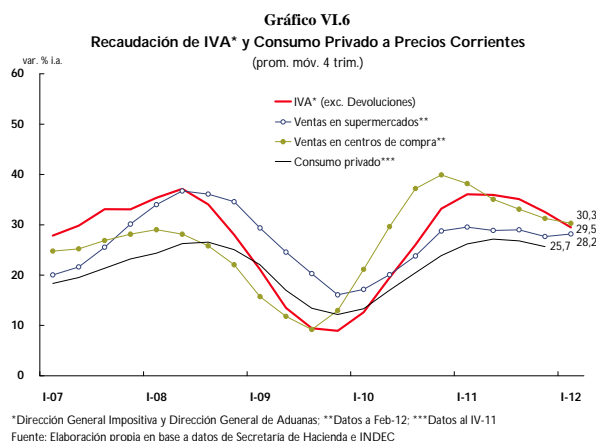
Los recursos de la Seguridad social aumentaron 33% interanual (i.a.) en el primer trimestre del año, básicamente por el aumento de las remuneraciones y del empleo registrado (ver Gráfico VI.4). De este modo, estos ingresos siguieron ganando participación en términos del PIB (ver Gráfico VI.5).

Los recursos asociados al IVA aumentaron 24% interanual (i.a.) en los primeros tres meses de 2012, en línea con el crecimiento del Consumo nominal (ver Gráfico VI.6). El IVA Dirección General Impositiva (IVA DGI) acumuló un incremento de 37% i.a. Por su parte, el componente del IVA ligado a las Importaciones (IVA DGA —Dirección General de Aduanas—) mantuvo la tendencia a la baja que venía evidenciando en los últimos meses, efecto que también se observó en el resto de los tributos vinculados a las compras externas, cerrando el primer trimestre del año con un contracción de 3% i.a. (ver Gráfico VI.7).

Los recursos asociados al impuesto a las Ganancias continuaron expandiéndose a tasas elevadas, con un incremento de 31% i.a. El desempeño del tributo obedeció al aumento del nivel de actividad económica, las remuneraciones y las importaciones, que se reflejaron en mayores anticipos, retenciones y percepciones de sociedades y en mayores pagos y anticipos de personas físicas. La expansión fue parcialmente compensada por la elevación de las deducciones personales para personas físicas con vigencia desde abril de 2011²⁸.

Los Derechos de exportación acumularon un crecimiento de 37% i.a. entre enero y marzo de 2012, a partir de las mayores ventas externas gravadas. En particular, en el primer trimestre del año, se registró un fuerte incre-

²⁸ Resolución General N° 3073/2011.



mento en los pagos adelantados de derechos²⁹ vinculados a las autorizaciones de solicitudes de Registro de Operaciones de Exportación (ROEs) de soja y trigo (ver Gráfico VI.8).

Por su parte, los Derechos de importación continuaron desacelerándose y crecieron 7% i.a., en línea con la evolución del IVA DGA y las importaciones medidas en moneda nacional.

Los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) acumularon un alza de 28% i.a., a partir del incremento del monto de las transacciones gravadas.

Por último, la Recaudación de los impuestos sobre Combustibles creció 37% i.a., principalmente debido al incremento de las ventas de naftas y a los mayores precios de los combustibles gravados. Estos recursos volvieron a crecer a un ritmo elevado, contrastando con el comportamiento registrado en 2011, cuando la suba había sido moderada por la incorporación de biocombustibles —no alcanzados por los impuestos sobre los combustibles³⁰— en las naftas, el gasoil y el diesel oil.

Respecto de los ingresos no tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), el BCRA transfirió al Tesoro Nacional (TN) \$2.310 millones en concepto de anticipo de utilidades correspondientes al período 2011 y contribuciones. Así, considerando la evolución de la Recaudación y del resto de los ingresos —incluyendo la Participación federal de impuestos, Leyes especiales y otros recursos afectados a las provincias— los recursos totales del SPNF continuaron expandiéndose a una tasa cercana al 20% i.a. en el trimestre (ver Gráfico VI.9).

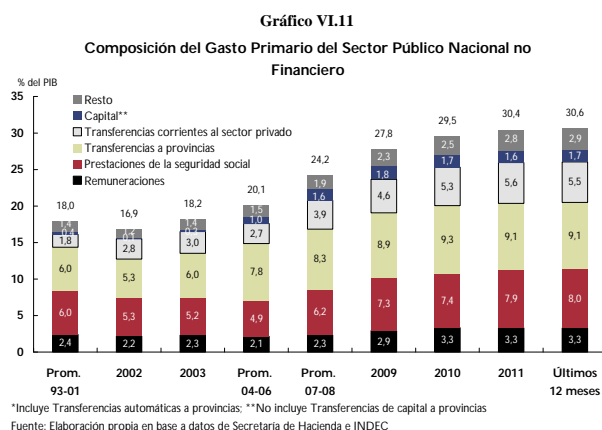
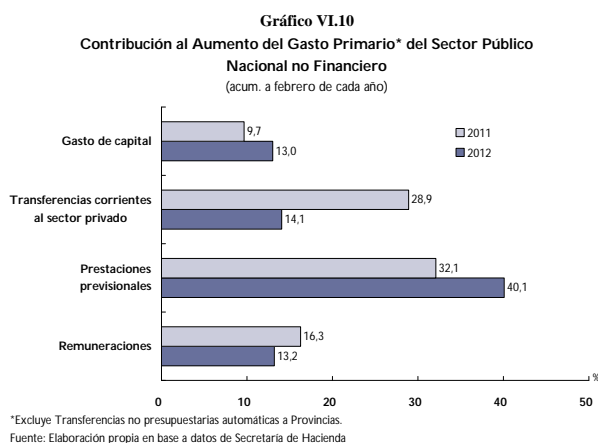
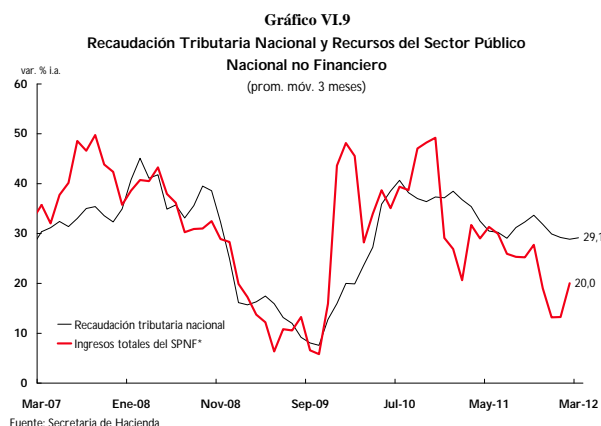
Para los próximos meses del año, se proyecta que los Ingresos del Sector Público Nacional moderarán su ritmo de crecimiento, principalmente a partir la evolución estimada de la Recaudación, en función del dinamismo previsto para la actividad económica y los flujos comerciales.

Gasto y Resultado

En los primeros meses de 2012, el Gasto primario del SPNF siguió creciendo a tasas similares a las registradas en 2011 (32% i.a.), recuperando dinamismo tras la desaceleración que se había registrado hacia fines del año

²⁹ La Resolución Conjunta ex Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario (ONCCA) N° 3714/08 y AFIP N° 2488/08 creó un régimen optativo de “ingreso anticipado” de los Derechos de exportación, autorizando la realización de la venta externa dentro de un período de 180 ó 365 días —de acuerdo al producto involucrado—, siempre y cuando se abonen los derechos dentro de los 5 días posteriores a la aprobación de la declaración por parte de la ex ONCCA (actualmente Unidad de Control y Evaluación de Subsidios al Consumo Interno; UCESCI).

³⁰ Mediante la Ley N° 26093 se creó el Régimen de Promoción para la Producción y Uso Sustentable de Biocombustibles, que dispuso, a partir de enero de 2010, que las naftas, el gasoil y el diesel oil deben incluir, como mínimo, un 5% de biocombustibles. Posteriormente, en julio de 2010, el porcentaje de mezcla de biodiesel con gasoil se elevó al 7%.



pasado. Las Prestaciones previsionales continuaron siendo los principales impulsores del alza del gasto (ver Gráfico VI.10), seguidas por las Transferencias corrientes al sector privado, las Remuneraciones a los empleados públicos y el Gasto de capital. De este modo, las erogaciones primarias (incluyendo la Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros conceptos de afectación automática a las provincias) habrían continuado creciendo en términos del PIB hasta representar alrededor de 30% del PIB (ver Gráfico VI.11).

El gasto previsional acumuló un alza cercana al 38% i.a., básicamente explicada por los incrementos de los haberes otorgados en marzo y septiembre de 2011³¹ de acuerdo a la Ley de Movilidad Previsional y al crecimiento de la cantidad de beneficiarios. Así, el gasto correspondiente a este rubro representó alrededor de 8% del Producto, con un alza de 0,6 puntos porcentuales (p.p.) respecto a un año atrás.

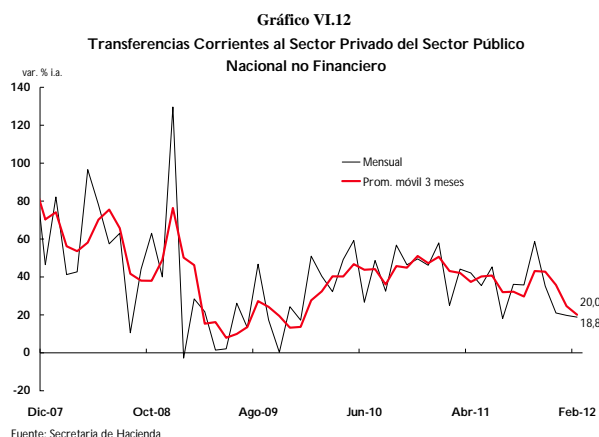
Las Transferencias corrientes al sector privado se incrementaron en torno a 20% i.a., por debajo del registro de 2011 (ver Gráfico VI.12). Los mayores giros estuvieron asociados principalmente a los subsidios al sector energético y al transporte público de pasajeros, a las mayores coberturas asistenciales administradas por el Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSSJyP; PAMI) y al incremento de las Asignaciones familiares por hijo, que contemplan la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH)³². A partir de fines del año 2011 el Gobierno Nacional avanzó gradualmente en la eliminación de subsidios en las tarifas de servicios públicos a empresas de determinados sectores y a familias que residen en zonas específicas. Asimismo, el Poder Ejecutivo Nacional anunció la eliminación gradual de los subsidios al sistema de transporte público de pasajeros de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, previéndose el sostenimiento de la mitad de la asistencia financiera anual correspondiente hasta fin de año, tanto para el sistema de subterráneos como para el transporte automotor (colectivos).

Las Remuneraciones del sector público subieron cerca de 26% i.a. en el primer trimestre del año, por el efecto pleno de las subas otorgadas durante 2011. Adicionalmente, se registró un alza interanual del empleo público durante el período³³.

³¹ Según la Ley N° 26417 de Movilidad Previsional se dispusieron subas de 17,33% en marzo de 2011, de 16,82% en septiembre de 2011. A partir de marzo de 2012, el ajuste aplicado sobre las prestaciones ascendió a 17,62%.

³² Según el Decreto N° 1482/2011, la asignación por hijo pasó de \$220 a \$270 mensuales en septiembre, a la vez que se modificó la escala de remuneraciones y se incrementó el límite salarial para la percepción de asignaciones familiares.

³³ A diciembre de 2011, los puestos de trabajo del SPNF en el promedio móvil cuatro trimestres se incrementaron en torno a 7% i.a., según el INDEC.



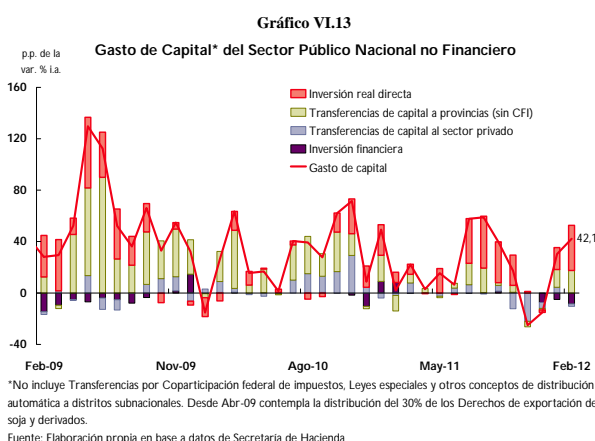
Por su parte, las erogaciones de Capital, tras crecer 17% i.a. en 2011 —e incluso contraerse significativamente en términos nominales hacia fines del año pasado—, pasaron a expandirse a inicios de 2012, retornando a tasas de crecimiento cercanas a 36% i.a. (ver Gráfico VI.13). Este comportamiento reciente obedeció al mayor dinamismo tanto de la Inversión real directa como de las transferencias de Capital, en particular las destinadas a las provincias.

Cabe destacar que los giros de Capital a las provincias contemplan los montos distribuidos a través del Fondo Federal Solidario³⁴ (que destina a los distritos subnacionales el 30% de los Derechos de exportación de la soja y sus derivados), que en el primer trimestre de 2012 totalizaron \$1.595 millones, implicando una expansión de 36% i.a.

De acuerdo con el comportamiento de los ingresos y gastos descrito, el SPNF siguió registrando un saldo primario superavitario. Por su parte, tras el pago de intereses el resultado fiscal deficitario representó alrededor de 1,8% del PIB en los últimos 12 meses.

VI.3 Financiamiento y Deuda Pública Nacional

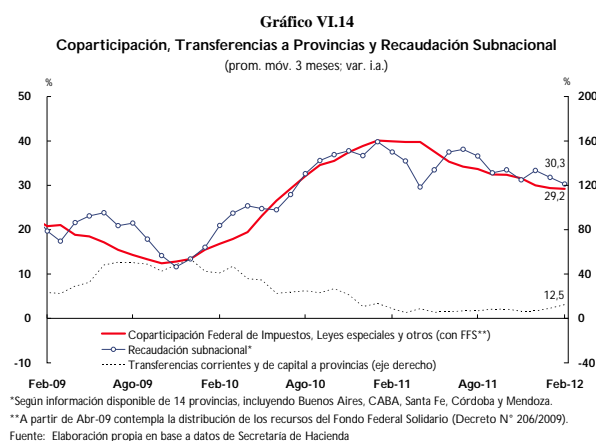
Durante el primer trimestre de este año el TN siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes provenientes de organismos del sector público, a partir de Adelantos Transitorios (AT) del BCRA, de la suscripción de instrumentos de deuda por parte del Fondo de Garantía de Sustentabilidad administrado por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS-FGS), y préstamos del Banco de la Nación Argentina (BNA).



Se prevé que continúe la política de desendeudamiento con el sector privado, en el marco de la reciente modificación de la Carta Orgánica del BCRA. En particular, en lo que compete a las finanzas públicas, la reforma permite utilizar las Reservas internacionales de libre disponibilidad para continuar integrando el Fondo de Desendeudamiento Argentino —destinado a atender los vencimientos de la deuda pública en manos del sector privado—, así como los pagos a Instituciones financieras internacionales y otras deudas bilaterales oficiales.

En el proceso de desendeudamiento con el sector privado confluyeron los resultados de los canjes de 2005 y 2010 y la política de financiamiento intra sector público implementada en los últimos años. Así, la Deuda pública en poder de acreedores privados alcanzó un mínimo de alrededor de 13,5% del PIB a fines de 2011, estimándose

³⁴ Decreto N°206/2009.



se una nueva reducción en 2012. Se destaca también que las reestructuraciones de 2005 y 2010, además de implicar una importante quita en el capital adeudado, dieron lugar a ciertas mejoras en las condiciones financieras de las obligaciones del sector público (aumentando la vida promedio y la participación de la deuda denominada en moneda nacional). Si bien la reciente reestructuración de la deuda soberana de Grecia comparte algunas de las características de las operaciones llevadas a cabo en la Argentina, existen diversas diferencias entre las transacciones que van desde la complejidad operativa de los canjes hasta el escenario macroeconómico en el que tuvieron lugar (ver Apartado 3).

VI.4 Finanzas Públicas Subnacionales

Los recursos tributarios propios de las provincias continuaron exhibiendo tasas de crecimiento elevadas, al igual que los recursos de origen nacional, presentando ambos grupos tasas de variaciones interanuales de 28% y 30%, respectivamente.

En lo que va de 2012, los fondos enviados a las jurisdicciones subnacionales en concepto de Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros recursos de distribución automática se incrementaron 30% i.a., principalmente a partir del desempeño del IVA y del impuesto a las Ganancias (ver Gráfico VI.14). En tanto, en el primer bimestre de 2012 los niveles de las Transferencias corrientes a las provincias se elevaron 20% i.a. en términos nominales, al tiempo que las de capital aumentaron 41% i.a.

Las provincias continuaron accediendo a financiamiento en los mercados de crédito, pudiendo verificarse en los próximos meses nuevas emisiones de deuda por parte de diferentes distritos subnacionales. En el primer trimestre de 2012 la Ciudad de Buenos Aires colocó deuda por US\$415 millones, en tanto que Salta emitió US\$185 millones.

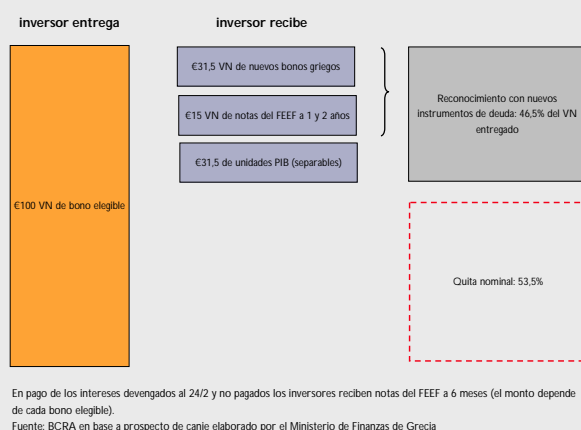
Apartado 3 / Canje de deuda griega y comparación con la reestructuración de pasivos de la Argentina (canjes 2005-2010)

A inicios del 2012 se concretó la operación de canje de la deuda soberana de Grecia, que además de evitar un *default* desordenado, apuntó al objetivo explícito de llevar la carga de la deuda de más de 160% del PIB a un nivel de 120,5% en 2020.

El canje de deuda soberana griega en manos de tenedores privados lanzado en febrero de 2012 tuvo lineamientos que superaron a los previstos en una primera versión de julio de 2011³⁵. La operación fue parte de una serie de medidas, incluyendo la posibilidad de acceder a un segundo paquete de asistencia por €130.000 millones con aportes de los países de la UE y del Fondo Monetario Internacional (FMI) —supeditado a una condicionalidad estricta— para cubrir las necesidades de financiamiento griegas hasta 2014.

El monto elegible ascendió a aproximadamente €206.000 millones —equivalente a una cifra por encima de US\$270.000 millones— incluyendo más de 130 especies canjeables. De esta manera, la transacción resultó ser la más grande hasta el presente, superando al canje argentino —con bonos elegibles por casi US\$82.000 millones— llevado a cabo en 2005 tras el *default* anunciado en el marco de la crisis 2001-2002, que en su momento había constituido un récord histórico. En el caso argentino se trató de una operación de gran complejidad, dada la cantidad de instrumentos elegibles —más de 150 bonos—, la diversidad de monedas (6) y de legislaciones implicadas (8).

Gráfico 1 | Canje de Deuda Griega con Inversores Privados: Esquema General



La reestructuración de la deuda griega implicó la entrega de bonos preexistentes a cambio de una combinación de nuevos instrumentos que fue la misma para todos los inversores (ver Gráfico 1). Por cada €100 de Valor Nominal (VN) de bonos entregados los inversores recibie-

ron €31,5 de nuevos títulos griegos. Los nuevos instrumentos entregados tienen plazos de hasta 30 años, 10 años de gracia en el pago de capital y cupones escalonados en forma ascendente con tasas de interés en promedio por debajo de 4% (ver Cuadro 1). Además los inversores recibieron €15 en notas del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera a 1 y 2 años de plazo³⁶.

Cuadro 1 | Características de los Nuevos Bonos Griegos cada €100 de VN

Plazo final	2042
Amortización	Comienza en 2023, con 5 pagos anuales de €1,5 y 15 pagos anuales de €1,6. Equivale a una canasta de 20 bonos <i>bullet</i> .
Cupón	Escalonado en forma ascendente (2% en 2013-2015, 3% en 2016-2020, 3,65% en 2012 y 4,3% en 2022-2042)
Cláusulas de acción colectiva	Sí
Ley aplicable	Inglesa

Fuente: BCRA en base a prospecto de canje elaborado por el Ministerio de Finanzas de Grecia

De esta manera, la operación implicó una quita de 53,5% en el VN, mayor a la originalmente pensada³⁷. Dado que se extendieron los plazos de los bonos y se rebajaron las tasas de interés, en términos de Valor Presente (VP) la disminución de la deuda fue superior al 70%.

En el canje argentino de 2005, por su parte, la transacción fue más compleja, al ofertarse un menú más amplio de alternativas; bonos Par, Cuasi-par y Descuento, con diferencias en materia de plazo, amortización, cupón, legislación y quita nominal (0%, 30,1% y 66,3%, respectivamente). Así, según los resultados presentados tras el canje de 2005, el saldo de deuda disminuyó 39% en VP en función de esta operación³⁸.

Si bien las quitas en valor presente presentan diferencias entre el caso griego y el argentino, debe tenerse en cuenta que las operaciones se realizaron en contextos que no son directamente comparables. En particular, el esquema de co-financiamiento de la reestructuración griega se diferenció de la experiencia argentina de 2005

³⁶ Por los intereses acumulados y no pagados hasta el 24-feb-12 se entregaron letras emitidas por el FEEF a 6 meses de plazo.

³⁷ En la primera versión del canje, de julio de 2011, se estipulaba la entrega de diferentes alternativas de bonos con y sin quita nominal. En aquellos con quita la misma era de 20%, y dadas ciertas condiciones tentativas de canje, la reducción de la deuda elegible era de 21% en Valor Presente (VP) —considerando tasas de descuento de 9%—. En el anuncio de octubre de este año ya se hablaba de quitas en VN de 50%.

³⁸ Teniendo en cuenta la deuda canjeada. Sin embargo, tomando como ejemplo un caso específico de un inversor que optó por bonos Descuento, se estima que la quita a Valor de Mercado estuvo en un rango de 65%-70%, dependiendo de la fecha de 2005 que se considere como referencia de precios para el cálculo. Se destaca que estos precios inicialmente atribuían un valor marginal a las Unidades Vinculadas al Producto.

³⁵ Ver Apartado 1 del Boletín de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2011.

y 2010, dado que en este último caso no se contó con ningún apoyo financiero de organismos internacionales para llevar a cabo la reestructuración.

El canje griego incurrió en una variante introducida en su momento por la reestructuración de pasivos argentinos, con el objetivo de darle a los inversores incentivos adicionales para entrar en la operación que estuviesen a su vez vinculados a la evolución de la actividad económica: la emisión de Unidades Vinculadas al Producto (UVP). Los tenedores de deuda griega recibieron estos instrumentos con igual plazo y valor nominal que los nuevos bonos griegos a emitir. Estas unidades pagarán hasta 1% anual si el PIB nominal de Grecia es mayor al estipulado en el prospecto y si el crecimiento real es positivo y supera al de referencia. El diseño de estos instrumentos presentó diversas diferencias con respecto a las UVP de la Argentina. Entre ellas se destaca que:

- 1) En el caso argentino se estipuló que los pagos acumulados no podrían superar una cota máxima, pero no se fijó un techo a los pagos anuales. Por su parte, las unidades griegas fijan un límite de 1% del valor nominal para cada pago³⁹.
- 2) Para definir si las unidades pagan o no, el cálculo griego tiene en cuenta el PIB nominal y el real, mientras que para la Argentina se considera sólo el PIB real (su nivel y su tasa de crecimiento).
- 3) El sendero de crecimiento real tomado como referencia para determinar si las unidades pagan o no, presenta en el ejemplo griego un patrón *benchmark* con tasas más altas en términos relativos los primeros años⁴⁰.

Estas diferencias de diseño en principio obedecen a las intenciones del gobierno griego de acotar los pagos de las unidades⁴¹. Adicionalmente, las unidades griegas tienen una opción de recompra para el gobierno griego (a partir de 2020) mientras que en la operación argentina se planteó un esquema general de recompra en función del exceso de crecimiento que no es específico para las UV al PIB sino que es extensivo para todos los instrumentos emitidos en el canje. Por último, para las

unidades griegas se estipula un mayor período de gracia hasta el primer pago⁴².

La operación griega tuvo dos tramos separados; uno para los bonos con legislación local (el más relevante, con un total de €177 mil millones de deuda elegible) que cerró en marzo y otro para los bonos con legislación extranjera que fue extendido hasta fines de abril. Considerando los primeros resultados publicados en marzo⁴³, el canje de deuda griega con inversores privados tuvo una aceptación mayor al 83% que se extendió hasta casi 96% tras la activación de las cláusulas de acción colectiva existentes⁴⁴. En la Argentina, mientras que en la operación de 2005 se consiguió una aceptación de 76% —resultado que se consideró exitoso dada la envergadura y la complejidad de la operación— tras las reaperturas de 2010 el porcentaje del total de la deuda elegible reestructurada pasó a estar cerca de 92%.

Finalmente, en términos de la efectividad de la operación, se destaca que si bien los montos implicados fueron considerables y la transacción consiguió disipar la incertidumbre acerca de la capacidad de Grecia de cumplir con los vencimientos en el corto plazo, aún se mantienen dudas con respecto a la sustentabilidad de la deuda soberana de ese país. En este sentido, los nuevos títulos públicos —sin considerar los instrumentos de corto plazo— presentan a fines de abril una curva de rendimientos aún invertida, con retornos por encima de 20% para la deuda a 10 años —la de menor plazo entre los títulos públicos—. Esto refleja la falta de certeza con respecto a la capacidad de Grecia de retomar un sendero de crecimiento en un contexto condicionado principalmente por dos factores. Por un lado, la implementación de políticas que mantienen el foco en el frente fiscal y las medidas de ajuste. Por el otro, la imposibilidad, en la medida en que Grecia continúe siendo parte de la zona del euro, de dinamizar las exportaciones a través de la política de tipo de cambio. Esto se suma a una carga de la deuda que aún sigue siendo relativamente elevada en Grecia, al tiempo que en el mercado persiste la incertidumbre con respecto a la factibilidad de cumplir con la meta estipulada para el ratio deuda / PIB en 2020.

³⁹ En el diseño griego no hay límite para los pagos acumulados. Las unidades argentinas mantienen su VN constante hasta que se alcanza el techo estipulado de pagos acumulados, mientras que en el caso griego el VN va decreciendo a medida que los bonos van amortizando (las unidades vencen cuando lo hacen los bonos).

⁴⁰ En la Argentina la diferencia entre el crecimiento para los primeros años y el nivel en el establecido en forma estable a partir del décimo año es menos marcado. A su vez el crecimiento real estipulado para los últimos 20 años (3%) es mayor al planteado en el diseño griego (estable en 2% a partir del octavo año).

⁴¹ Pese a que inicialmente los inversores estimaron que las UV PIB argentinas tendrían un valor muy bajo, en un contexto de altas tasas de crecimiento económico sus primeros pagos fueron significativos y superaron a las expectativas del mercado.

⁴² El primer pago potencial sería recién en 2015. En el esquema argentino, tras el canje de 2005, el período de gracia hasta el primer pago potencial de las UV PIB era de un año y medio.

⁴³ En base a los resultados del tramo de deuda con legislación local y los primeros resultados del tramo de deuda con legislación internacional. Este segundo tramo vencía el 11-abr-12 pero fue extendido. Según un primer comunicado oficial una vez cerrado este tramo la aceptación llegó a casi el 97% del total elegible.

⁴⁴ Para avanzar en la operación se exigía una participación mínima de 90% (si la misma era de entre 75% y 90% el gobierno griego podía decidir si continuar con la operación o no).

VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

VII.1 Síntesis

El 6 de abril de 2012 entró en vigencia la nueva Carta Orgánica del Banco Central, que establece un mandato múltiple para la entidad que promueve la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social. También se fortalece el rol de la autoridad monetaria en la política de crédito y dispone que el banco deberá publicar antes del inicio de cada ejercicio anual sus objetivos y planes respecto del desarrollo de las políticas monetaria, financiera crediticia y cambiaria, en el marco de las políticas establecidas por el Gobierno Nacional.

Junto con la Carta Orgánica, también se modificó la Ley de Convertibilidad, eliminándose la relación fija entre la base monetaria y las reservas internacionales. El nivel de las reservas necesarias que el BCRA deberá mantener para la conducción de la política cambiaria será definido por el Directorio a través de un ejercicio dinámico y permanente de evaluación de las condiciones que enfrente la economía argentina.

Durante el primer trimestre los saldos transaccionales evidenciaron una moderación en su ritmo de crecimiento. Al respecto, en marzo los medios de pagos totales (M2) alcanzaron un saldo promedio mensual de \$340.530 millones, incrementándose respecto a diciembre 4,8% (28,9% interanual —i.a.—). De esta forma, el M2 se ubicó entre el escenario base y el límite inferior del rango establecido para el primer trimestre por el Programa Monetario 2012.

La nota distintiva del trimestre la dieron los depósitos a plazo fijo del sector privado que en el período crecieron 16,1%. En términos interanuales el incremento ascendió a 38,9%, el nivel más elevado desde enero de 2004. Los aumentos ocurrieron tanto en el estrato de menos de \$1 millón como, y principalmente, en el mayorista, de \$1 millón y más, que creció 18,9% en el trimestre.

En el trimestre el Banco Central fue comprador neto en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) por US\$ 3.577 millones, monto superior a las compras netas realizadas en todo 2011. Por su parte, las tasas de corte de las LEBAC del mercado primario retrocedieron en forma generalizada. Las tasas de interés del mercado, tanto las activas (préstamos) como las pasivas (depósitos) descendieron en forma más acentuada.

En el primer trimestre del año el crédito al sector privado registró un aumento de 5,8% (\$13.940 millones), 1,5 puntos porcentuales (p.p.) menor al observado en igual mes de un año atrás. Así, la tasa de variación interanual se ubicó en el último trimestre en 46,9%, nivel que resulta muy superior al ritmo de crecimiento de los agregados monetarios. El aumento continúa siendo liderado por las líneas comerciales.

Gráfico VII.1

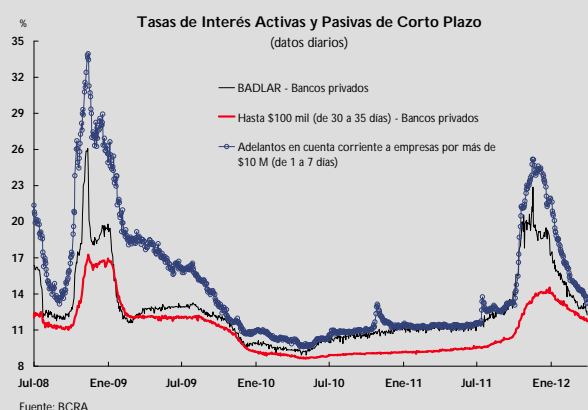
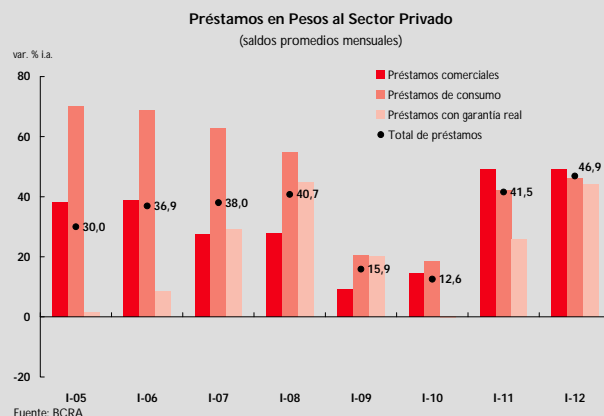
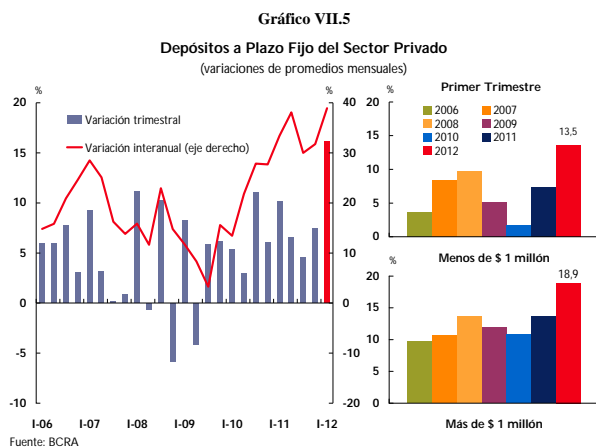
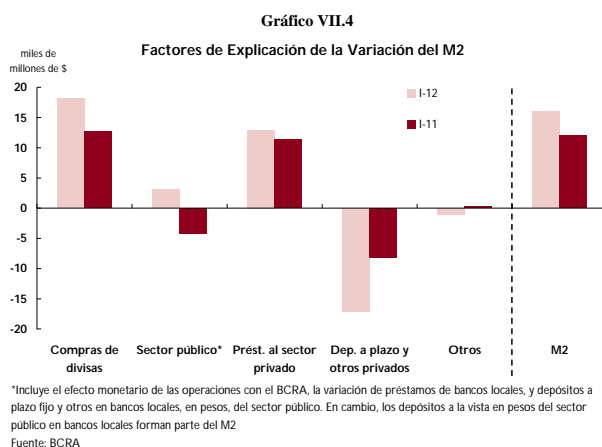
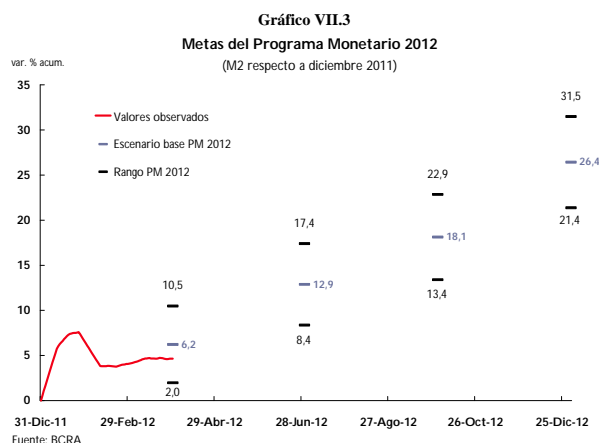


Gráfico VII.2





VII.2 Política Monetaria⁴⁵

Agregados Monetarios

El 6 de abril de 2012 entró en vigencia la nueva Carta Orgánica del Banco Central, que restablece un mandato múltiple para la entidad que promueve la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social. También se fortalece el rol de la autoridad monetaria en la política de crédito y se establece que el banco deberá publicar antes del inicio de cada ejercicio anual sus objetivos y planes respecto del desarrollo de las políticas monetaria, financiera crediticia y cambiaria.

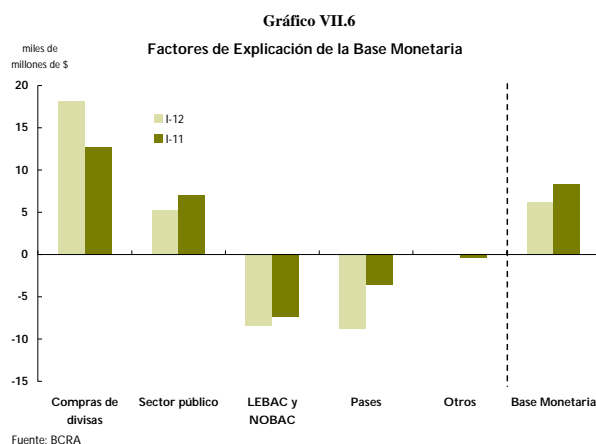
Durante el primer trimestre los saldos transaccionales evidenciaron una moderación en su ritmo de crecimiento. Al respecto, en marzo los medios de pagos totales (M2) alcanzaron un saldo promedio mensual de \$340.530 millones, incrementándose respecto a diciembre 4,8% (28,9% interanual —i.a.—). De esta forma, el M2, meta del Programa Monetario (PM) aprobado a fines de 2011, se ubicó entre el escenario base y el límite inferior del rango establecido para el primer trimestre de 2012 (ver Gráfico VII.3). Dentro de los componentes del M2, presentaron incrementos tanto el circulante en poder del público (3,4%) como los depósitos a la vista (6%).

Este crecimiento de los medios de pago estuvo impulsado principalmente por las compras de divisas y por el aumento de los préstamos en pesos al sector privado (ver Gráfico VII.4). Las operaciones del sector público contribuyeron en menor medida al incremento del M2 con un efecto expansivo sobre la base monetaria que resultó parcialmente contrarrestado por el incremento en sus colocaciones a plazo fijo. Por su parte, el sostenido y elevado crecimiento de las imposiciones a plazo fijo del sector privado contribuyó a compensar los efectos expansivos del aumento del crédito y las compras de divisas por parte del BCRA.

La nota distintiva del trimestre la dieron los depósitos a plazo fijo del sector privado con un crecimiento del 16,1%. En términos interanuales el aumento ascendió a 38,9%, el nivel más elevado desde enero de 2004. Los incrementos ocurrieron tanto en el estrato de menos de \$1 millón como, y principalmente, en el mayorista de \$1 millón y más, que creció 18,9% en el trimestre (ver Gráfico VII.5).

Así, el agregado monetario en pesos más amplio (M3) que incluye el circulante en poder del público, el saldo de cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos

⁴⁵ Excepto que se indique lo contrario, las cifras a las que se hace referencia son promedios mensuales de datos diarios.



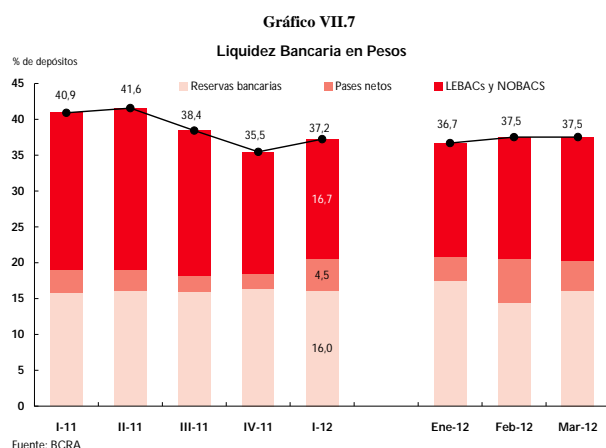
en pesos, registró en el trimestre un crecimiento de 7% (\$36.770 millones) y un aumento de 29% i.a. Por su parte, durante los últimos tres meses del año el M3 privado aumentó 7% (\$28.460 millones; 32% i.a.).

Los depósitos del sector privado en moneda extranjera registraron en marzo un nivel similar al observado en diciembre. De esta forma, el agregado más amplio (M3*) que incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios y el total de depósitos en pesos y en moneda extranjera (expresados en pesos) mostró un aumento de 6,5% (\$37.840 millones; 24,5% i.a.).

Esterilización

El Banco Central durante el primer trimestre del año realizó las mayores compras en el mercado de cambios desde el tercer trimestre de 2010. Aproximadamente un 85% de la expansión monetaria generada por esta intervención resultó compensada (esterilizada) por la concertación de pases y por el aumento de las colocaciones de LEBAC y NOBAC (ver Gráfico VII.6).

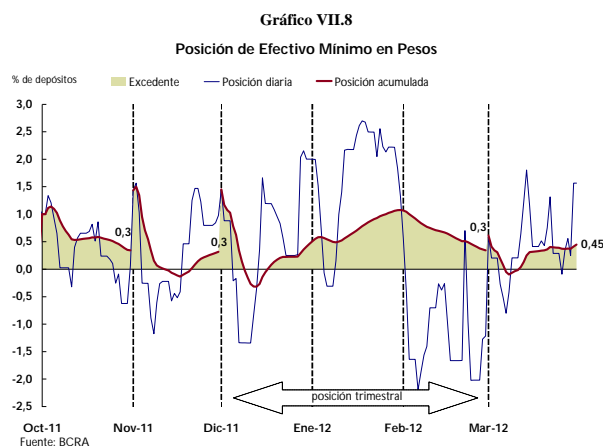
Al finalizar el primer trimestre, el saldo de títulos en circulación se ubicó en VN \$81.000 millones, un 18% superior al nivel registrado a fines del trimestre previo. El 89% del saldo continúa en cartera de los bancos. En el mismo período, el saldo promedio de pases netos (en todas las modalidades, rueda REPO y nocturna) se duplicó respecto del trimestre anterior ubicándose en marzo en \$21.000 millones, habiendo alcanzado un máximo diario durante febrero de más de \$34.000 millones, producto del excedente acumulado por las entidades financieras en su posición de efectivo mínimo durante los dos primeros meses de la posición trimestral (diciembre-febrero). En marzo, cuando comenzó el nuevo período de cómputo de encajes (mensual), cancelaron parte de esos pases y trasladaron los fondos a sus cuentas corrientes en el Banco Central.



Todo ello redundó en que la liquidez amplia⁴⁶ de las entidades aumentara 1,8 puntos porcentuales (p.p.) en el primer trimestre, luego de dos trimestres de baja. El ratio de liquidez para el promedio del trimestre fue de 37,2% del total de los depósitos en pesos (ver Gráfico VII.7).

La posición de efectivo mínimo finalizó con un excedente en la posición trimestral (diciembre-febrero) de 0,3% del total de los depósitos en pesos, y de 0,45% en la de marzo (ver Gráfico VII.8).

⁴⁶ La liquidez amplia en pesos de las entidades financieras está compuesta por el saldo de las reservas bancarias y las tenencias de instrumentos de regulación monetaria. A su vez, las reservas bancarias están constituidas por el dinero en efectivo y los saldos en cuenta corriente en pesos de los bancos en el Banco Central. Los instrumentos de regulación monetaria están compuestos por los pases con el Banco Central y las tenencias de LEBAC y NOBAC.

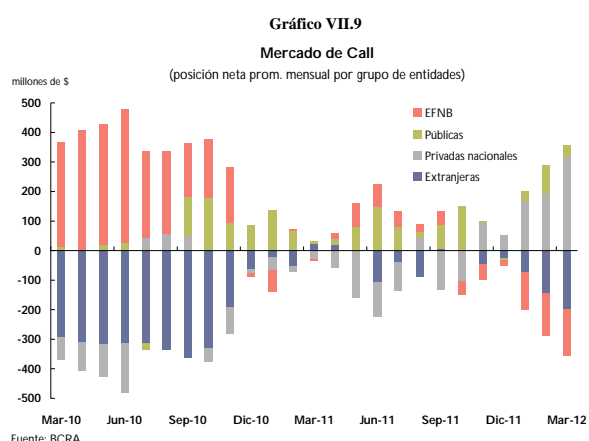


Cabe señalar que la nueva Carta Orgánica del Banco Central dispuso, entre otros aspectos, que sólo se podrá integrar los requisitos de encaje con los saldos en cuenta corriente de las entidades en el BCRA, lo que quiere decir que dejan de computarse las tenencias de efectivo de los bancos. No obstante, a fin de evitar efectos indeseados sobre las tasas de interés del mercado o sobre la marcha del crédito, el BCRA dispuso que, transitoriamente⁴⁷ y hasta tanto se efectúe una adecuación normativa, las entidades deduzcan, de la exigencia de cada mes, un importe equivalente al efectivo que hubieran utilizado como integración en marzo de 2012.

Tasas de Interés⁴⁸

El Banco Central mantuvo las tasas de interés de operaciones de pase en los mismos niveles que muestran desde octubre de 2009 (9,0% y 9,5% para los pases pasivos a 1 y 7 días de plazo, y 11,0% y 11,5% para las de sus pases activos a 1 y 7 días de plazo, respectivamente).

Continuando con la tendencia iniciada en diciembre del año anterior, durante el primer trimestre de 2012 las tasas de interés del mercado interbancario siguieron descendiendo, retornando a los valores de agosto de 2011. En el mercado no garantizado (*call*) la tasa de interés de las operaciones a 1 día hábil se ubicó en marzo en 9,4%, en tanto que en el mercado garantizado (rueda REPO), la tasa de interés promedio entre terceros (excluyendo al Banco Central) a 1 día hábil fue 9,3%. También se redujeron los niveles de dispersión entre las operaciones diarias.



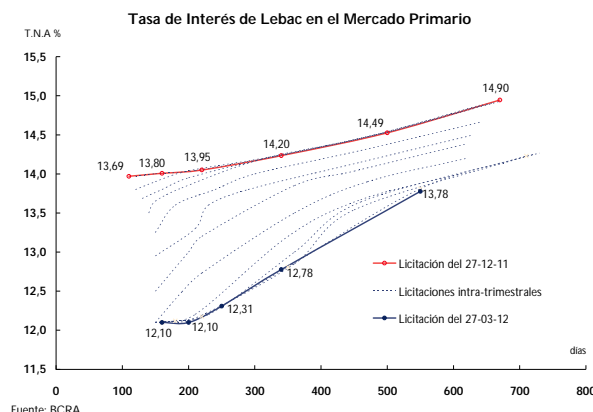
Los montos operados a lo largo del trimestre se mantuvieron relativamente estables. El monto promedio diario negociado en el mercado de pases entre terceros a 1 día hábil fue levemente superior a los \$1.700 millones, mientras que en el mercado de *call* a ese mismo plazo fue de aproximadamente \$1.200 millones. Al analizar el comportamiento del mercado de *call* por grupo de bancos se observa que las entidades extranjeras y las financieras no bancarias se afianzaron como tomadoras netas de fondos, mientras que las entidades privadas nacionales y las públicas acentuaron su posición de otorgantes netos (ver Gráfico VII.9).

Las tasas de corte de las LEBAC del mercado primario retrocedieron en forma generalizada. Este desempeño resultó inicialmente más marcado en las LEBAC de corto plazo donde la caída fue de casi 2 p.p. (ver Gráfico VII.10). En este contexto, desde fines de febrero el Banco Central implementó un nuevo mecanismo de licitación para la LEBAC de menor plazo, fijándole una tasa

⁴⁷ Ver la comunicación "A" 5299.

⁴⁸ Las tasas de interés que se mencionan en esta sección se refieren a tasas nominales anuales (TNA).

Gráfico VII.10



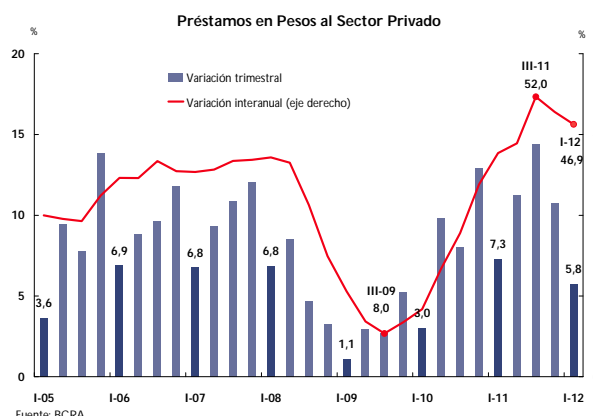
de interés predeterminada (12,1% en las licitaciones realizadas hasta el momento) y un monto fijo a prorratar a cada entidad participante en función del crecimiento de sus depósitos a plazo fijo del sector privado.

En línea con el comportamiento de las tasas de interés de las LEBAC, las tasas de remuneración de los depósitos descendieron notablemente durante el primer trimestre del año, revirtiendo las subas que habían registrado en el último trimestre de 2011. De esta forma, en marzo el promedio mensual de la tasa BADLAR de Bancos Privados se ubicó en 12,9%, nivel similar al de septiembre, disminuyendo 5,9 p.p. respecto a diciembre. Por su parte, la tasa de interés correspondiente al tramo minorista (hasta \$100 mil), se redujo 2,1 p.p., ubicándose en 12,1%, nivel todavía mayor al prevaleciente antes de la suba de fin de año.

En línea con lo anterior, las tasas de interés activas también disminuyeron a lo largo del trimestre, luego del comportamiento alcista de fin de año. Aquellas asociadas a las actividades comerciales lideraron la baja, con un descenso de 6,4 p.p. en la de los documentos descontados, de 4,8 p.p. en la de los adelantos en cuenta corriente, y de 2,9 p.p. en la de los documentos a sola firma, a lo largo del trimestre. Así, promediaron marzo 19,3%, 22% y 19,3%, respectivamente. El resto de las tasas de interés, con excepción de la correspondiente a las tarjetas de crédito, registraron descensos en torno a 1 p.p.

Durante las dos primeras semanas de abril tanto las tasas de interés pasivas (principalmente la BADLAR Bancos Privados) como las activas (principalmente la de los adelantos en cuenta corriente a empresas) continuaron con su tendencia descendente.

Gráfico VII.11

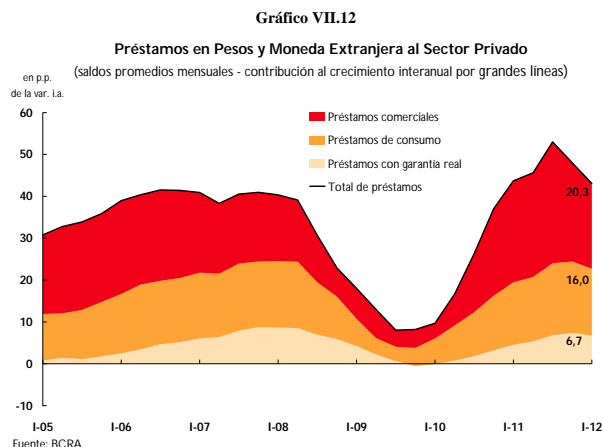


Políticas de Financiamiento Productivo y Crédito al Sector Privado⁴⁹

En el primer trimestre del año, el crédito al sector privado en moneda local registró un aumento de 5,8% (\$13.940 millones), con una tasa de variación interanual del 46,9% (ver Gráfico VII.11).

Las principales líneas destinadas a financiar actividades comerciales presentaron un comportamiento dispar. Las financiaciones en pesos instrumentadas mediante documentos registraron entre marzo de 2012 y diciembre de 2011 una disminución de \$790 millones (1,5%), mientras que los adelantos en cuenta corriente en pesos crecieron en el primer trimestre del año \$4.415 millones (14,3%), prácticamente duplicando el aumento observado el trimestre

⁴⁹ Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros que, si bien alteran los saldos contables, no afectan al financiamiento otorgado.



previo. El resto de las financiaciones comerciales en pesos evidenciaron un aumento de \$520 millones (2,9%).

Los préstamos en pesos orientados al consumo de las familias suavizaron su ritmo de expansión respecto al trimestre previo, pasado el impulso del mayor gasto característico de fin de año. En el último trimestre crecieron \$7.225 millones (7,4%), distribuidos en partes similares entre préstamos personales y financiaciones con tarjetas de crédito.

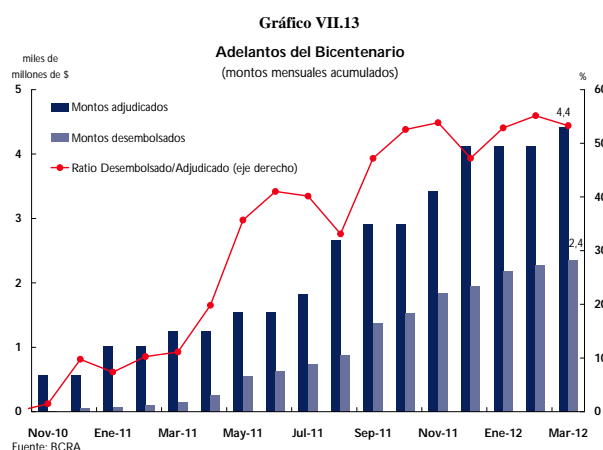
Los préstamos en pesos con garantía real reflejaron una disminución en su tasa de crecimiento trimestral al registrar un aumento de \$2.570 millones (5,9%). Dicha morigeración se observó tanto en la evolución de los préstamos hipotecarios como en la de los prendarios.

Los préstamos en moneda extranjera al sector privado, destinados fundamentalmente a financiar a exportadores, registraron en el trimestre una disminución de 0,6% (US\$60 millones), aunque en los últimos doce meses acumularon un aumento de 15,8% (US\$1.300 millones). El crédito continúa mostrando principalmente un destino comercial. En efecto, al descomponer el crecimiento anual del total de los préstamos (en pesos y en moneda extranjera) por cada una de las grandes líneas, se verifica que los préstamos con destino comercial contribuyeron con 20,3 p.p., los préstamos al consumo con 16 p.p. y los préstamos con garantía real con 6,7 p.p. (ver Gráfico VII.12).

Por último, el Banco Central continuó licitando fondos en el marco de su Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB), orientado a mejorar la oferta de crédito a la inversión y la actividad productiva a través del otorgamiento de préstamos a mediano y largo plazo a tasa de interés fija. En el primer trimestre del año se adjudicaron otros \$307,3 millones, con lo que desde el comienzo del PFPB se llevan adjudicados \$4.422 millones a través de once licitaciones. Los montos efectivamente desembolsados ascienden a \$2.357 millones (ver Gráfico VII.13). Cabe señalar que a partir de los cambios recientemente introducidos en la Carta Orgánica de este Banco Central, se amplió el conjunto de activos admitidos como garantía para estas financiaciones⁵⁰.

Reservas Internacionales y Mercado Cambiario

Junto con la Carta Orgánica, también se modificó la Ley de Convertibilidad, eliminándose la relación fija entre la base monetaria y las reservas internacionales. El nivel de las reservas necesarias que el BCRA deberá mantener para la conducción de la política cambiaria será definido en cada caso por el Directorio a través de un ejercicio



⁵⁰ Ver del Art. 17 inciso f de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina.

dinámico y permanente de evaluación de las condiciones que enfrente la economía argentina.

El Banco Central continuó operando en el mercado de divisas con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio. En el trimestre fue comprador neto en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) por US\$3.577 millones, monto superior a las compras netas realizadas en todo 2011. Las operaciones del sector público tuvieron un efecto negativo sobre las reservas por US\$879 millones, mientras que las cuentas a la vista en moneda extranjera de los bancos en el Banco Central se incrementaron, por lo que generaron una suba.

Así, el saldo de reservas internacionales fue en el último día del trimestre US\$47.291 millones, cerca de US\$915 millones mayor al trimestre anterior.

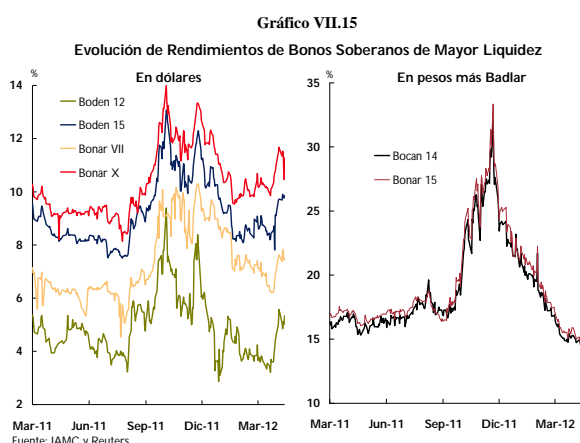
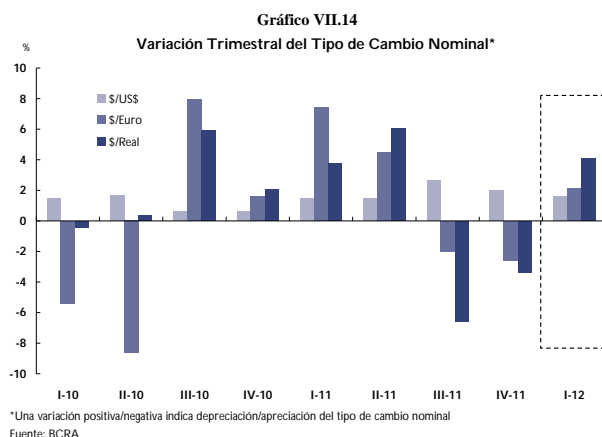
El peso se depreció en el trimestre tanto respecto al Dólar Estadounidense, como al Real y al Euro. Las cotizaciones promedio de marzo fueron: 4,36 \$/US\$, 2,42 \$/Real y 5,76 \$/Euro (ver Gráfico VII.14).

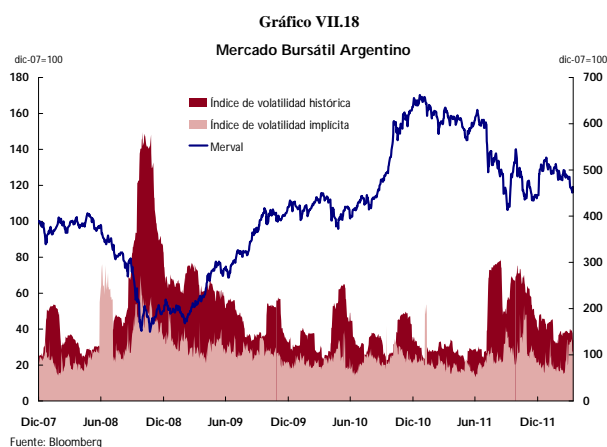
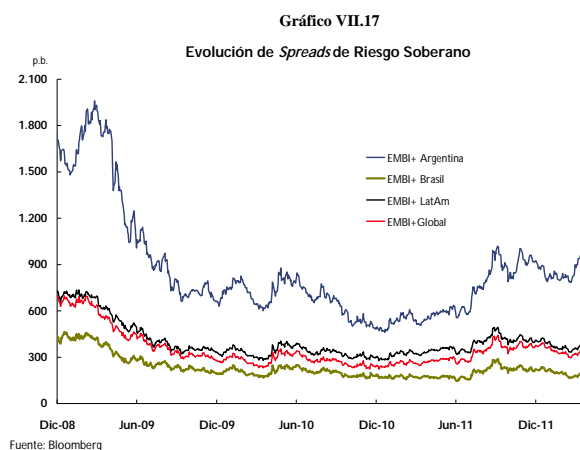
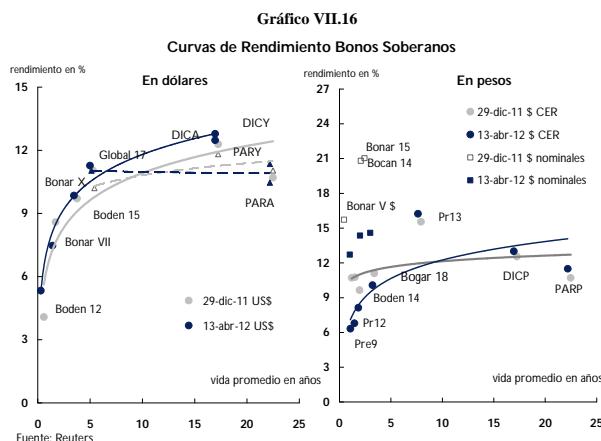
En términos reales y en relación a la canasta compuesta por las monedas de los principales socios comerciales, el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) indicó también una depreciación del peso: el índice ascendió 3,8% en febrero respecto a diciembre luego de haber descendido dos trimestres. En los últimos 12 meses el índice se incrementó 1,4%.

En el mercado a futuro (ROFEX), el monto negociado promedio fue de \$850 millones, 22% menor al observado el trimestre anterior cuando se registró un record del volumen negociado. En tanto, la depreciación esperada para los próximos meses se desaceleró en el trimestre.

VII.3 Otros Activos

El mejor contexto internacional propició una recuperación de los activos de mayor riesgo relativo durante los primeros meses del año, lo cual llevó a un avance en las cotizaciones de los instrumentos de economías emergentes, aunque el mismo se debilitó hacia abril. En el ámbito local, esto se tradujo en una mejora en los precios de los instrumentos de renta fija y de las acciones de empresas cotizantes en los primeros meses del año, con una reversión de esta tendencia más recientemente, llevando a que los bonos acumulen un saldo mixto en lo que va del año, mientras que las acciones presentan un avance menos marcado que el observado para el resto de las bolsas de la región. Por su parte, pese a la corrección en el costo de financiamiento (acompañando a la BADLAR





Bancos Privados) las operaciones de financiamiento en el mercado de capitales no evidenciaron un repunte.

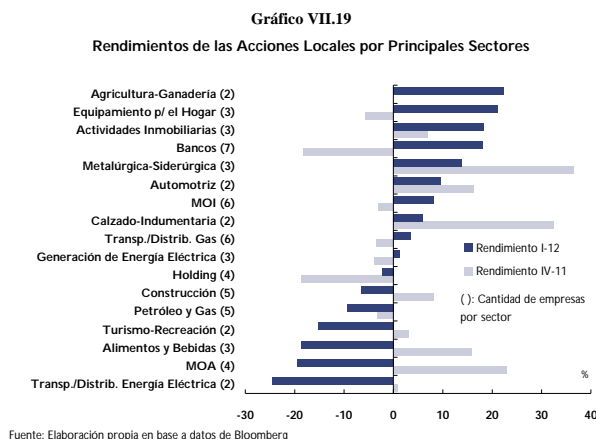
Las cotizaciones de los títulos públicos verificaron en lo transcurrido de 2012 un comportamiento heterogéneo en los diferentes segmentos. Entre los bonos en dólares con legislación local se acumula hasta mediados de abril una ampliación de los rendimientos (ver Gráfico VII.15) aunque la misma no fue de magnitud, en línea con lo sucedido entre los bonos con legislación extranjera⁵¹. La curva en pesos con CER se empujó; mientras que para las especies del tramo corto y medio de la curva los rendimientos mostraron una reducción que en promedio fue de casi 270 puntos básicos (p.b.; ver Gráfico VII.16), para los instrumentos más largos se verificó un incremento en los retornos requeridos por los inversores (de 60 p.b. en promedio). En lo que respecta a los bonos en pesos nominales, los rendimientos de aquellos con cupón en base a BAD-LAR se recortaron más de 600 p.b., en un contexto de sostenida baja de la tasa de referencia en todo el trimestre. Por su parte, los precios de las Unidades Vinculadas al PIB tuvieron un desempeño dispar en el período, con un rendimiento positivo para aquella denominada en pesos (se revalorizó cerca de 9%) y mermas en las especies en dólares (-4% en promedio). El volumen negociado de instrumentos de renta fija⁵² en los mercados locales se redujo 13% respecto al trimestre previo (en términos interanuales la caída fue menos marcada), ubicándose en un promedio cercano a los \$1.450 millones diarios en el período enero-marzo de 2012.

La ampliación en los rendimientos de los bonos soberanos en dólares implicó un comportamiento dispar en los diferenciales de riesgo soberano de la Argentina. A mediados de abril, los *spreads* del EMBI+ de Argentina y del contrato a 5 años de *credit default swaps* (CDS) para deuda del país se ubicaban en niveles de 950p.b. y de casi 900p.b., respectivamente (con un aumento de 20 p.b. en el caso del EMBI+ y una merma de 25 p.b. para el CDS). En este sentido, los *spreads* todavía se encuentran en niveles muy por encima de los de un año atrás (ver Gráfico VII.17).

Con respecto al mercado bursátil local, medido en pesos el Merval en el año acumuló una suba de 1,6%, dado que el significativo avance de enero fue posteriormente compensado por un cambio de tendencia (ver Gráfico VII.18). Si se lo mide en dólares el índice registró una pérdida menor a 1% (frente a una recuperación de casi 10% para el índice MSCI de la región). Considerando lo ocurrido en el primer trimestre del año, las acciones de empresas locales de diversos sectores –agricultura y ganadería, equipamiento para el hogar, actividades inmo-

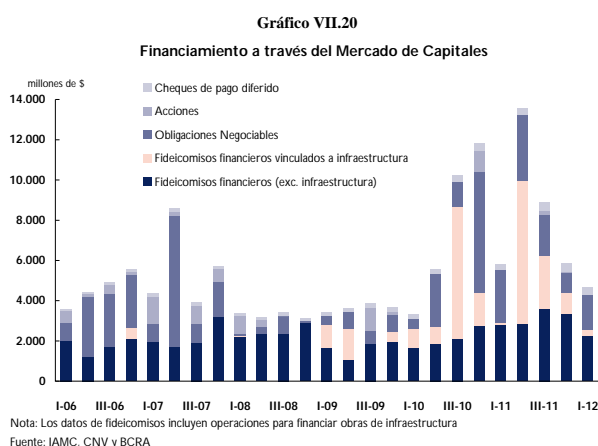
⁵¹ Rendimientos calculados en base a precios de operadores del exterior.

⁵² Incluyendo instrumentos del BCRA.



liarias y bancos, entre otros— cerraron con mejoras considerables en sus cotizaciones (ver Gráfico VII.19). Por otro lado, entre los sectores que evidenciaron deterioros estuvieron las acciones relacionadas a la actividad de distribución de energía eléctrica, manufacturas de origen agropecuario y alimentos y bebidas. En términos de montos operados, hubo un leve incremento en el volumen promedio diario, que pasó de \$46 millones en los últimos tres meses de 2011 a \$48 millones en el primer trimestre de este año. No obstante, se registra una importante merma interanual en el volumen, dado que en los primeros tres meses de 2011 se habían operado más de \$60 millones en promedio diario.

El financiamiento al sector privado y para infraestructura a través del mercado de capitales siguió recortándose en el primer trimestre de 2012, aunque a un ritmo menor que en los meses anteriores. Con un monto cercano a \$4.700 millones, se registró una merma cercana a 20% respecto al trimestre anterior y de 19% en términos interanuales (aunque contra el monto promedio del primer trimestre de los últimos 5 años no se observan cambios de relevancia, ver Gráfico VII.20)⁵³. La disminución en los últimos tres meses estuvo explicada por la menor magnitud de las operaciones de fideicomisos financieros. Para los fideicomisos no relacionados a obras de infraestructura, las tasas de corte de los valores fiduciarios senior registraron una disminución constante a lo largo del trimestre, conforme a la caída observada en la BADLAR desde los picos alcanzados en la última parte de 2011. Por otra parte hubo un repunte en las financiaciones mediante bonos, con un volumen importante de emisiones a principios de marzo. Entre las Obligaciones Negociables (ON) siguieron destacándose las colocaciones de bancos y otras entidades financieras (concentraron más del 60% del monto total). Respecto al financiamiento mediante la comercialización de cheques de pago diferido (principal instrumento utilizado por PyMEs), los niveles negociados se mantuvieron a lo largo del trimestre, al tiempo que se evidenció una importante contracción de las tasas de descuento exigidas.



En perspectiva, las fortalezas de las economías emergentes y la existencia de liquidez en las plazas financieras de economías desarrolladas asientan las bases para la mejora de los activos financieros de los emergentes, siempre y cuando no se vuelvan a materializar tensiones en los mercados internacionales. En este contexto se mantienen expectativas positivas para los instrumentos financieros locales, tanto en términos del mercado primario (colocaciones) como de las cotizaciones en los mercados secundarios.

⁵³ En lo que respecta al financiamiento al sector privado —sin incluir financiaciones para infraestructura—, su monto alcanzó en el trimestre un valor de \$4.450 millones, lo cual implica una caída de 8% a nivel trimestral y 22% en términos interanuales.

VIII. Inflación

VIII.1 Síntesis

En el último trimestre de 2011, los Índices de Precios Implícitos (IPI) del PIB redujeron su ritmo de crecimiento. Esta moderación fue consecuencia de la menor suba de los precios implícitos de las Exportaciones, compensada parcialmente por los otros componentes de la demanda, principalmente, el Consumo privado.

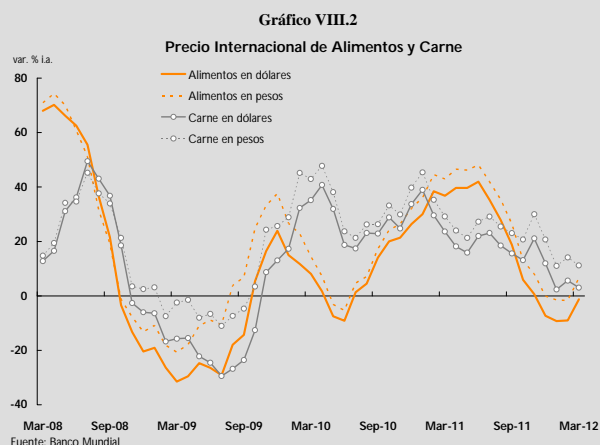
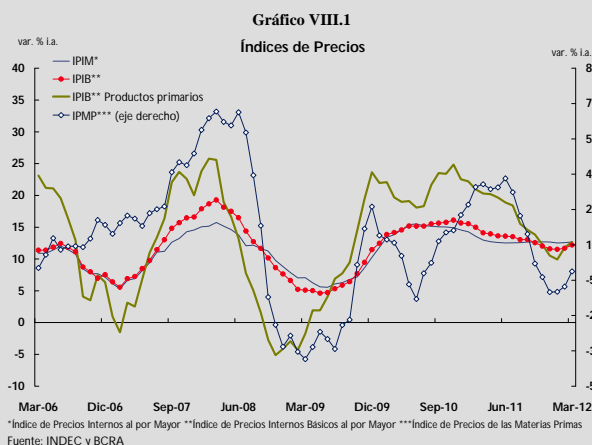
En los primeros meses del año, los distintos indicadores de precios disponibles mostraron un mayor aumento que en el último trimestre del 2011, respondiendo en gran parte al comportamiento de los alimentos. A las cotizaciones más elevadas de los cortes vacunos se sumaron incrementos en otros productos alimenticios, determinando alzas en el rubro de Alimentos y bebidas. Similar comportamiento registraron los precios de otros ítems como los incluidos en Transporte y en Otros bienes y servicios.

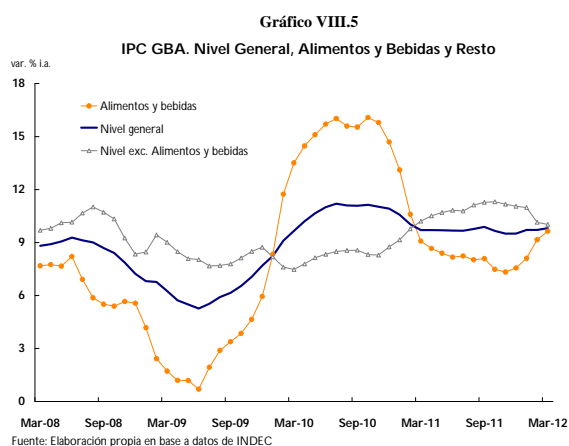
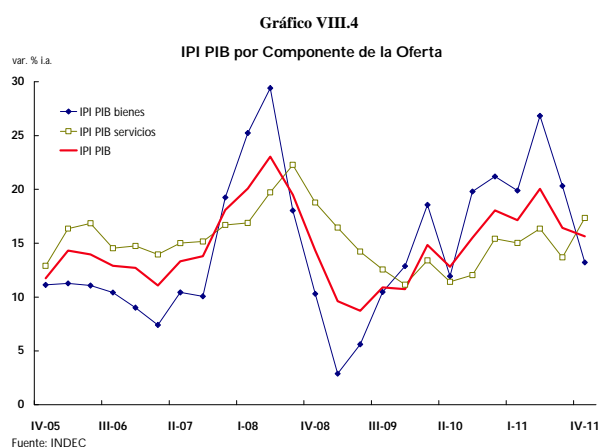
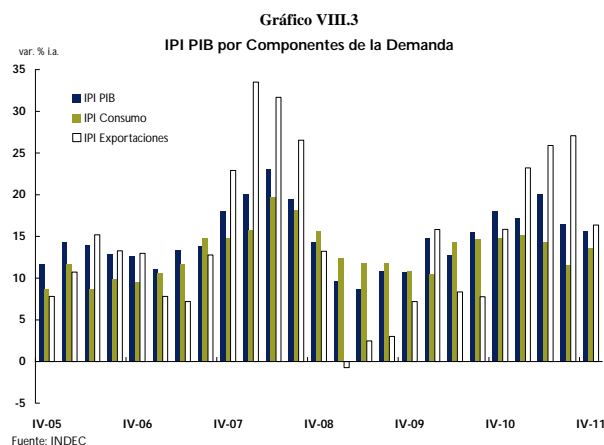
La variación interanual del primer trimestre de los precios de servicios minoristas resultó inferior a la de los bienes. En general, la evolución de estos últimos evidenció mayormente el comportamiento mensual de los precios a nivel mayorista.

Los precios mayoristas registraron alzas mensuales superiores a las de los últimos meses del año previo, aunque su crecimiento interanual continúa ubicándose en niveles inferiores a los de un año atrás. La evolución de la tasa de variación mensual respondió a un mayor dinamismo de los Productos primarios, impulsados por las subas en las cotizaciones de los productos agropecuarios, principalmente del ganado en pie. En tanto, los Productos manufacturados nacionales se mantuvieron relativamente estables, mientras que los Productos importados continuaron con alzas inferiores al promedio general.

Los Costos de la construcción verificaron en el promedio de los primeros meses del año un ritmo de crecimiento interanual más alto que en los meses previos. La mayor contribución al alza fue generada por los aumentos de los costos laborales, particularmente de la mano de obra asalariada.

Dada la expectativa predominante de que la moderación del crecimiento mundial contendrá las presiones alcistas de las cotizaciones de los commodities y a partir del escenario previsto para la economía local, se espera que el ritmo de aumento de los precios se mantenga relativamente estable en el resto del año.





VIII.2 Precios Implícitos del Producto

Durante el cuarto trimestre de 2011 el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB creció 15,6% interanual (i.a.), registrando un incremento inferior al observado en los trimestres previos. Por el lado de la demanda, la moderación provino de los precios vinculados a las Exportaciones, que evidenciaron una desaceleración hasta alcanzar una tasa de crecimiento de 16,4% i.a., mientras que el resto de los componentes mostraron una tendencia ascendente (ver Gráfico VIII.3). Por el lado de la oferta, se observaron menores tasas de crecimiento interanual en los precios de los Bienes, al tiempo que las de los Servicios exhibieron un incremento. La moderación de los precios implícitos de los Bienes se explicó mayormente por la desaceleración interanual de los precios del sector agropecuario hacia fines del año (ver Gráfico VIII.4).

En el promedio de 2011 el alza resultó superior a la de 2010, dada la evolución de los precios de exportación en los primeros 9 meses de ese año.

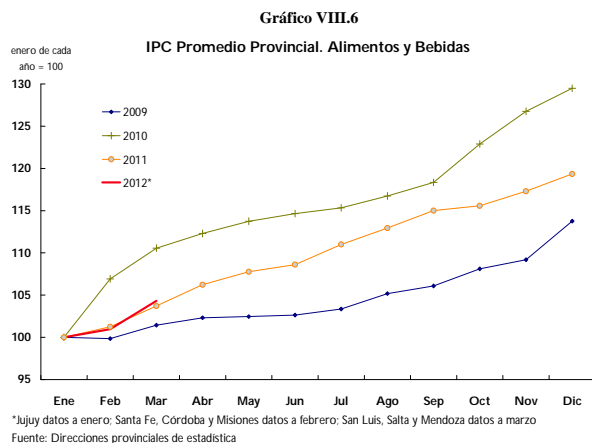
Se estima que el IPI del PIB incremente su ritmo de alza interanual en el primer trimestre del año, a partir de la evolución observada en los diversos índices de precios minoristas y mayoristas en el inicio de 2012.

VIII.3 Precios Minoristas

La tasa de crecimiento interanual de los indicadores de precios al consumidor resultó más elevada en el primer trimestre de 2012 que en los últimos meses del año previo. Este comportamiento respondió mayormente a los incrementos en los precios los alimentos, particularmente concentrados hacia el final del período, donde confluyeron la recuperación de los precios internacionales agrícolas, problemas de oferta y un conjunto de subas puntuales.

Asimismo tuvieron lugar alzas en los precios de otros bienes y servicios no alimentarios, destacándose el rubro Transporte y comunicaciones donde impactó el aumento del pasaje de subterráneo, que a partir del 6 de enero tuvo un ajuste de 127,3%; a ello se sumaron subas en los precios de los combustibles para los vehículos, en los estacionamientos, en otros servicios relacionados con el automotor y la actualización de los valores de los automóviles. En el trimestre también se registraron aumentos en los Artículos de tocador y belleza y en los Productos y utensilios de limpieza.

De esta forma, las trayectorias interanuales de los precios de los Alimentos y bebidas, Transporte y comunicaciones y Otros bienes y servicios se elevaron respecto de fines de 2011, siendo estos sectores los que explicaron en mayor

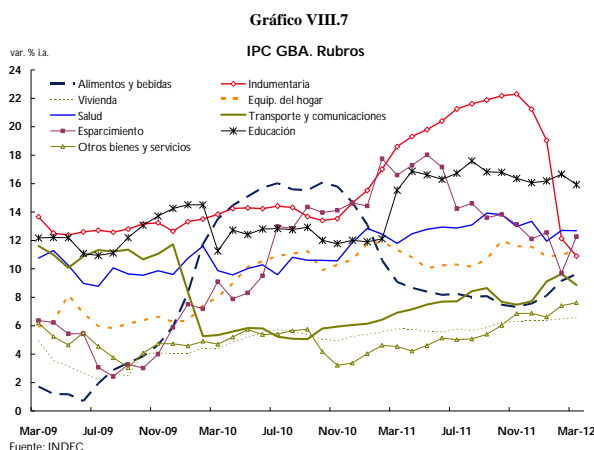


medida el aumento de la tasa de variación interanual del Nivel general de los precios (ver Gráfico VIII.5).

En el marco de la eliminación gradual de los subsidios en las tarifas de los servicios públicos, una pequeña proporción de hogares de la Ciudad de Buenos Aires y del conurbano bonaerense fue alcanzada por incrementos en estos precios. De todos modos, las tarifas plenas, que involucraron actualizaciones de los cuadros tarifarios y quita de subsidios, tuvieron un impacto mínimo a nivel agregado⁵⁴.

Al igual que en el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA), algunos indicadores de precios del interior del país mostraron mayores subas interanuales en el primer trimestre, también como consecuencia del comportamiento de los alimentos (ver Gráfico VIII.6).

Dentro del rubro Alimentos y bebidas se destacó el encarecimiento de las carnes, sobre todo la de ave y la vacuna. En el caso del pollo, las alzas estarían vinculadas en parte a la quita de subsidios al maíz que percibían los criadores avícolas, quienes dejaron de recibir las compensaciones a principios de enero. Por su parte, los mayores precios en los cortes vacunos a nivel minorista se correspondieron con las subas de las cotizaciones a escala mayorista hacia fines del trimestre producto de la menor oferta. Después de varios meses de sequía, en febrero comenzaron las precipitaciones necesarias para el crecimiento de las pasturas propiciando la retención de ganado para engorde.

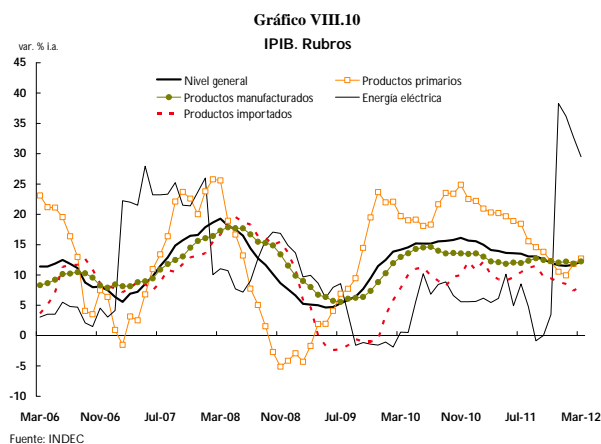
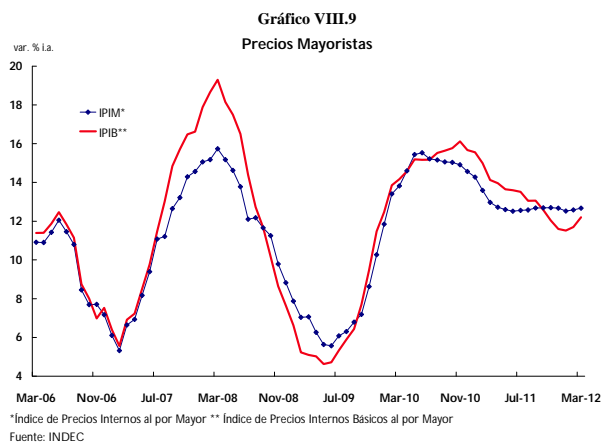
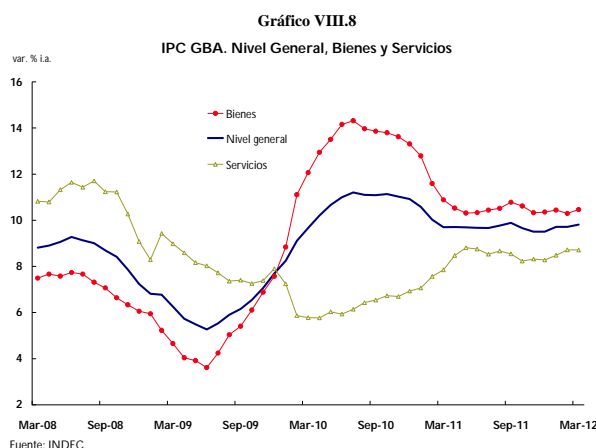


También se registraron subas en los productos de panificación, explicadas en parte por la quita de subsidios a los molinos harineros. Al mismo tiempo, las infusiones reflejaron el encarecimiento de la yerba mate y también de sus sustitutos cercanos como el café y el té. En el caso de la yerba mate las alzas respondieron en parte al incremento del precio que reciben los productores yerbateros, que fue llevado de \$0,90 a \$ 1,70 por kilo para la hoja verde y de \$3,30 a \$ 6,90 para la hoja ya secada.

Por último, también tuvieron lugar en el canal minorista un conjunto de incrementos acordados con el sector industrial, como son los casos de los productos lácteos, de los aceites y de las bebidas alcohólicas.

⁵⁴ En cuanto a las tarifas de energía eléctrica, la Res. N° 1301 de la Secretaría de Energía del 7 de noviembre de 2011 establece un aumento del precio monómico medio anual que se le reconoce a las generadoras, pasando de \$120 a \$320 /MWh; junto con un alza de los Precios de Referencia Estacionales de la Energía No Subsidados en el MEM (Mercado Eléctrico Mayorista), a partir del 1° de diciembre de 2011. Esto impactó en la tarifa plena facturada a los usuarios, aunque en diciembre de 2011 todos los clientes residenciales fueron subsidiados. La resolución establece, además, la quita de subsidios a partir del 1° de enero a una porción de hogares.

En cuanto a las tarifas de gas por red, la Res. 1982 del ENARGAS establece nuevos valores para el cargo de fondo fiduciario a partir del 1° de diciembre de 2011 para todos los usuarios, lo cual implica a su vez que se extiende la aplicación del cargo a las categorías residenciales R1 y R2 que anteriormente no estaban alcanzadas. El costo extra por el fondo fiduciario fue subsidiado a todos los clientes residenciales en diciembre de 2011 y a partir del 1° de enero de 2012 se quitó el subsidio a un conjunto de hogares.



En cuanto a los componentes no alimentarios, tanto en el interior del país como en el Gran Buenos Aires (GBA) los principales impulsos alcistas se registraron en Transporte y comunicaciones, en los Artículos de tocador y en los Productos de limpieza. En el primer caso, en las provincias incidieron principalmente los aumentos en los combustibles, en el seguro automotor, en los automóviles y sus repuestos y en el servicio postal, mientras que en el área metropolitana también impactó el incremento del subterráneo.

Por otra parte, el capítulo de indumentaria, que fue el más dinámico en 2011, presentó un comportamiento más acotado, exhibiendo una disminución en su tasa de aumento interanual. Al respecto, cabe destacar que en el IPC GBA este rubro mostró una notoria desaceleración debido a la caída registrada en el segundo mes del año. De esta manera este rubro verificó una suba interanual a marzo de 2012 que resultó ser la mitad del alza acumulada durante todo 2011 (ver Gráfico VIII.7).

Los precios al consumidor de los Bienes y los Servicios acumularon hacia fines del trimestre una suba interanual en ambos componentes superior a la verificada en diciembre del año previo. En los dos primeros meses del año los Bienes tuvieron un comportamiento más acotado, mientras que los Servicios se recuperaron en términos relativos. Hacia fines del trimestre se observó la situación inversa, reflejando los Bienes el comportamiento mensual de los precios a nivel mayorista (ver Gráfico VIII.8).

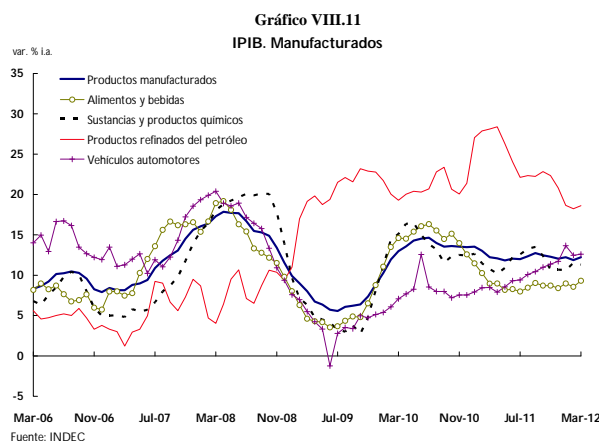
Dada la expectativa predominante de que la moderación del crecimiento mundial contendrá las presiones alcistas de las cotizaciones de los *commodities* y a partir del escenario previsto para la economía local, se espera que el ritmo de aumento de los precios se mantenga relativamente estable en el resto del año.

VIII.4 Precios Mayoristas

En el primer trimestre del año, los precios mayoristas exhibieron variaciones mensuales más elevadas que las registradas en los últimos meses del año previo, según el Índice de Precios Internos Básicos (IPIB)⁵⁵. De esta manera, la tasa de crecimiento interanual se elevó levemente hacia fines del período, aunque continuó ubicándose en un nivel inferior a la de un año atrás (ver Gráficos VIII.9 y VIII.10).

Los precios de los Productos primarios interrumpieron la tendencia descendente que caracterizó su trayectoria interanual durante el 2011, lo cual explicó el comporta-

⁵⁵ El IPIB refleja la evolución de los precios mayoristas (promedio de los precios de los productos de origen nacional e importado ofrecidos en el mercado interno) neta de impuestos y subsidios.



miento del Nivel general. El repunte del valor de los Productos primarios se debió a la evolución de los precios agropecuarios, en especial las cotizaciones del ganado en pie, reflejando una menor oferta que respondió a una situación coyuntural propicia para la retención de ganado. Por su parte, las cotizaciones de los cereales y las oleaginosas mostraron una mejora, en línea con la trayectoria de los precios de las materias primas en los mercados mundiales (ver Apartado 1 y Sección II).

Los Productos manufacturados se mantuvieron relativamente estables en términos interanuales, con una ligera aceleración en el margen. Los rubros con mayor incidencia en el aumento interanual fueron nuevamente los Productos refinados de petróleo (18,6% i.a. en marzo) y los Alimentos y bebidas (9,3% i.a. en marzo), que explicaron conjuntamente casi el 40% del incremento interanual de las manufacturas. Si bien los precios de los productos petroleros registraron una de las mayores tasas de crecimiento, se ubicaron en un nivel inferior al de fines de 2011. Las Máquinas y equipos, las Sustancias y productos químicos, y los Vehículos automotores son los otros rubros con mayor contribución al alza interanual de las manufacturas (ver Gráfico VIII.11).

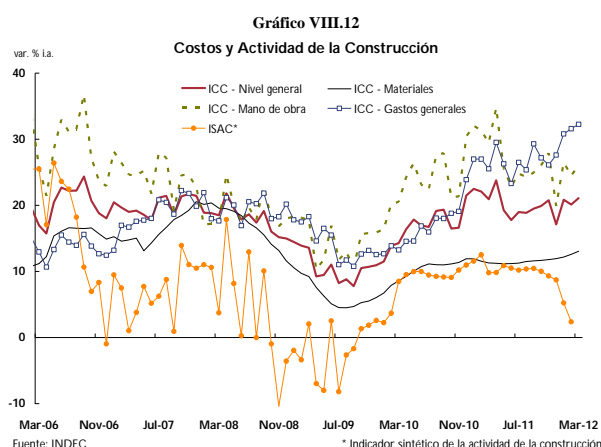
Finalmente, los precios del conjunto de bienes incluidos en el rubro Productos importados continuaron con la tendencia descendente que presentan desde los últimos meses de 2011.

VIII.5 Costos de la Construcción

El Índice del Costo de la Construcción (ICC) registró un aumento promedio de 20,7% i.a. en el primer trimestre del año, que resultó superior al del período previo. La trayectoria del indicador fue difundida en todos sus componentes (ver Gráfico VIII.12).

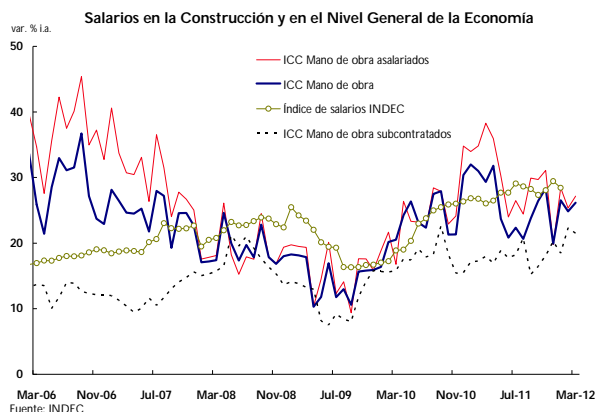
En términos interanuales, los costos de la Mano de obra y los Gastos generales mostraron tasas de crecimiento por encima del Nivel general, en tanto que los Materiales exhibieron alzas considerablemente inferiores.

Dentro de los costos de la Mano de obra (25,8% i.a. en el primer trimestre), el sector asalariado es el que mostró los mayores aumentos (27,0% i.a. en el mismo período), al captar una gratificación no remunerativa y extraordinaria⁵⁶, registrando así una variación ligeramente superior a la del trimestre previo. En tanto, los valores de los subcontratos de Mano de obra, que cuentan con mayor flexibilidad, verificaron una tasa de crecimiento interanual inferior (20,8% i.a. en el primer trimestre). Al comparar la



⁵⁶ Se incorporó una gratificación que surge de la disposición D.N.R.T. N° 10/12 del 23 de enero de 2012, para las categorías laborales previstas en el Convenio Colectivo de Trabajo N° 76/75.

Gráfico VIII.13



variación del costo de la Mano de obra asalariada de la construcción con la variación registrada por el Nivel general del Índice de Salarios del INDEC, que capta la evolución de las remuneraciones de toda la economía, se observó que el componente de Mano de obra del ICC exhibió, para el período enero-febrero de 2012, un alza inferior (25,7% i.a. vs. 28,5% i.a.; ver Gráfico VIII.13)

Los Gastos generales (31,6% i.a. en el primer trimestre), que reflejan los precios de los distintos servicios de la actividad de la construcción, presentaron tasas de crecimiento interanual superiores a las del año previo, con subas de entre el 10,9% i.a. (alquiler de retroexcavadora) y el 60,1% i.a. (alquiler de camioneta).

Finalmente, los precios de los Materiales (12,6% i.a. en el primer trimestre) a pesar de haber ganado dinamismo en los primeros meses del año, continúan rezagados respecto de las subas anuales que acumularon los costos de la Mano de Obra y los servicios incluidos en el capítulo de Gastos generales.

VIII.6 Salarios

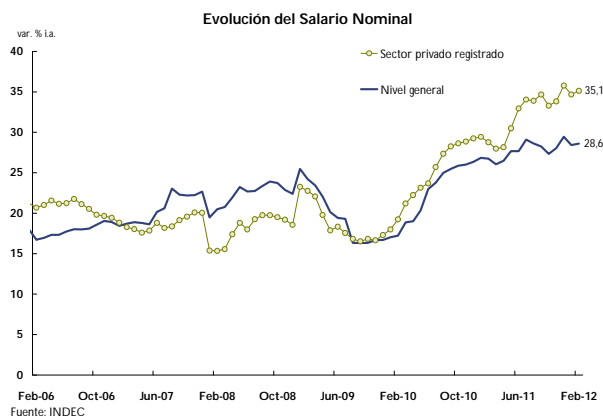
En los primeros meses del año los salarios siguieron incrementándose aunque exhibieron una ligera moderación en su tasa de suba interanual hasta ubicarse en 28,6% en febrero, según el Índice de Salarios del INDEC, después de haber finalizado el 2011 con un alza de 29,5% (ver Gráfico VIII.14).

La moderación reciente se explica principalmente por el comportamiento de las remuneraciones del sector informal⁵⁷, que desaceleraron su crecimiento en los últimos meses acumulando una expansión de 30,4% i.a.

El mayor incremento salarial aún se verifica en el sector privado registrado (35,1% i.a.). Por su parte, los salarios del sector público, continuaron mostrando la tendencia descendente que exhibieron durante todo el año previo, con una suba de 9,2% i.a.

Dada la evolución de las negociaciones colectivas verificada hasta el momento se espera que en 2012 la suba promedio de los salarios resulte inferior a la de 2011.

Gráfico VIII.14



⁵⁷ Para el sector informal, los salarios se estiman sobre la base de la información de la EPH, que se conoce con posterioridad al índice de salarios, por lo que la evolución de las remuneraciones del sector no registrado tiene un rezago de 3 a 6 meses con respecto al sector registrado.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

Acum.: Acumulado

ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AIP: Aglomerados del Interior del País

ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social

AT: Adelantos Transitorio

ATN: Aportes del Tesoro Nacional

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

BADLAR: Buenos Aires *Deposits of Large Amount Rate* (tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos en el tramo de 30 a 35 días por el promedio de entidades bancarias)

BCB: Banco Central de Brasil

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BM: Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA

BNA: Banco de la Nación Argentina

BPC: Banco Popular de China

CDS: *Credit Default Swaps*

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CFTC: *Commodities Future Trade Commission*

CIF: *Cost of Insurance and Freight* (costo de seguro y fletes)

CNV: Comisión Nacional de Valores

Contrib.: Contribución

DEG: Derecho Especial de Giro

DPN: Deuda Pública Nacional

e: Estimado

EFNB: Entidades Financieras no Bancarias

EFSTF: *European Financial Stability Facility* (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera)

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

EMI: Estimador Mensual Industrial

ENARGAS: Ente Nacional Regulador del Gas

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos

FGS: Fondo de Garantía de Sustentabilidad

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FOB: *Free on Board* (puesto a bordo)

GBA: Gran Buenos Aires

GNL: Gas natural licuado

GRA: Gabriel Rubinstein y Asociados

ha: Hectárea

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

i.a.: Interanual

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografía y Estadísticas

ICC: Índice del Costo de la Construcción

ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias

IED: Inversión Extranjera Directa

IERIC: Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción

IFI: Instituciones Financieras Internacionales

IGA: Indicador General de Actividad

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

INSSJyP: Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados

IOF: Impuesto sobre las Operaciones Financieras

IPC: Índice de Precios al Consumidor

IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

IPC GBA: Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires

IPI: Índice de Precios Implícitos

IPI: Índice de Producción Industrial

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos

IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción

ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

IVA: Impuesto al Valor Agregado

IVA DGA: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas

IVA DGI: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos

kg: Kilogramo

LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)

LIBOR: *London InterBank Offered Rate*

M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$

M2 privado: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$ del sector privado

M3: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$

M3 privado: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$ del sector privado

M3*: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$

M3* privado: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$ del sector privado

MAGyP: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca

Mercosur: Mercado Común del Sur

MEM: Mercado Eléctrico Mayorista

MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires

MEyFP: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

mill.: Millones

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario

MOI: Manufacturas de Origen Industrial

MSCI: *Morgan Stanley Capital International Index*

MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

MULC: Mercado Único y Libre de Cambios

MWH: Megavatio-hora

NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

OJF: Orlando J. Ferreres

OMC: Organización Mundial de Comercio

ON: Obligaciones Negociables

ONCCA: Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario

p: Proyectado

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

PEA: Población Económicamente Activa

PF: Plazo Fijo

PFPB: Programa de Financiamiento del Bicentenario

PIB: Producto Interno Bruto

PM: Programa Monetario

PMI: *Purchasing Managers' Index*

PP: Productos primarios

PPA: Paridad de Poder Adquisitivo

Prom. móv.: Promedio móvil

PyMES: Pequeñas y Medianas Empresas

Res: Resolución

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado

ROES: Registro DE operaciones de exportación

ROFEX: Mercado a Término de Rosario

s.e.: Serie sin estacionalidad

Sec.: Secretaría

SELIC: *Sistema Especial de Liquidação e Custodia* (Tasa de referencia de Brasil)

SIPA: Sistema Integrado Previsional Argentino

SPNF: Sector Público Nacional no Financiero

S. Priv.: Sector privado

TC: Tipo de cambio

TN: Tesoro Nacional

tn.: Tonelada

TNA: Tasa Nominal Anual

Trim.: Trimestral / Trimestre

UCESCI: Unidad de Control y Evaluación de Subsidios al Consumo Interno

UE: Unión Europea

US\$: Dólares Americanos

USDA: *United States Department of Agriculture* (Secretaría de Agricultura de EE.UU.)

UCI: Utilización de la capacidad instalada

UV: Unidades vinculadas

Var.: Variación

VIX: *CBOE Volatility Index*

VN: Valor nominal

VNR: Valor Nominal Residual

VP: Valor presente

VSTOXX: Volatilidad esperada del índice Eurostoxx600

WTI: *West Texas Intermediate*

XN: Exportaciones Netas