



Informe de Inflación

Primer Trimestre de 2010



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación

Primer Trimestre de 2010



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación
Primer Trimestre 2010

ISSN 1668-0561
Edición electrónica

Fecha de publicación | Enero 2010

Publicación editada por la Subgerencia General de Economía y Finanzas

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, coordinación y diagramación | Gerencia de Análisis Macroeconómico
Sección de Política Monetaria | Gerencia de Análisis de Coyuntura Monetaria
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

Prefacio

La Carta Orgánica del Banco Central establece en su artículo tercero como “misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina preservar el valor de la moneda”. Preservar el poder adquisitivo de la moneda es entonces una misión permanente del Banco Central, y requiere fundar las condiciones para que la estabilidad de precios sea posible y duradera. En efecto, en el marco de una economía que aún se encuentra en un sendero de transición hacia el equilibrio de largo plazo, la estabilidad de precios no puede ser alcanzada sin estabilidad monetaria y financiera. Esos equilibrios resultan indispensables para alcanzar la estabilidad de precios de todos los bienes de la economía, objetivo hacia el que debe bregar el Banco Central.

*Para alcanzar esa meta, el Banco Central debe comprender de la manera más completa posible el estado de la economía y el proceso de formación de los precios, intentando así anticiparse a las tendencias inherentes de la inflación. Adicionalmente, debe comunicar el resultado de este análisis de la manera más clara y transparente. El **Informe de Inflación** apunta a la consecución de ambos objetivos.*

*El **Informe de Inflación** puede ser leído de tres formas diferentes dependiendo de la profundidad que desee otorgarle cada lector. Una comprensión acabada del pensamiento del BCRA acerca de la evolución futura de la economía y de los precios, así como de la agenda en materia de política monetaria se puede encontrar en la **Visión Institucional**. Una lectura de la misma junto con la Síntesis de cada una de las Secciones permite al lector capturar la esencia del Informe con un mayor grado de detalle. En forma complementaria, se sugiere la incorporación a esta hoja de ruta de los Apartados, en los cuales se abordan diferentes temas de interés particular en cada una de las ediciones del Informe. La lectura del documento completo brinda el desarrollo pormenorizado y fundamentado de cada uno de los temas tratados.*

*El cierre estadístico de este **Informe** fue el 15 de enero y la próxima publicación, correspondiente al segundo trimestre de 2010, será el 28 de abril a través de internet.*

Buenos Aires, 27 de enero de 2010

Contenido

Pág. 5 | I. Visión Institucional

Pág. 9 | II. Contexto Internacional

Pág. 19 | Apartado 1 / Impacto de las regulaciones sobre activos financieros de materias primas

Pág. 23 | Apartado 2 / Desafío de política frente a los flujos de capitales en países emergentes

Pág. 25 | III. Actividad Económica

Pág. 32 | IV. Empleo y Salarios

Pág. 36 | V. Sector Externo

Pág. 41 | Apartado 3 / Análisis del comercio bilateral con Brasil y el repunte de las exportaciones de productos industriales

Pág. 43 | VI. Finanzas Públicas

Pág. 50 | Apartado 4 / Emisiones de deuda soberana en mercados internacionales

Pág. 52 | VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

Pág. 62 | VIII. Inflación

Pág. 67 | IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

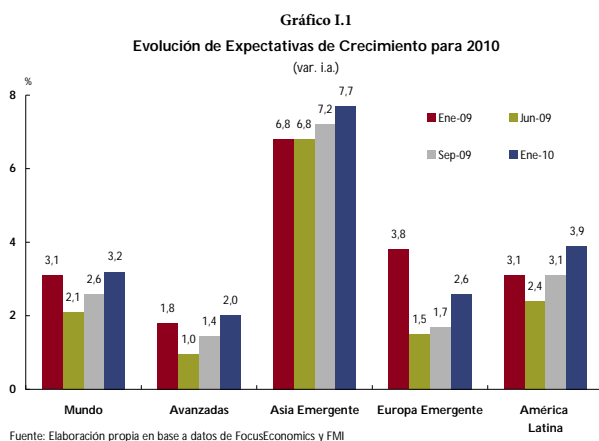
Pág. 71 | Resultados del REM. Diciembre de 2009

Pág. 72 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

I. Visión Institucional

La economía mundial continuó recuperándose tal como se preveía en el anterior **Informe de Inflación**. La notable mejora en el contexto global acompañada de una progresiva corrección de las expectativas, fue apuntalada por las medidas implementadas en los diversos países en un marco de menor incertidumbre respecto de la situación de las entidades financieras.

Asia emergente y América Latina continuaron siendo de las regiones más dinámicas, y sus perspectivas para 2010 son alentadoras. A diferencia de lo ocurrido en recesiones mundiales pasadas, la caída en el crecimiento en América Latina fue menor que la media mundial. Si bien el impacto de la recesión fue importante, desde el tercer trimestre la región se está recuperando y para este año se prevé un crecimiento moderado. La sinergia comercial con Asia emergente y la recuperación de los precios de las materias primas han sido claves para América Latina.



Las cotizaciones de los productos primarios durante el último trimestre se estabilizaron, luego de la recuperación de la primera mitad de 2009. Para 2010 se prevé que los precios de los *commodities* se mantengan en torno a sus niveles actuales, mas allá de cierta volatilidad en el margen (ver Apartado 1). Las perspectivas de mediano plazo para los *soft commodities* siguen siendo positivas, debido a factores estructurales como la fortaleza de la demanda global de alimentos y el desarrollo de los biocombustibles.

En este contexto de recuperación, los precios de los activos financieros de las economías emergentes reaccionaron en forma positiva y generalizada. Los *spreads* de deuda soberana se redujeron a menos de la mitad, mientras que las monedas se apreciaron en promedio 10% frente al dólar en todo 2009. Adicionalmente, con mayor liquidez en los mercados y gradual recomposición del apetito por el riesgo, el acceso de las economías emergentes al financiamiento internacional fue mejorando, disminuyendo progresivamente el costo y aumentando los plazos de emisión de la deuda (ver Apartado 4).

No obstante, aún persisten riesgos a la baja para la economía mundial. La recuperación en los países avanzados sigue siendo frágil y aún depende del mantenimiento de las políticas fiscales y monetarias expansivas. En tanto, las condiciones en los mercados financieros mejoraron, pero distan de ser normales. La situación financiera de los hogares (con altos niveles de endeudamiento) y elevados niveles de desempleo frenarán el consumo durante algún tiempo. Paralelamente, el deterioro de las finan-

zas públicas, principalmente en las economías avanzadas, constituye un desafío para la estabilidad macroeconómica global dada la necesidad de dar continuidad a las políticas de estímulo y, al mismo tiempo, cuidar la sustentabilidad de largo plazo de la ecuación fiscal.

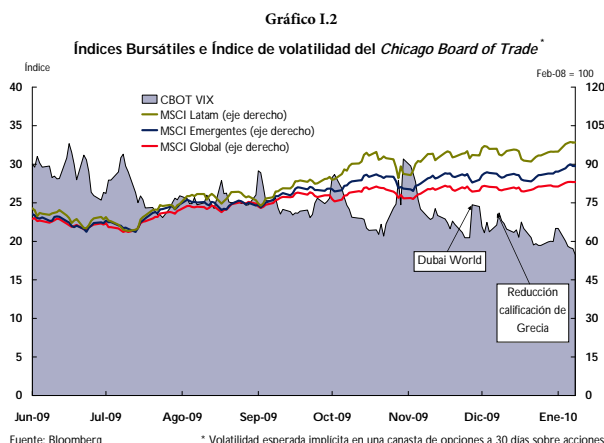
En este contexto, no se descarta el surgimiento de nuevos episodios de volatilidad, cambios en la aversión al riesgo y súbita corrección en los precios de los activos. Los más recientes eventos de volatilidad financiera que se originaron a partir de los riesgos de *default* de Grecia y del *holding* estatal Dubai World, son un claro reflejo de la fragilidad aún latente a nivel global.

Así, es compartido que aún es demasiado temprano para una retirada generalizada de las políticas de estímulo fiscales, monetarias y financieras. La reversión debería esperar a que se logre una recuperación sostenida de la demanda privada y una estabilidad financiera firme. Dado que el ritmo de la recuperación varía de un país a otro, las estrategias de salida también serían distintas. El objetivo prioritario debería ser profundizar la recuperación económica, para luego enfocarse en los planes de consolidación fiscal, especialmente en las economías avanzadas.

De todos modos, se prevé que en 2010 la liquidez global siga siendo abundante y que el diferencial de tasas se mantenga favorable a los países emergentes, lo que reforzará los flujos de capitales hacia estas economías, reanudando algunas presiones a la apreciación de sus monedas (ver Apartado 2).

En Argentina, la actividad económica también consolidará la recuperación iniciada a mediados de 2009. Por el lado de la demanda, tras haber quedado atrás lo peor de la crisis internacional, las familias comenzaron a incrementar sus gastos, lo que persistiría a lo largo del corriente año. Paralelamente, en 2010 se observaría un paulatino aumento de la inversión. Desde la perspectiva sectorial, la reacción de la demanda externa e interna favorecería al sector industrial, mientras que las mejores condiciones climáticas darían lugar a una mayor cosecha. Asimismo, la recuperación del consumo y de la oferta agrícola e industrial impulsaría la actividad comercial y el transporte.

Para 2010 se prevé una importante recuperación tanto de las importaciones como de las exportaciones de bienes. Por el lado de las compras externas, las cantidades se incrementarían, a partir de la mayor demanda interna de bienes de consumo, insumos industriales y energía. Por otro lado, la mayor cosecha agrícola permitiría una fuerte recuperación de los embarques de productos pri-



marios y de manufacturas de origen agropecuario, a la vez que las exportaciones industriales también crecerían, destacándose las mayores ventas del complejo automotor con destino al mercado brasileño (ver Apartado 3). Así, el saldo comercial se mantendría en niveles elevados, a pesar de reducirse en relación al récord alcanzado en 2009, dando lugar a un hecho inédito en la historia de nuestro país, como es el de obtener 9 años consecutivos de superávit de Cuenta Corriente.

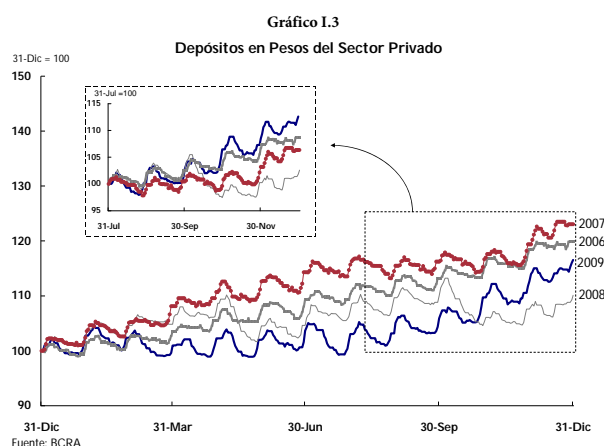
La mayor actividad local y la recuperación del comercio exterior impulsarán los ingresos fiscales. Por su parte, el Gobierno Nacional continuó avanzando en los procesos necesarios para la normalización de la relación con la comunidad internacional al adoptar diversas medidas relativas a la reestructuración de la deuda no ingresada al Canje 2005.

En la consolidación de la recuperación económica fueron claves las políticas de estímulo fiscal y aquellas implementadas por el Banco Central, que permitieron superar con éxito los episodios de turbulencia ocurridos durante los últimos dos años, disminuyendo el impacto de la crisis internacional en el nivel de actividad y el empleo, al mismo tiempo que se generaron las condiciones de estabilidad en el mercado monetario y financiero local que propiciaron el fortalecimiento de la demanda de dinero. En este sentido, a partir del tercer trimestre del año pasado los depósitos en pesos del sector privado crecieron con firmeza, destacándose el aumento de los depósitos a plazo del sector privado y, en particular, los correspondientes al segmento de colocaciones minoristas.

En el escenario favorable que caracterizó el último trimestre de 2009 se cumplieron nuevamente las metas establecidas en el Programa Monetario (PM). El M2 promedió en diciembre \$196.870 millones (+13,7% interanual -i.a.-), cerca del centro de la banda establecida en el PM 2009. En tanto, el M2 privado también se ubicó dentro del rango fijado como meta para este trimestre con una variación interanual de 15,9%.

Los préstamos en pesos al sector privado siguieron creciendo, mostrando incluso mayor dinamismo. En el cuarto trimestre de 2009 el crédito al sector privado aumentó 5,1% (\$5.800 millones), el mayor ritmo desde el segundo trimestre de 2008. Paralelamente, las tasas de interés de corto plazo más relevantes del mercado monetario se redujeron, tanto las tasas pagadas por los depósitos a plazo como las cobradas por los préstamos, disminuyendo el *spread* entre ambas.

En 2010 el Banco Central continuará desarrollando una política monetaria basada en un control de la expansión

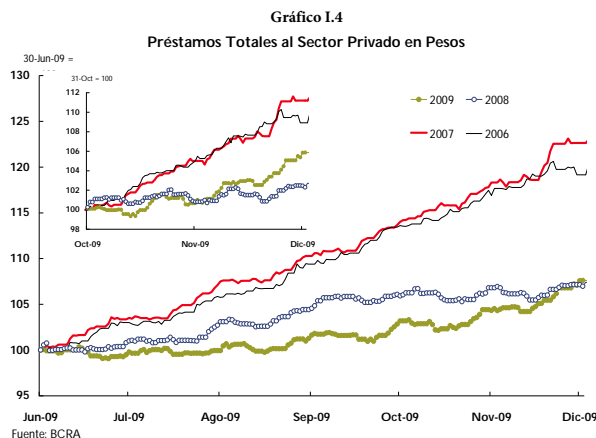


de los agregados monetarios que contemple el proceso de remonetización de la economía, producto de la favorable evolución del nivel de actividad esperada, mediante la esterilización de la oferta de pesos que exceda la demanda. En caso de que fuera necesario, se proveerá al sistema liquidez mediante la gran variedad de instrumentos vigentes. De esta forma, en el PM 2010 se mantiene el esquema utilizado en el año 2009 de metas trimestrales para el agregado monetario M2 (y meta anual para el M2 privado), junto con estimaciones trimestrales para el M2 privado. Las metas del PM 2010 prevén un crecimiento anual para el agregado M2 en el rango de 11,9% - 18,9%, y un ritmo de expansión anual para el M2 privado de entre 12,1% y 19,1%.

Por último, acompañando la evolución de la actividad económica y la caída de los precios de las materias primas durante el primer semestre de 2009, el año pasado terminó con una inflación menor a la de 2008, de acuerdo con los diferentes indicadores de precios disponibles. De cara al 2010, en un marco de relativamente baja capacidad ociosa, la paulatina recuperación proyectada del nivel de actividad incrementaría los riesgos de que el crecimiento de la demanda no sea acompañado por un incremento equivalente en la oferta.

En este sentido, el desafío actual de la política económica es múltiple. Así, se deben generar las condiciones adecuadas para ampliar la capacidad productiva mediante un nivel de inversión que haga posible un nuevo ciclo de crecimiento económico y, al mismo tiempo, se mantengan acotadas las presiones inflacionarias características del repunte de la actividad económica. Por otro lado, la capacidad del BCRA para anclar la inflación por sí mismo es limitada. En una economía en la que el mercado de crédito es extremadamente reducido, también lo es la capacidad de influir sobre la demanda agregada con el simple uso de las tasas de interés. Del mismo modo, tampoco sería aconsejable utilizar el tipo de cambio como única herramienta contra la inflación. Una apreciación de la moneda que podría ayudar inicialmente a reducir las presiones inflacionarias, lo haría a riesgo de afectar la competitividad de la economía y la dinámica del sector externo.

En este contexto, y tal como hemos mantenido en informes previos, el enfoque de política anti-inflacionaria debe ser, entonces, necesariamente gradualista y abarcar al conjunto de los instrumentos macroeconómicos disponibles.



II. Contexto Internacional

II.1 Síntesis

Durante el último trimestre de 2009 la economía global siguió recuperándose, tendencia que se espera continúe en 2010, tal como se anticipaba en el **Informe de Inflación** previo. No obstante, aún siguen existiendo riesgos a la baja que podrían condicionar esta dinámica, destacándose los siguientes: el momento en que se comiencen a revertir las políticas públicas de estímulo, los aún deteriorados niveles de riqueza de las familias y la falta de normalización del crédito, siendo estos condicionantes particularmente importantes en los países industrializados. Asimismo, la fragilidad generalizada del mercado de trabajo constituye un factor adicional de riesgo para asegurar una recuperación sostenida.

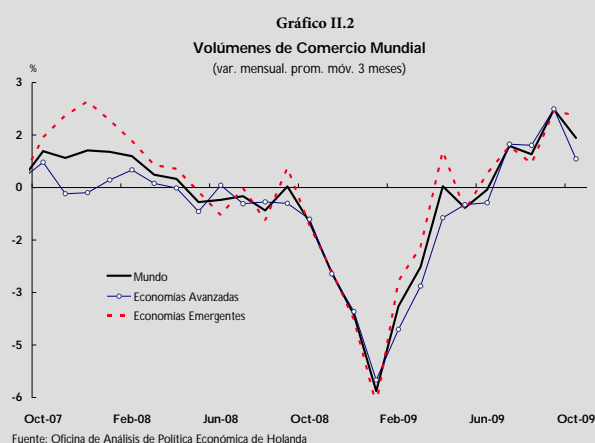
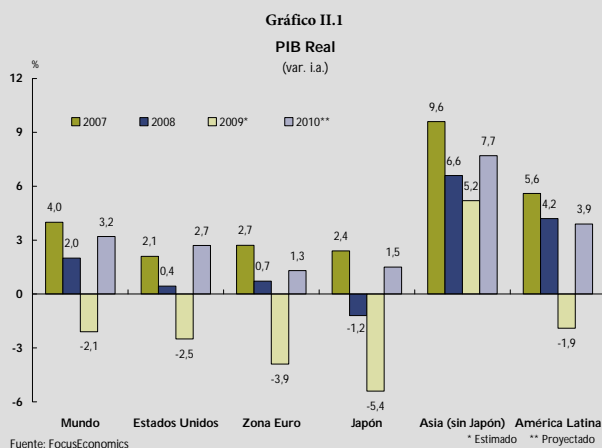
El sistema financiero de las economías avanzadas sigue débil, en un escenario en el que ni la oferta ni la demanda de créditos se reactivan. Si bien los bancos comenzaron a devolver a los gobiernos parte de la financiación recibida, las preocupaciones giran en torno al momento en el que se revertirán los planes de ayuda fiscal al sistema financiero. Asimismo, la elevada exposición de algunas instituciones financieras a los préstamos hipotecarios comerciales continúa generando incertidumbre en la medida que no se consolide la actividad económica. Finalmente, existen dudas respecto a cómo se irán diseñando e implementando las nuevas regulaciones financieras en los ámbitos locales e internacionales y cómo éstas afectarán al funcionamiento de los sistemas.

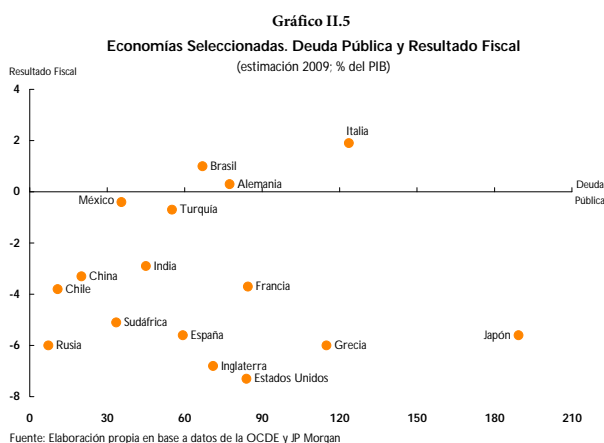
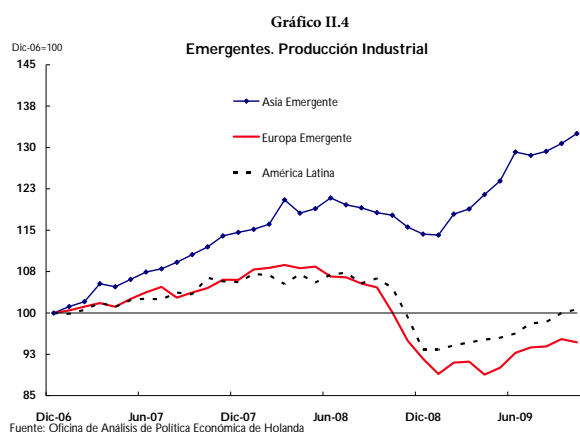
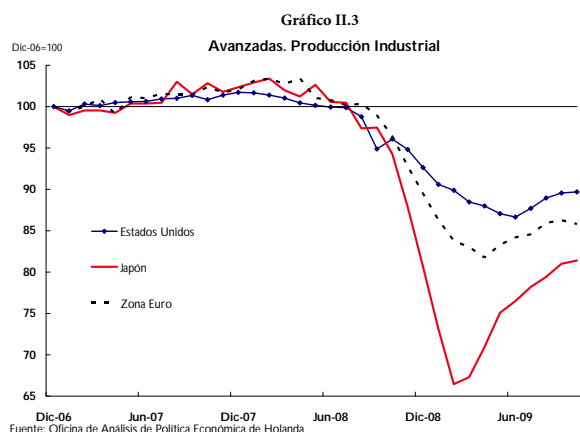
Las economías emergentes están recuperando las tasas de crecimiento más velozmente y muestran una perspectiva más alentadora que meses atrás, aunque persisten las diferencias entre regiones y países. Asia emergente y América del Sur presentan un mejor desempeño debido a la mejora parcial del comercio mundial y al impulso público a la demanda doméstica. Se espera para 2010 que aumenten los flujos de capitales hacia todos los países emergentes, generando algunas presiones a la apreciación de sus monedas.

Los planes de estímulo aplicados por los países avanzados y emergentes dieron hasta ahora el soporte necesario para la incipiente recuperación. En adelante, el desafío sigue siendo el momento y el monto en el que se revertirán las políticas implementadas, conocidas como “estrategias de salida”. Mientras que el ajuste monetario en los países desarrollados aún no es urgente, se espera que los países en desarrollo estén en condiciones de revertir -aunque paulatinamente- las medidas con anticipación debido al mayor dinamismo de la actividad económica y a los riesgos inflacionarios que enfrentarían.

Los precios de las materias primas se estabilizaron en el último trimestre del año, luego de la importante recuperación de la primera parte de 2009. La volatilidad en las cotizaciones agropecuarias acompañó la evolución del clima, mientras que los precios de los hard commodities crecieron más en sintonía con la recuperación de la economía mundial. Si bien las cotizaciones de los commodities permanecen en niveles inferiores a los máximos nominales de 2008, aún se sitúan sustancialmente por encima del promedio histórico. En 2010, los precios de los productos agrícolas se ubicarían en niveles similares a los del segundo semestre de 2009, con sesgo al alza, mientras que los precios de los hard commodities estarían en valores superiores a los de fines del año pasado.

De esta manera, mantenemos nuestra perspectiva del último **Informe de Inflación**, previéndose la continuidad en la recuperación de la actividad económica mundial, aunque lenta y prolongada, configurando un escenario para la Argentina más favorable que el de la primera mitad de 2009.





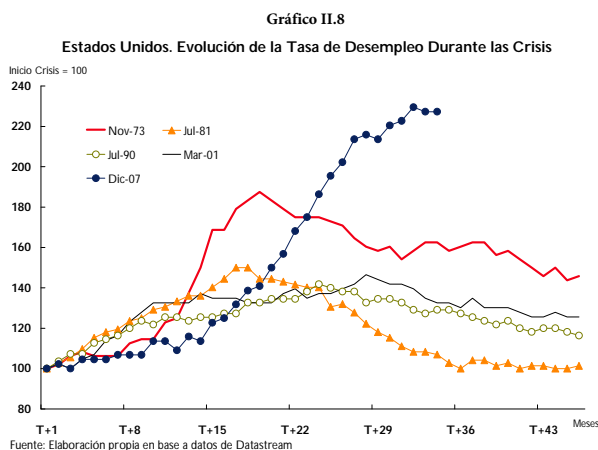
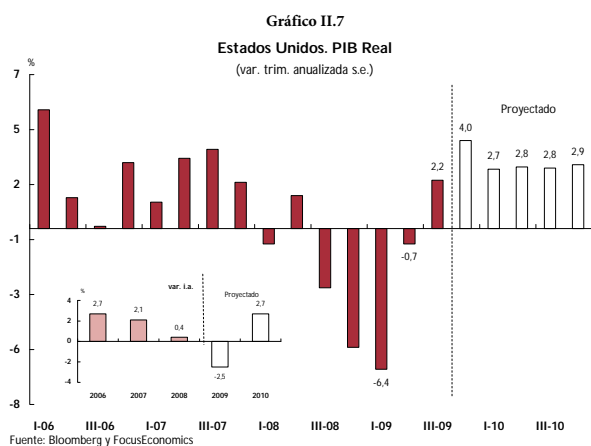
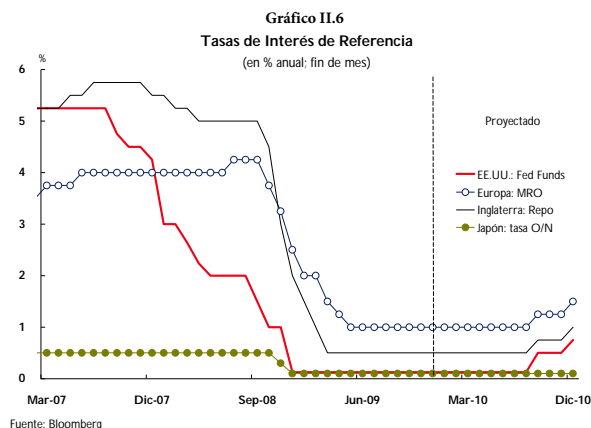
II.2 Economía Global

Durante los últimos meses los indicadores de actividad económica y del mercado financiero continuaron con la tendencia de recuperación. Sin embargo, aún persisten riesgos que podrían condicionar la continuidad de dicho proceso. Entre estos factores se destacan la falta de normalización del mercado de crédito, los deteriorados niveles de riqueza de las familias y la elevada carga de deuda tanto del sector privado como del sector público. Asimismo, si bien el mercado de trabajo durante el último trimestre mejoró, en algunas economías aún presenta un fuerte deterioro. En este escenario, las perspectivas siguen siendo similares a las del trimestre pasado, de una reactivación lenta y gradual, y no exenta de volatilidad.

Durante el tercer trimestre de 2009, la generalidad de los países, tanto industrializados como en desarrollo, exhibieron tasas de crecimiento positivas y en algunos casos particulares ya se observa una salida técnica de la recesión (2 trimestres consecutivos de crecimiento). En tanto, los indicadores adelantados de actividad reflejan la continuidad de la expansión económica en el último trimestre del año para la mayoría de los países (ver Gráficos II.3 y II.4). Así, las proyecciones de crecimiento para 2010 fueron corregidas al alza para las economías desarrolladas y emergentes, con la sola excepción de Japón.

Más allá de las claras mejoras en la actividad económica mundial, persisten riesgos. Si bien el desempleo se redujo en los últimos meses en la generalidad de los países, en las economías avanzadas aún se encuentra próximo a su mayor nivel de las últimas décadas. Por su parte, el mercado financiero se mantiene débil, con una oferta restringida de créditos. Las instituciones financieras continúan altamente expuestas a los créditos comerciales, cuyas tasas de morosidad siguen en niveles elevados. Adicionalmente, la profundidad de la crisis, la incertidumbre en cuanto a la recuperación y los altos niveles de desempleo mantendrán la demanda de crédito bancario restringida en el corto plazo. Finalmente, existen dudas respecto de la implementación del nuevo marco regulatorio local e internacional y su impacto sobre el sistema financiero global.

Los planes de estímulo fiscal para sostener a la actividad económica, junto con la reducción de los ingresos públicos, deterioraron significativamente las finanzas públicas para la generalidad de los países. A mediano plazo, la sustentabilidad fiscal se plantea como uno de los principales riesgos para la economía mundial, tal como se pudo ver en los recientes episodios de volatilidad financiera debido a los riesgos de *default* de Grecia y del *holding* estatal Dubai World (ver Gráfico II.5). En Grecia, el endeudamiento público supera el 100% del PIB, superando en 55 puntos



porcentuales (p.p.) el máximo permitido por la zona Euro, mientras que el déficit fiscal habría finalizado 2009 en torno a 6% del Producto, muy por encima de otras economías europeas también afectadas por la crisis. Por su parte, en el emirato árabe de Dubai, el *holding* estatal Dubai World debió solicitar la moratoria del pago de un bono hasta mayo próximo.

Más allá del riesgo de mediano plazo que presentan las finanzas públicas no sólo por factores coyunturales sino también estructurales (como sistemas de seguridad social deficitarios), sobre todo en los países desarrollados, se prevé la continuidad de las medidas de impulso fiscal hasta tanto no se consolide un claro escenario de recuperación.

Durante el último trimestre las principales autoridades monetarias siguieron con políticas expansivas. Si bien ya comenzó, aunque lento, el proceso de reversión del *quantitative easing*, se proyecta que las tasas de interés de referencia se mantengan en sus actuales valores hasta fines de 2010 en los países avanzados, y hasta al menos fines del primer trimestre en los emergentes. Aunque la suba de tasas comience antes, se estima que se hará de modo muy gradual (ver Gráfico II.6).

En términos generales, en las economías avanzadas la suba de tasas de interés no es urgente dado que las expectativas inflacionarias de corto plazo se encuentran ancladas. En efecto, en promedio durante 2009 los precios al consumidor de los países industrializados no variaron y, si bien se espera un repunte inflacionario para 2010, las tasas previstas se encuentran en línea con las metas implícitas o explícitas de los bancos centrales. En tanto, las economías emergentes habrían registrado en 2009 un nivel promedio de inflación del 6% i.a., y se proyecta un aumento durante el presente año.

II.3 Economías Avanzadas

Estados Unidos

En la tercera revisión del PIB del tercer trimestre, el crecimiento resultó 1,3 p.p. inferior a la primera estimación. Así, la economía norteamericana creció a una tasa de 2,2% sin estacionalidad (s.e.) trimestral anualizada. El 2009 finalizaría con una contracción de 2,5%. Para 2010 se prevé que la economía se expanda en torno a 2,7%, quedando el PIB todavía 4 p.p. por debajo del Producto Potencial (ver Gráfico II.7).

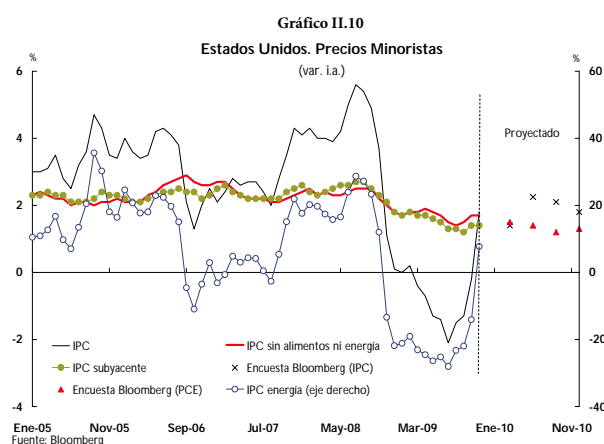
Los indicadores adelantados de actividad económica continuaron mejorando en el margen, principalmente por el mayor dinamismo de la producción industrial, dado el



proceso de recomposición de *stocks* durante los últimos meses, tras la desacumulación de inventarios previa.

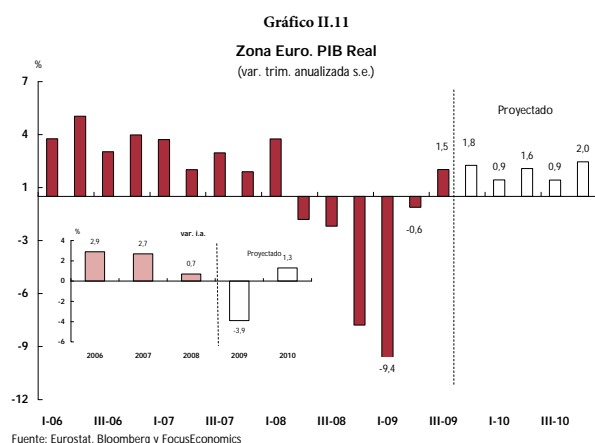
En lo que respecta al flujo de ingresos esperados de las familias, la evolución del mercado de trabajo será un determinante clave. Si bien en el cuarto trimestre de 2009 la tasa de desempleo se contrajo 0,2 p.p. hasta 10% de la Población Económicamente Activa (PEA), aún se ubica en torno a su máximo valor de las últimas tres décadas (ver Gráfico II.8). En tanto, los salarios reales en 2009 disminuyeron 1,1%. Para el corriente año se espera que continúe una gradual mejora del empleo y de los salarios reales.

Si bien se espera que la riqueza de las familias continúe mejorando, aún permanecería en niveles similares a los de 2005 (ver Gráfico II.9). Por su parte, el mercado de crédito al sector privado todavía no logra recuperarse. Si bien las condiciones de los requisitos de acceso al crédito se flexibilizaron, aún se mantienen elevadas, a lo que se sumó más recientemente un debilitamiento de la demanda.



La conjunción de estos factores se reflejó sobre las expectativas de los consumidores que, aunque repuntaron, aún se mantienen bajas y con un comportamiento altamente errático, por lo que se prevé que el Consumo Personal exhiba subas moderadas en el corto plazo.

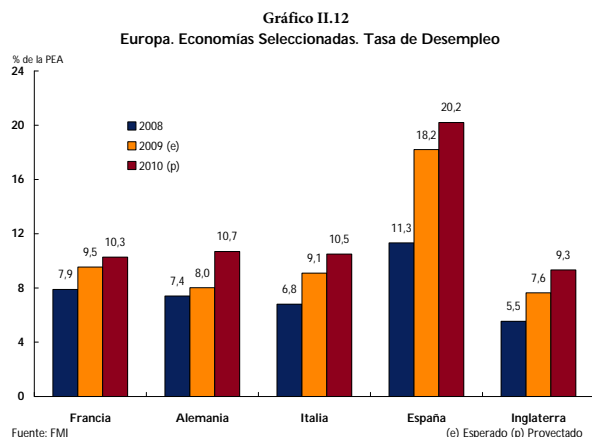
El nivel general de los precios minoristas se habría contraído 0,5% en 2009, mientras que el índice subyacente se habría expandido 1,0% en el promedio del año. Las proyecciones para el presente año dan cuenta de que si bien la inflación retornaría al terreno positivo, sería inferior al promedio 2006-2008 (ver Gráfico II.10).



En este marco, la autoridad monetaria decidió mantener la tasa de interés de referencia en su mínimo valor histórico, privilegiando la recuperación de la actividad económica. Se espera que esta política se prolongue hasta fines de 2010. En igual sentido, se siguió proveyendo de liquidez al mercado, aunque la devolución voluntaria por parte de diversas instituciones financieras de los fondos recibidos esterilizó parte de lo otorgado. Por otro lado, y como parte de la estrategia de salida del *quantitative easing*, se adoptaron varias medidas, siendo la más reciente la creación de un mecanismo llamado “facilidad de depósito” para captar fondos a mediano plazo en base a una subasta de tasas sobre instituciones elegibles.

Europa

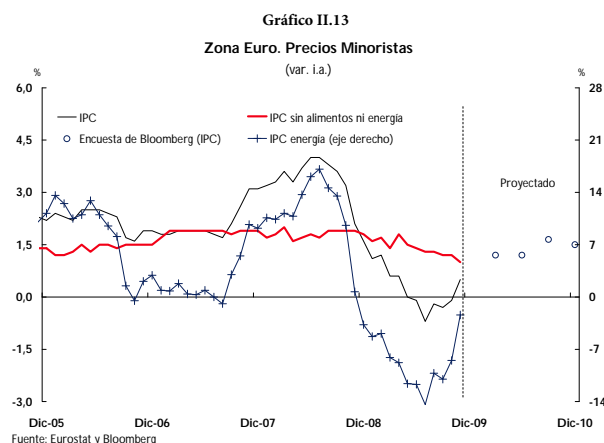
El Producto de la zona Euro en el tercer trimestre creció 0,4% trimestral s.e. y 1,5% anualizado, mostrando la primera variación positiva después de cinco trimestres de contracciones. En 2009 la actividad económica se habría



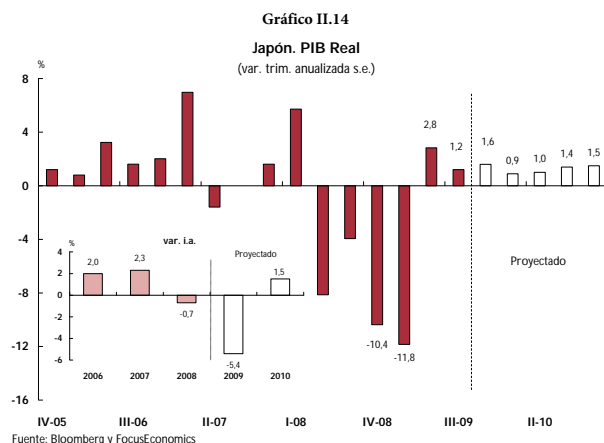
contraído 3,9%, mientras que para 2010 se espera que la región se expanda 1,3% (ver Gráfico II.11). En tanto, en Inglaterra el PIB habría disminuido 4,5%, previéndose una expansión para 2010 en torno a 1,4%.

Los mercados de trabajo de la zona Euro e Inglaterra continúa débil, más allá de que en el último trimestre la tasa de desempleo se mantuvo en 10% y 7,6% de la PEA, respectivamente. Para 2010 se espera que el mercado laboral mejore lentamente, aunque en el promedio anual la tasa de desempleo no descendería (ver Gráfico II.12).

La inflación en la zona Euro finalizó 2009 prácticamente sin variación, al tiempo que los precios subyacentes disminuyeron ligeramente su ritmo de crecimiento. Durante 2010 repuntaría la inflación, acompañando la recuperación económica, aunque ubicándose en línea con la meta del Banco Central Europeo (BCE; 2%; ver Gráfico II.13). Por su parte, Inglaterra mostró una mayor inflación que el bloque continental (2,1%), mientras que la *core* se ubicó en niveles similares a los de 2008. Para 2010 se prevé una leve aceleración (2,4%).



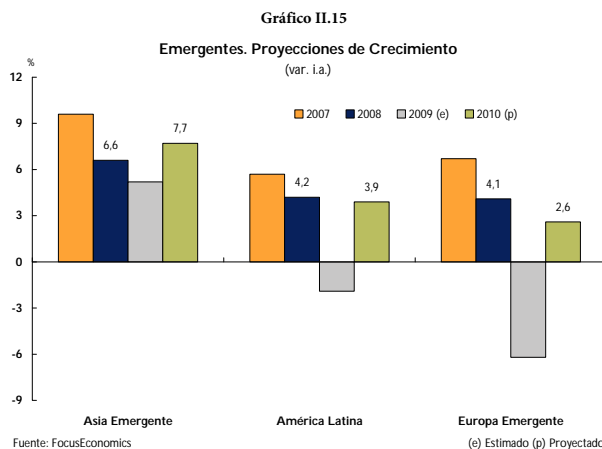
El BCE mantuvo la tasa de interés de referencia inalterada en 1%, debido a que la recuperación todavía es frágil y las expectativas inflacionarias se mantienen dentro de los objetivos de la institución. Se espera que la tasa se mantenga en este nivel al menos hasta el segundo semestre del año. Adicionalmente continuará proveyendo de liquidez al mercado, aunque de continuar la mejora en las plazas financieras podría eliminar alguna de las medidas extraordinarias adoptadas. Por su parte, el Banco de Inglaterra (BoE), dadas las mayores presiones inflacionarias previstas, podría iniciar el ciclo contractivo con anticipación a la autoridad monetaria del bloque continental. No obstante, al igual que en EE.UU., se prevé que la suba de tasas sea gradual tanto en la zona Euro como Inglaterra.



Japón

En Japón, el PIB del tercer trimestre de 2009 creció 1,2% trimestral s.e. anualizado. Las proyecciones para el año 2009 prevén una caída de 5,4% del Producto (una de las mayores disminuciones estimadas para los países industrializados). Para 2010 se prevé que la economía obtendría un crecimiento de 1,5% (ver Gráfico II.14).

En sintonía con la mejora en el margen en otras economías, los indicadores de actividad mostraron un progreso en los últimos meses. No obstante, el mercado de trabajo de Japón, al igual que en el resto de los países avanzados, continúa siendo un importante factor de riesgo. Si bien la tasa de desocupación se redujo en los últimos meses, al-

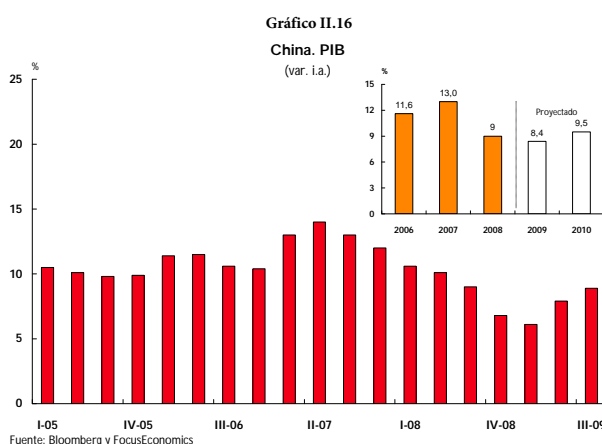


canzando 5,1% de la PEA, se encuentra muy próxima a su máximo histórico (5,7%).

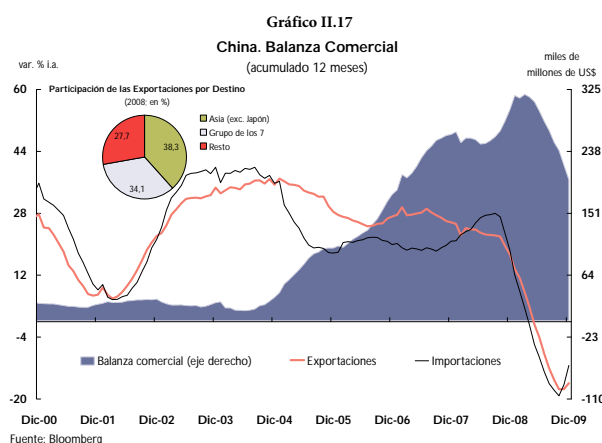
Adicionalmente, Japón, a diferencia de otras economías avanzadas, experimentó un marco deflacionario, con una caída de precios en 2009 (-1,4%) que se espera que continúe en 2010, aunque a menor ritmo (-0,8% i.a.). En este marco, la autoridad monetaria dio continuidad a las medidas de provisión de liquidez y de tasas de interés bajas para dar soporte a la actividad. Además, en diciembre el gobierno anunció un segundo plan de estímulo fiscal por US\$78.000 millones (1,5% del PIB). Los fondos se utilizarán mayormente para ayudar a las economías regionales y para mejorar las condiciones del mercado laboral.

II.4 Economías Emergentes

Las regiones emergentes, que no han sido epicentro de la crisis, evidencian una recuperación notable, con excepción de Europa Emergente, cuya mejora es más lenta. Este dinamismo responde al fuerte impacto del mayor volumen del comercio mundial, dado el grado de apertura de estas economías, las cuales siguen exhibiendo mejoras en sus balances externos en detrimento de las economías avanzadas. A ello se agregan los mejores precios de los *commodities* y a la implementación de importantes planes de estímulo a nivel interno. Los pronósticos de crecimiento para este año dan cuenta de que esta tendencia se acentuaría, aunque aún prevalecerá la heterogeneidad entre regiones y entre países de la misma zona (ver Gráfico II.15).

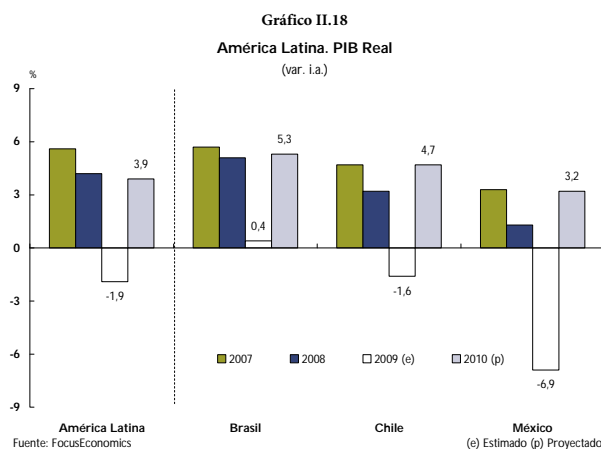


En 2010, la combinación de mayor demanda doméstica y precios de *commodities*, daría lugar a un repunte en la inflación en las economías emergentes. Se espera que los países en desarrollo en general reviertan las medidas de estímulo con anticipación a los avanzados debido al mejor dinamismo de la actividad económica y a los mayores riesgos inflacionarios que enfrentarían.



Europa emergente, que resultó más afectada que otras regiones por la crisis internacional, habría registrado una caída del PIB de 6,2% en 2009. Para 2010 se espera que crezca 2,6%, aunque Bulgaria y los países bálticos continuarían en recesión económica.

Por su parte, Asia emergente es la única región que crecería en 2009 (5,2%), y para 2010 se prevé una mayor expansión (7,7%), todavía por debajo del promedio del último lustro. La evolución de la actividad económica de esta región está liderada por China e India, que representan el 66% del Producto total. China crecería 9,5% en 2010, impulsada por el gasto agregado doméstico (ver Gráfico II.16). Por su parte, India avanzaría 7,6% en 2010. En con-

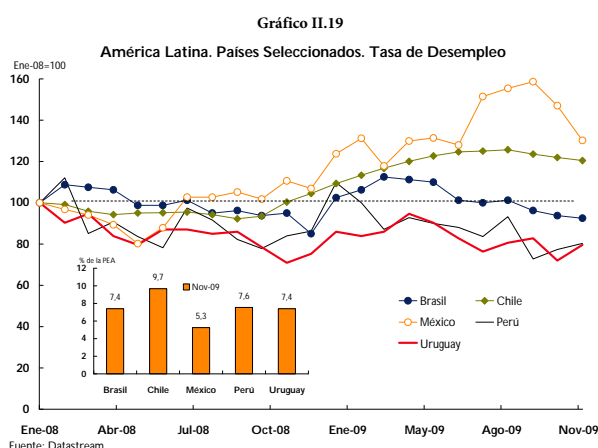


traposición, el grupo de los *Newly Industrialized Economies* (NIEs), que contabiliza el 14,5% del PIB de la región, fue el más afectado por la crisis, ya que es altamente dependiente del comercio exterior. Este conjunto de países alcanzaría una variación del PIB de 4,9% este año, luego de caer 1,9% en 2009.

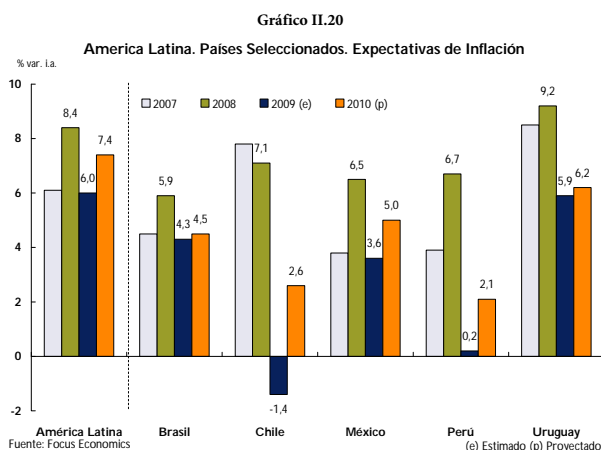
Dada la elevada tasa de ahorro actual en la región, y en particular en China, durante 2009 se implementaron modificaciones a los sistemas previsionales y de salud para lograr un cambio estructural que aumente el nivel de consumo. Esto permitiría reducir la dependencia externa de la región, ya que todavía existe cierto consenso en que la economía no recuperará el dinamismo de los años previos hasta tanto no haya una recomposición significativa de la demanda externa (ver Gráfico II.17).

América Latina

En línea con el resto de las regiones, en los últimos meses las economías latinoamericanas continuaron mejorando, lo que llevó a sucesivas revisiones positivas en las principales variables macroeconómicas para 2009 y 2010. Este año continuaría el proceso de recuperación, previéndose un crecimiento de 3,9%, aunque todavía existen importantes riesgos a la baja por factores endógenos y exógenos (ver Gráfico II.18).

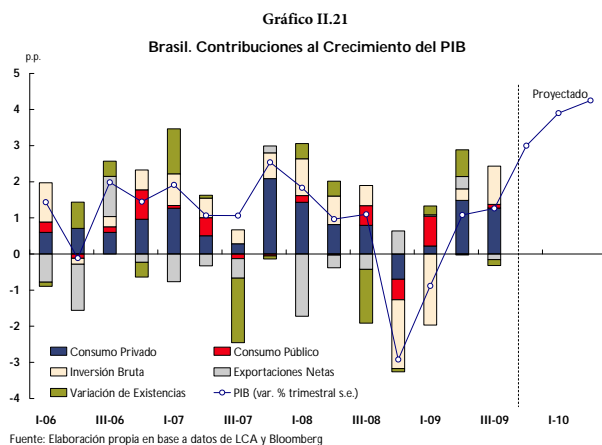


El avance reciente de la región respondió principalmente a la estabilización de las condiciones financieras, al aumento del comercio internacional, y al fortalecimiento de los precios de los *commodities*. Adicionalmente, las políticas contracíclicas realizadas por las autoridades económicas latinoamericanas impulsaron la demanda doméstica y la confianza, aliviando las presiones sobre el mercado laboral (ver Gráfico II.19).



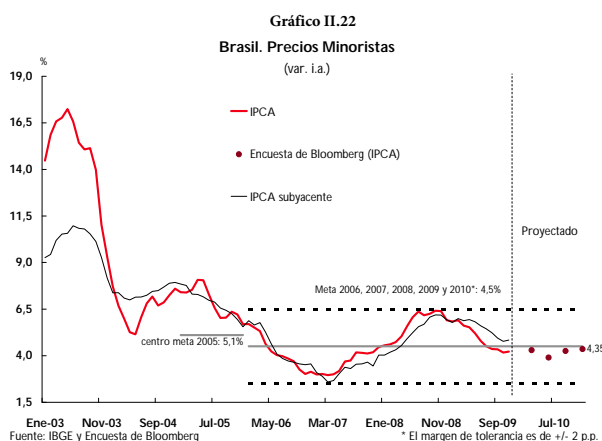
Si bien hay una importante diversidad entre países, se prevé que los bancos centrales del bloque alcancen en 2010 sus respectivos objetivos en términos de inflación, aplicando una política monetaria más neutral, buscando contener las expectativas inflacionarias de mediano plazo (ver Gráfico II.20).

En Brasil, a pesar de las recientes mejoras en su economía y las buenas perspectivas a mediano plazo, el PIB del tercer trimestre de 2009 resultó peor de lo esperado por el mercado (5,3% trimestral anualizado s.e., cuando se pronosticaba un incremento de 8%; ver Gráfico II.21). La Inversión Pública y el Consumo privado mostraron la mayor contribución al Producto, mientras las Exportaciones Netas y la Variación de Existencias tuvieron un aporte negativo. Sin embargo, la tendencia del Producto sigue siendo positiva y se estima un crecimiento de 0,4% en 2009 y



de 5,3% en 2010. Con el objetivo de seguir dando soporte a la economía, el gobierno brasileiro anunció recientemente un conjunto de medidas, cuyos montos alcanzaron a cerca del 3% del PIB, destinadas a la promoción de actividades consideradas prioritarias, como infraestructura, bienes de capital, tecnología, innovación y exportaciones. También se anunció la prórroga de la exención del Impuesto sobre Productos Industrializados a los bienes de capital durante el primer semestre de 2010.

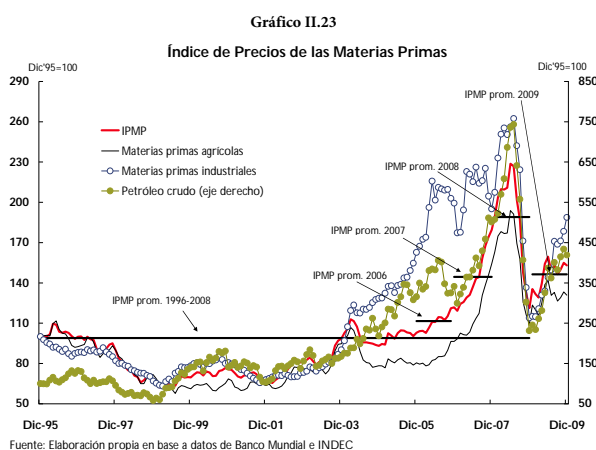
La inflación minorista se incrementaría en 2010 aunque continuaría en torno a la meta (4,5%; +/- 2%; ver Gráfico II.22). En este contexto se prevé que el Banco Central de Brasil (BCB) comience a elevar la tasa de interés de referencia en el segundo trimestre de 2010.



El PIB de Chile creció en el tercer trimestre de 2009 4,6% trimestral anualizado s.e., luego de cuatro periodos consecutivos de caída. El gasto agregado doméstico y las ventas externas (en particular de cobre) aumentaron en los meses recientes. A causa de esta mejora de la economía, se proyecta que en 2010 Chile crezca 4,7%, por encima del crecimiento promedio previsto para la región, situación similar a la de Brasil.

A pesar de que México fue uno de los países más afectados por la crisis debido a sus lazos comerciales y financieros con EE.UU., el Producto ya acumula dos trimestres consecutivos de crecimiento trimestral, con una variación de 3% anualizada s.e. en el tercero de 2009. Aunque la contracción de la actividad económica fue severa, indicadores recientes señalan que el país inició una etapa de expansión. Continuando con la tendencia reciente, se espera que esta economía crezca 3,2% en 2010.

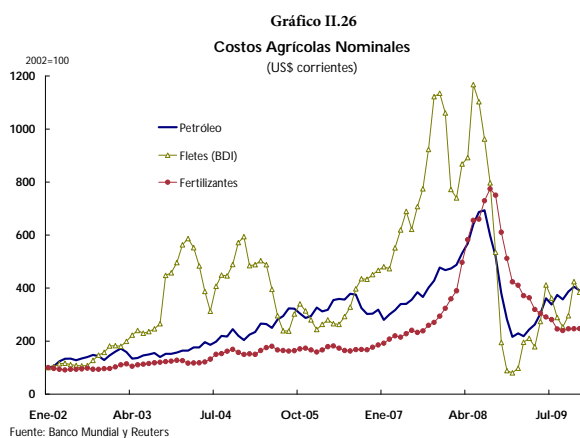
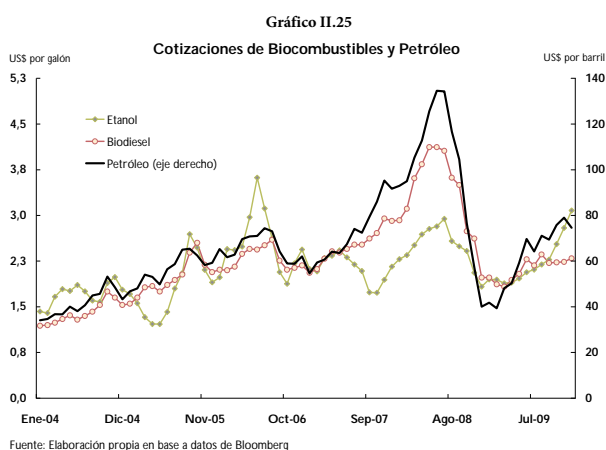
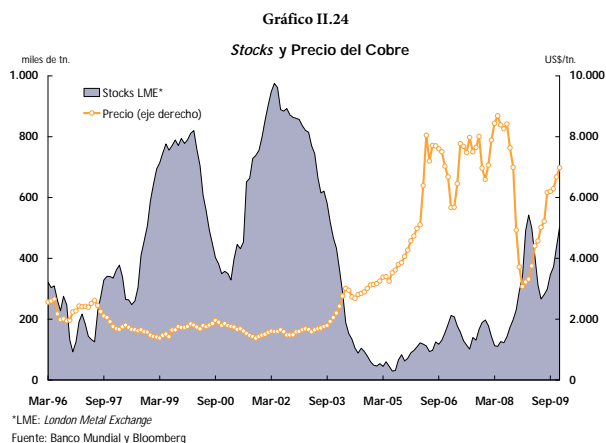
Con el objetivo de dar soporte a la recuperación de la economía, el Congreso mexicano aprobó un nuevo paquete de estímulo fiscal. Adicionalmente el Banco de México mantuvo la tasa en 4,5%.



II.5 Precios de las Materias Primas

En promedio en el último trimestre del año los precios de las materias primas se estabilizaron, luego de la importante recuperación de la primera mitad de 2009. En particular, las cotizaciones agropecuarias fueron muy volátiles acompañando la evolución del clima, mientras que los precios de los *hard commodities* mostraron una tendencia de crecimiento.

En este contexto, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA aumentó 4,5% en el último trimestre, y finalizó 2009 26,2% por debajo del promedio de 2008. Aún así, el IPMP resultó 54,6% mayor



al promedio histórico de la serie, ubicándose en niveles similares al promedio de 2007 (ver Gráfico II.23). Las subas más significativas a diciembre de 2009 se registraron en el cobre (127,3%), el petróleo crudo (81,1%) y el complejo sojero (29,2%), mientras que la carne (13,1%) y el maíz (4,0%) tuvieron alzas menores. En contraposición se comportó el valor del trigo, que bajó 6,3%.

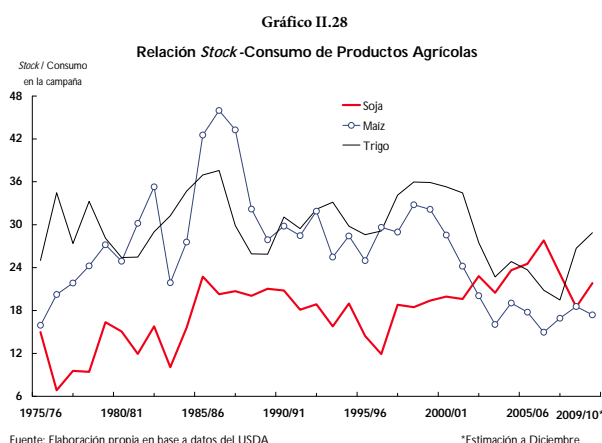
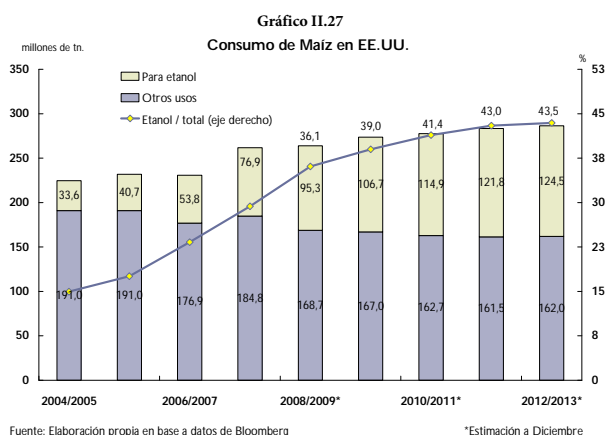
Las cotizaciones de los metales registraron la mayor recuperación de todos los *commodities*, mayormente impulsadas por el consumo de China (ver Gráfico II.24). La demanda de productos como mineral de hierro, carbón y cobre aumentó de forma substancial debido al gran paquete de estímulo fiscal que implementó el gobierno de dicho país asiático¹, que está dirigido a los desarrollos de infraestructura, y a los aumentos de los *stocks* con el fin de acumular reservas estratégicas. Si bien los precios continuarían en estos niveles en los primeros meses de 2010 acompañando la recuperación de la economía mundial, hacia la segunda mitad del año podrían mostrar una ligera corrección a la baja, dadas las significativas importaciones ya realizadas por China.

El alza de precios del petróleo crudo fue impulsada por la combinación de una recuperación parcial de la demanda, principalmente de China, y los signos de mejora de la economía mundial, en un contexto donde la oferta se muestra acotada debido a recortes de producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). En 2010 la cotización del petróleo se ubicaría en promedio en niveles por encima de 2009.

El aumento en la cotización del petróleo continúa jugando un papel fundamental en la recuperación de los *commodities* agrícolas debido al encarecimiento de los costos, principalmente de transporte, y a su relación con la producción de biocombustibles (ver Gráfico II.25). Los precios de los fertilizantes se estabilizaron y se ubicaron en niveles cercanos a los de finales de 2007, en un contexto de menor demanda de insumos para el sector agrícola con el fin de reducir los costos de producción (ver Gráfico II.26).

Los precios agrícolas mostraron un comportamiento muy volátil durante estos últimos meses acompañando los cambios en las condiciones climáticas y la firme demanda. En particular, si bien las estimaciones de producción de soja reflejan una campaña récord, tanto en EE.UU. como en Sudamérica, el retraso en la cosecha estadounidense por las frecuentes lluvias y la demora en la implantación de la oleaginosa en el Hemisferio Sur debido a la falta de humedad de los suelos en algunas regiones y el exceso en otras, generó una fuerte incertidumbre en el mercado. Al

¹ El paquete de estímulo también impulsó la demanda de bienes de consumo duraderos, como automóviles y aparatos eléctricos.



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

| | | Campaña 2008/09 (mill. tn.) | Campaña 2009/10** (mill. tn.) | Efecto sobre el precio de la variación |
|--------------|----------------|-----------------------------------|-------------------------------------|--|
| Trigo | Oferta total* | 803,0 | 837,6 | - |
| | Demanda total | 639,3 | 646,7 | + |
| | Stocks finales | 163,8 | 190,9 | - |
| Maíz | Oferta total* | 920,9 | 935,6 | - |
| | Demanda total | 775,5 | 803,3 | + |
| | Stocks finales | 145,4 | 132,3 | + |
| Soja | Oferta total* | 263,8 | 292,7 | - |
| | Demanda total | 220,5 | 233,8 | + |
| | Stocks finales | 42,4 | 57,1 | - |

*La Oferta total incluye la producción total + stocks iniciales

**Estimación a Diciembre

Fuente: Elaboración propia en base a datos del USDA

mismo tiempo, durante el último trimestre continuó la activa demanda de soja por parte de China², lo que brindó un importante sostén a las cotizaciones. Por su parte, el maíz también fue afectado por el mal clima en el Medio Oeste estadounidense (principal país productor y consumidor) que retrasó el avance de la cosecha, en un contexto donde la demanda para alimento, forraje y etanol siguió en ascenso (ver Gráfico II.27). En tanto, la cotización del trigo también subió por las estimaciones de caída del área para la próxima campaña 2010/11, por la acción de los fondos de inversión y por la utilización como forraje, a pesar de la abundante oferta del cereal y de la lenta recuperación de la demanda mundial (ver Gráfico II.28 y Cuadro II.1).

Dado que se espera la continuidad de la recuperación de la economía mundial, en el corto plazo las cotizaciones se ubicarían en torno a los niveles actuales, aunque persiste algún riesgo a la baja en el caso de los *hard commodities* en la medida que no se normalice el crédito internacional, no se incremente el gasto de los países desarrollados y China decida suspender o reducir su política de acumulación de *stocks*. Asimismo, cuestiones coyunturales como la acción de los fondos de inversión podrían generar mayor volatilidad en las cotizaciones de los productos primarios, más allá de los avances en la regulación de estos mercados (ver Apartado 1). Las perspectivas para los precios de los *soft commodities* a mediano plazo siguen siendo positivas, impulsadas por factores estructurales, como la fortaleza de la demanda mundial de alimentos debido a cambios en la dieta³, el desarrollo de la industria de biocombustibles⁴, el aumento de los costos y los efectos del cambio climático sobre la producción agrícola, entre otros.

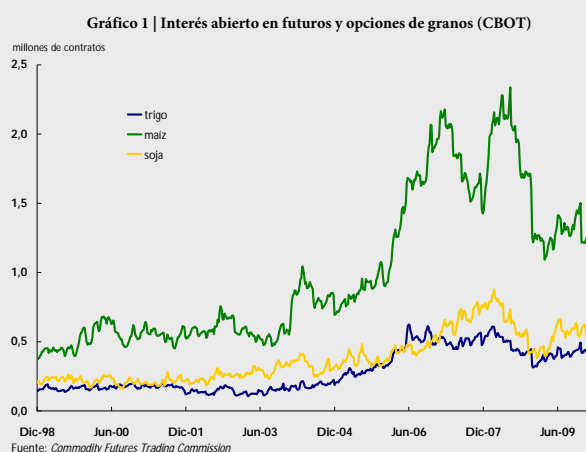
² El Gobierno chino anunció en noviembre que seguirá con la política de acumulación de inventarios, tanto de soja como de otros productos primarios.

³ Las importaciones de soja por parte de China se mantendrán en alza dado el importante aumento en la producción de carne, a lo que se suma el consumo de alimentos procesados y aceites.

⁴ Los gobiernos continúan implementando medidas de apoyo al desarrollo de energías renovables, tales como el biodiesel y el etanol, lo que implicará que seguirán demandando granos para tal fin. En particular, el USDA estima que el uso del maíz para etanol creció un 21% en la campaña 2008/09 y proyecta un aumento de 15% para el ciclo 2009/10.

Apartado 1 / Impacto de las regulaciones sobre activos financieros de materias primas

En los últimos años, los *commodities* se consolidaron como alternativa de inversión para diversificar, mejorar los rendimientos de cartera o buscar cobertura, fundamentalmente a partir de la inversión en fondos cotizados (ETF, ETN⁵, e instrumentos relacionados), que replican precios o índices de materias primas. El desarrollo de productos estructurados fue ganando popularidad entre los inversores, facilitando el acceso a una nueva clase de activos. La creciente presencia de inversores se manifestó en un continuo flujo de fondos hacia inversiones en futuros y opciones de *commodities*, que llevó a un crecimiento persistente de su saldo (ver Gráfico 1).



Si bien este fenómeno contribuyó a incrementar la liquidez y profundidad de los mercados a futuro, despertó cierta preocupación en relación al efecto que podría tener sobre los precios. En Estados Unidos, unos años atrás la ley conocida como *Commodity Exchange Act* (CEA) autorizó a la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC)⁶ a imponer una serie de límites sobre el tamaño de las posiciones especulativas en los mercados de futuros, de manera de protegerlos de una excesiva especulación. A través de sucesivas modificaciones a la reglamentación vigente, el maíz, la avena, el trigo, el algodón, la soja y sus derivados, sufrieron la imposición de límites sobre la cantidad de contratos por agente. Para los demás *commodities* (incluyendo energéticos) los límites quedaron determinados por las mismas bolsas donde operaban los contratos de los subyacentes. Con el tiempo, tanto la CFTC como las respectivas bolsas, fueron otorgando diversas excepciones a los administradores de fondos que les permitían exceder los límites de la Reglamentación 150.2.

⁵ Exchange-Traded Funds y Exchange-Traded Notes.

⁶ Creada por el Congreso en 1974 como una agencia independiente para regular el mercado de futuros y opciones de materias primas en Estados Unidos.

A raíz de la crisis internacional, desde julio del año pasado la CFTC impulsó varias medidas que apuntan a reducir la presencia de inversores financieros en los mercados de materias primas, para atenuar su posible efecto sobre los precios. No obstante, el dilema entre los reguladores, en cuanto a impedir la excesiva especulación financiera en los mercados de futuros, generó un debate sobre los mecanismos para limitar las exposiciones y la efectividad final de las nuevas regulaciones.

En agosto, la CFTC decidió avanzar sobre la regulación de los mercados de materias primas agrícolas, por ejemplo, dando de baja excepciones otorgadas en 2006 a dos de los más importantes operadores de fondos: *Deutsche Bank Commodity Services* y *Gresham Investment Management*.

Hasta ese momento, la reglamentación del fondo de *Deutsche Bank* permitía ampliar sus tenencias sobre maíz y trigo. La razón fundamental de la excepción se basaba en que el fondo seguía una estrategia pasiva que no residía en la búsqueda de rendimientos bajo cualquier circunstancia. La nueva reglamentación obligó al fondo a limitar para fines de octubre sus tenencias de contratos de maíz y trigo a las señaladas por la Reglamentación 150.2. De manera de cumplir con las nuevas regulaciones, el *Deutsche Bank* decidió en septiembre reestructurar a dos de sus fondos: *PowerShares DB Commodity Index Tracking Fund* y *PowerShares DB Agriculture Fund*; diversificando aún más sus carteras.

En el caso del *PowerShares DB Commodity*, se adicionaron a los seis *commodities* que contenía su portafolio⁷, el petróleo Brent, el cobre, el gas natural, la gasolina RBOB, la plata, la soja, el azúcar y el zinc. En el *PowerShares DB Agriculture* se incluyeron a la cartera existente de maíz, trigo, soja y azúcar, el cacao, el café, el algodón, la carne vacuna de terneros en *feedlots*, el trigo de Kansas, la carne de porcinos y el ganado en pie.

En el caso del *Gresham Investment Management*, regía hasta ese momento la exención de extender los límites en contratos de maíz, soja y trigo. La razón era que el rebalaceo que seguía el fondo no se basaba en estrategias especulativas, sino de posiciones largas en base a un modelo matemático que consideraba a las materias primas como un *asset class*. A su vez, fue señalado que el fondo operaba en un mercado de futuros líquido y que su tamaño no podría influir en los precios. La suspensión de las excepciones otorgadas obligaba nuevamente al fondo a sujetarse a la Reglamentación 150.2.

⁷ Petróleo crudo WTI, heating oil, trigo, maíz, aluminio y oro.

En materia específica de *commodities* energéticos, también hubo acciones por parte de los reguladores. En los últimos años, la *New York Mercantile Exchange* (NYMEX) había otorgado más de un centenar de permisos que facilitaban concentrar una enorme cantidad de contratos de derivados energéticos. La posible incidencia de los agentes financieros en los precios alcanzados en 2008, llevó a que el Congreso de EE.UU. permitiera a la CFTC regular mercados energéticos exentos. En este sentido, desde julio comenzaron a llevarse a cabo diversas líneas de acción.

Principalmente, la CFTC reguló los contratos de gas *Henry Hub swaps*⁸ en la *Intercontinental Exchange* (ICE), afectando al *United States Natural Gas Fund* (UNG). De hecho, el fondo suspendió por dos meses la emisión de acciones de manera de adaptar su cartera a las nuevas regulaciones. El impedimento de aumentar sus tenencias de contratos en las principales bolsas de derivados energéticos, llevó a que el fondo suscribiera contratos de *swaps* de gas en mercados *over-the-counter* (OTC). A su vez, la ICE limitó en octubre las tenencias de *swaps* de gas natural celebrados *over-the-counter* (OTC). La CFTC continúa estudiando imponer nuevos límites sobre diversos contratos energéticos ofrecidos en la ICE. Además, en septiembre el *Deutsche Bank* cerró la *PowerShares DB Crude Oil Double Long Exchange Traded Note*, un fondo apalancado en petróleo con cotización en bolsa, argumentando la decisión por el cambio en las regulaciones.

La consolidación de las materias primas como alternativa de inversión y los fondos con cotización pública como vehículos de inversión pasiva está conduciendo a la búsqueda de alternativas para evitar el alcance de las nuevas regulaciones que afectan las operaciones en los mercados de futuros esencialmente. Así, está aumentando el interés sobre los fondos cotizados con respaldo físico de *commodities*. En los últimos meses fueron lanzados diversos fondos de este tipo. Por caso, *ETF Securities* lanzó el *ETFS Physical Swiss Gold Shares* (SGOL) y el *ETFS Silver Trust* (SIVR), respaldados por lingotes de oro y plata, respectivamente. En pocas semanas, ambos fondos aumentaron considerablemente el monto de los activos administrados.

A su vez, varios bancos de inversión diseñaron productos de este tipo, a partir de alianzas estratégicas con compañías relacionadas a la actividad *spot*. Hace unos meses, el

Scotiabank creó el *ScotiaMocatta's Copper Fund* que invierte directamente en inventarios de cobre. En octubre, *Deutsche Bank* y *Czarnikow* anunciaron una alianza que le permitiría al banco ofrecer instrumentos financieros de azúcar y etanol respaldados en azúcar atesorada. *Glencore International* y *Credit Suisse* están trabajando en el lanzamiento de un ETF con respaldo físico de aluminio. *ETF Securities* también considera la creación de un fondo de petróleo a partir de *swaps* con compañías petroleras que comercializan el combustible⁹. En este último caso, varios bancos de inversión ya habían incursionado en el acopio de petróleo en buques, aunque por motivos de arbitraje en determinadas situaciones de mercado¹⁰. *ETF Securities* también tiene listo un fondo de paladio.

Además, las nuevas reglamentaciones plantean otros problemas a corto plazo. Por un lado, como no es posible regular el precio de las materias primas a entrega inmediata, la tendencia a invertir en mercados de contado posiblemente provoque una situación anómala en la que los precios *spot* superen a los precios futuros¹¹. Por otro lado, con las nuevas regulaciones probablemente aumente el *tracking error* de los fondos¹², al tener que replicar índices de materias primas con una canasta diferente de *commodities*. Esto podría restarle transparencia a la administración de fondos y pérdidas de liquidez. Asimismo, las nuevas regulaciones obligarían el uso de un mayor *set* de instrumentos financieros, aumentando los costos de transacción. Por último, las nuevas medidas implementadas necesitan de una pronta armonización regulatoria, dada la presencia de incentivos en la toma de posiciones en sustitutos cercanos a los productos regulados y en jurisdicciones paralelas. En este sentido, la CFTC y la *Financial Services Authority* (FSA) del Reino Unido están avanzando hacia una cooperación en la supervisión de los mercados de materias primas.

A la luz de lo analizado, es claro que si bien las mayores regulaciones podrían impactar sobre los determinantes del mercado y contribuir a moderar la excesiva especulación, posiblemente su alcance sea más débil que el originalmente buscado. En tal caso es deseable continuar avanzando sobre los vacíos que estarían dejando las nuevas regulaciones, de manera de impedir que se prolonguen los efectos nocivos del accionar de los agentes del sector financiero sobre los precios.

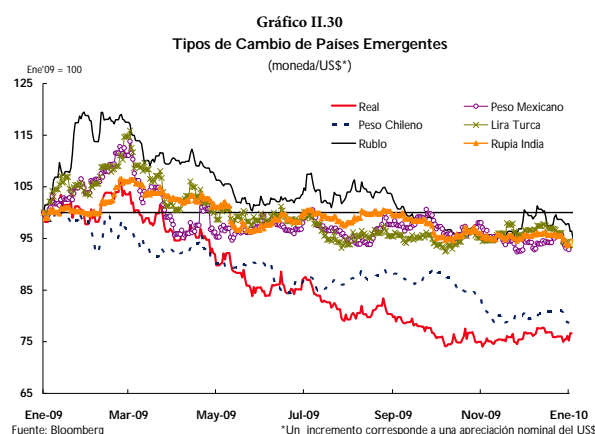
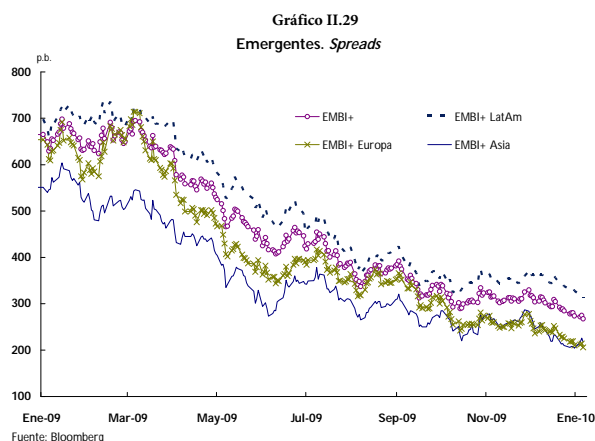
⁸ Cada *swap* equivale a 2.500 millones de BTU (*British thermal units*).

⁹ *ETF Securities* ya tiene acuerdos con la *Royal Dutch Shell* en el Reino Unido.

¹⁰ Cuando la curva de futuros da lugar a situaciones de *super contango*, la compra de *commodities* en mercados de contado y la venta de futuros en base a estas tenencias físicas permite la realización de ganancias extraordinarias. En enero de 2009 se observaron casos de este tipo.

¹¹ Esta situación se denomina *backwardation*.

¹² La diferencia entre la evolución del portafolio del fondo y el *benchmark* que sigue.



II.6 Flujo de Capitales

Durante el cuarto trimestre de 2009 continuó la tendencia ascendente de los mercados financieros, a pesar de dos *shocks* de relevancia originados por la incertidumbre respecto de la solvencia del gobierno de Grecia y del *holding* público de Dubai. De esta manera, 2009 cerró con una fuerte recuperación de los mercados bursátiles. El índice *Morgan Stanley Capital Investment* (MSCI) del mundo creció un 31% durante el año pasado, mientras que igual índice para Emergentes registró una suba de 74%. Por su parte, el mismo indicador para América Latina ascendió 98%. La volatilidad, medida a partir del índice VIX (*CBOE Volatility Index*), siguió estable en los meses recientes, aunque levemente por encima de los niveles precrisis.

A pesar de que los flujos de capitales se incrementaron en la última parte de 2009, el año cerró con un saldo menor al de periodos anteriores. En 2010, reflejando un mayor apetito por el riesgo, se espera que los flujos de capitales hacia las economías emergentes aumenten, incluso pudiendo llegar a niveles anteriores a la crisis.

En este escenario continuó incrementándose en los últimos meses el acceso de los gobiernos y empresas de países emergentes a los mercados financieros internacionales en ventajosas condiciones financieras, tanto en términos de plazos como de tasas (ver Apartado 4). En lo que refiere a los *spreads* de riesgo soberano, durante el año pasado se redujeron las primas en todas las regiones emergentes. El *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI+) de Emergentes mostró un sendero de constante caída al reducirse alrededor de 400 puntos básicos (p.b.; ver Gráfico II.29).

La Inversión Extranjera Directa (IED) se recuperó en el segundo semestre de 2009, acompañando la mejora de la economía real en las regiones emergentes. Se espera que en 2010 la IED aumente para todas las economías en desarrollo, aunque sin superar los niveles de 2008.

La evolución positiva en los flujos de capitales hacia las regiones emergentes responde a la recomposición del apetito por riesgo, la elevada liquidez global y al rebote de la actividad regional. Sin embargo, existen ciertos factores que podrían limitar esta dinámica, entre los que se destacan un crecimiento global menor al esperado y un aumento anticipado y mayor al previsto de las tasas de interés de referencia en las economías avanzadas.

Estos mayores flujos de capitales dieron lugar a apreciaciones de las monedas de emergentes, más allá de las intervenciones de los bancos centrales. En general, las monedas de los países en desarrollo cerraron 2009 apreciadas respecto a un año atrás y se prevé una continuidad de la ten-

dencia en 2010 (ver Gráfico II.30). Este comportamiento responde a las mejores perspectivas macroeconómicas para los países emergentes, y a que las tasas de interés aumentarían antes que en los países desarrollados debido a las mayores presiones inflacionarias (ver Apartado 2).

Apartado 2 / Desafío de política frente a los flujos de capitales en países emergentes

En los últimos veinte años se observaron importantes movimientos de capitales hacia las economías emergentes. El ingreso de capitales conlleva beneficios pero también genera sustanciales desafíos de política debidos a sus potenciales costos.

Entre los beneficios de esta fuente de financiamiento está el desarrollo del mercado de capitales local que genera la mayor disponibilidad de fondos. Por otra parte, el acceso a los mercados internacionales puede ayudar a suavizar la volatilidad del consumo asociada a los *shocks* adversos, al permitir una mayor flexibilidad en el diseño de las políticas fiscales anticíclicas. Además, la entrada de capitales mediante Inversión Extranjera Directa permitiría la transferencia de tecnología por parte de las economías más desarrolladas.

En cambio, los principales costos están asociados a los flujos financieros de corto plazo, en concreto, a reversiones abruptas de los mismos. Esto es especialmente perjudicial en el caso de que haya un tipo de cambio subvaluado, excesivo endeudamiento externo a corto plazo, creciente déficit fiscal y/o de cuenta corriente, y un sistema financiero débil con una estructura de regulación y supervisión inmadura. En este último caso, el sistema financiero, al tener que intermediar directa o indirectamente con grandes cantidades de fondos presenta mayor probabilidad de una crisis bancaria. Otros efectos adversos están vinculados a un crecimiento excesivo de la demanda doméstica que genere presiones inflacionarias, a la formación de burbujas, y a una apreciación de la moneda.

A pesar de que la entrada de capitales asociada a la apertura de la cuenta capital puede aumentar la inversión doméstica, su impacto en el crecimiento de largo plazo puede ser limitado y hasta negativo si dicho ingreso es utilizado para financiar inversiones domésticas especulativas (como las excesivas en el sector inmobiliario que generan una burbuja) o que no incrementan la capacidad productiva. En efecto, inversiones de baja productividad en el sector de los no transables pueden llegar a reducir la capacidad exportadora de la economía y llevar a desequilibrios externos crecientes.

Una característica de los movimientos de capitales es su prociclicidad: *shocks* favorables pueden atraer una gran entrada de capitales y fomentar niveles de consumo y gasto que no son sostenibles en el largo plazo, obligando a los países a sobre-ajustar cuando se ven afectados por un *shock* adverso.

Otra característica de la entrada de capitales es que tiende a estar altamente concentrada en un grupo pequeño

de países receptores. Por ejemplo, el importante incremento en los movimientos de capitales de principios de la década de los '90 estuvo dirigido principalmente a un grupo reducido de países de ingreso medio de Latinoamérica y Asia. En cambio, actualmente el porcentaje de ingreso de capitales destinado a países de bajos ingresos se redujo (desde niveles que eran originalmente bastante bajos).

Cuando se evalúan los riesgos asociados a la entrada de capitales, es importante distinguir si se trata de un fenómeno transitorio o permanente y, en relación a esto, si es impulsado por lo que se conoce como factores del tipo *pull* o *push*. Los primeros, también conocidos como factores domésticos, suelen estar compuestos por programas de estabilización macroeconómica y de reformas estructurales que disparan la entrada de capitales. Por su parte, los factores *push* están relacionados con las condiciones económicas y financieras en los países de los cuales provienen los flujos de capitales. Es usual que se confundan los dos tipos de factores; de hecho, cuando las condiciones financieras son muy favorables en los países de origen se tiende a subestimar los riesgos de los países emergentes, exacerbando el ingreso de capitales a estos últimos.

Existen distintos tipos de políticas para hacer frente a los efectos adversos de los ingresos de capitales, las que se pueden dividir en cinco tipos:

1. Las políticas que intentan reducir los flujos netos. Ejemplos de estas políticas son la fijación de controles administrativos o regulaciones de mercado al ingreso de capitales, e impuestos o encajes sobre los flujos.
2. Las políticas que tienden a influir sobre la cuenta corriente para que cambios en el saldo de la misma neutralicen el excedente de divisas producto del ingreso de capitales. Ejemplos de estas políticas son la liberalización de las importaciones, así como la apreciación de la moneda, aunque los costos de estas opciones las tornan inviables en muchas ocasiones.
3. Las políticas que se basan en la flotación administrada y la acumulación de Reservas Internacionales, junto con la esterilización del impacto sobre la base monetaria de las operaciones en el mercado cambiario. Actualmente muchas economías emergentes evitan que el incremento en los flujos de capitales producto del actual diferencial de tasas de interés entre estos países y los desarrollados sobrevalúe excesivamente la moneda. Esto se da espe-

cialmente debido a que se interpreta que esta entrada de capitales podría ser transitoria. Además, se estima que de no operar los bancos centrales en el mercado cambiario, ello podría implicar movimientos costosos en la asignación de factores productivos debido a distorsiones temporarias en los precios relativos entre bienes transables y no transables.

4. Las políticas que permiten el crecimiento de la base monetaria pero buscan reducir sus efectos en los agregados monetarios más amplios y en el crédito, a través de encajes crecientes y restricciones cuantitativas al crédito. En general, su efectividad tiende a declinar a través del tiempo ya que promueven el uso de mecanismos alternativos de financiamiento por fuera del sistema financiero. También pueden hacer aumentar el *spread* de las tasas de interés e inducir a algunas firmas a pedir prestado en el exterior, frustrando su propósito. De hecho, muchas de estas restricciones han sido dismanteladas desde mediados de la década del '80 porque debilitan la eficiencia de la intermediación financiera.
5. Las políticas que permiten expansión monetaria, pero intentan compensar los efectos expansivos de la demanda agregada a través de una contracción fiscal. Más allá de la conocida falta de flexibilidad de la política fiscal, la creación de fondos anticíclicos que sirvan de amortiguador en el caso de que las condiciones favorables respecto del financiamiento externo se deterioren probó ser efectiva en diversos casos.

En la práctica, los países suelen aplicar diversas combinaciones de todos estos instrumentos para prevenir los efectos adversos de los flujos de capitales.

Un instrumento que suele mencionarse para hacer frente a los efectos adversos del ingreso de capitales vinculados a un crecimiento excesivo de la demanda doméstica es la tasa de interés de política monetaria. Sin embargo, en países con débiles mecanismos de transmisión

monetaria puede no resultar un instrumento útil, ya que en ellos un aumento de la tasa de interés incentivaría a una creciente entrada de capitales, exacerbándose los problemas que se buscan evitar.

En aquellos países en que los ingresos de capitales están concentrados en depósitos bancarios de corto plazo, los riesgos de una eventual reversión de la entrada de capitales son muy elevados pero los instrumentos de política son de fácil aplicación. En efecto, regulaciones que limitan la exposición de los bancos a la volatilidad de los mercados de activos e inmobiliario pueden ayudar a aislar al sistema bancario de potenciales burbujas asociadas a entradas de capitales ya que esos son los destinos a los que suelen canalizarse los fondos obtenidos por los depósitos. Los requerimientos de capitales atados al riesgo, en conjunto con una adecuada supervisión bancaria para asegurar que se cumpla con dichos requerimientos, pueden ayudar a aislar al sistema bancario doméstico de los efectos adversos de los flujos de capitales.

Muchos países de Latinoamérica y Asia que recibieron flujos de capitales de gran magnitud en la década de los '90, estuvieron sujetos luego a *shocks* adversos, tanto locales como externos, que afectaron negativamente las expectativas y produjeron la salida abrupta y traumática de estos fondos. En cambio, es posible afirmar tras la crisis de 2007-2009 que estos países aprendieron la "lección" dado que estas economías pudieron superar la mayor crisis desde la gran depresión gracias a *fundamentals* robustos y sólidos, sin mayores problemas asociados a la salida de capitales. En parte, esto fue gracias a que en los últimos años los países emergentes hicieron frente a los ingresos de capitales no con dogmatismo, sino más bien con una importante dosis de pragmatismo. En particular, Argentina puso en práctica un esquema monetario y financiero basado en el equilibrio del mercado monetario, la flotación administrada, políticas contracíclicas, y políticas regulatorias y de supervisión que promueven la fortaleza del sistema financiero. Esto permitió superar exitosamente los episodios de turbulencia de los últimos años y los movimientos de capitales asociados a estos.

III. Actividad Económica

III.1 Síntesis

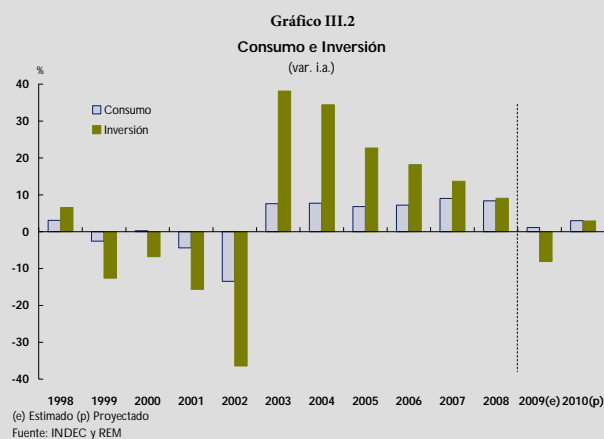
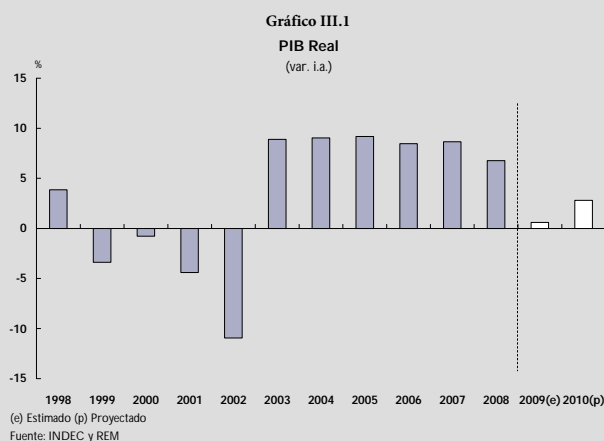
La actividad económica consolidaría en 2010 la recuperación iniciada en la segunda mitad de 2009. El incremento del consumo, desde el punto de vista del gasto, y la mayor actividad de la industria, el agro y los servicios, por el lado de la oferta, son los factores que explicarían el avance del PIB, el cual tendría un piso de 2,5%. En este sentido, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) contempla un crecimiento cercano al 3,5% para el corriente año.

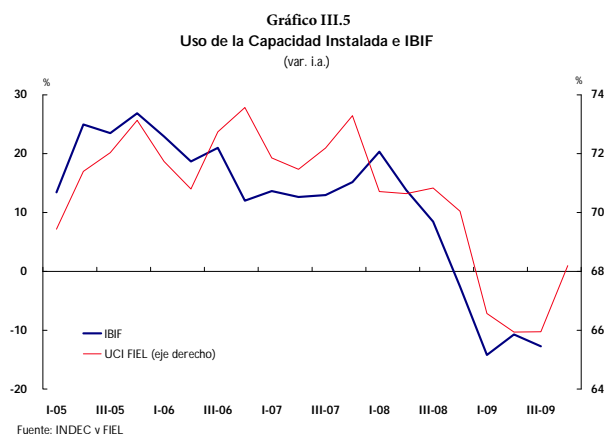
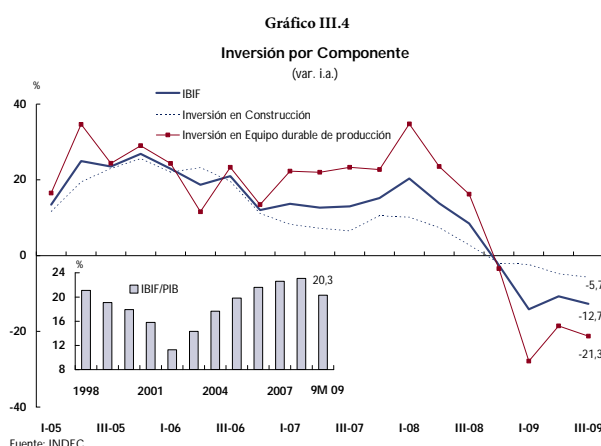
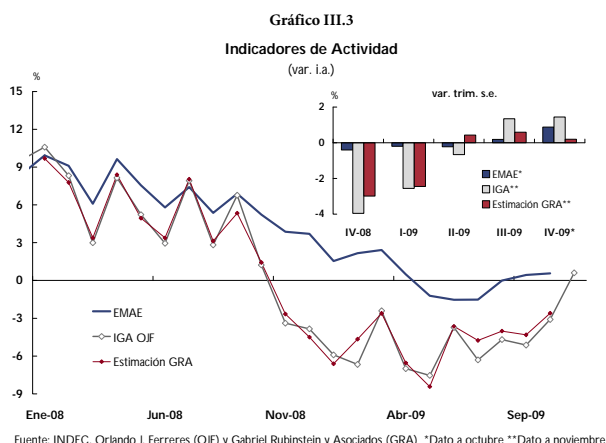
Durante el primer semestre de 2010 el gasto de las familias continuaría con su tendencia ascendente, tras la recuperación iniciada a mediados de 2009. Luego de la reducción de la incertidumbre acerca del impacto de la crisis internacional sobre el mercado laboral y la actividad económica local, los hogares comienzan a disminuir los ahorros precautorios, volcando los recursos excedentes al consumo. Adicionalmente, también son factores expansivos el incremento del endeudamiento de las familias, a partir del otorgamiento de nuevos créditos personales y en tarjetas, junto con las mayores transferencias gubernamentales derivadas del aumento de las jubilaciones y las asignaciones familiares y el nuevo programa de Asignación Universal por Hijo para Protección Social. Por su parte, el Consumo Público continuaría contribuyendo al alza del Producto, tal como lo hizo durante 2009. De este modo, el Consumo se constituiría en el principal impulsor del crecimiento del nivel de actividad durante 2010.

En tanto, luego de caer en 2009, la Inversión en máquinas y equipos se recuperaría de manera gradual en 2010, dada la capacidad ociosa en varios sectores intensivos en capital que fueron afectados por la crisis internacional. En el caso de la inversión en construcción, el avance de los proyectos de menor envergadura y la creciente inversión pública determinarían un mayor nivel de gasto. Así, la inversión total finalizaría el año con un incremento, revirtiendo lo sucedido desde mediados de 2008.

El sector externo sería un factor contractivo a lo largo de 2010, ante la expectativa de una recuperación de las importaciones superior a la de las exportaciones en términos reales. En particular, se proyecta un alza de la compra de bienes durables y de consumo ante el crecimiento de la demanda interna, a lo que se le agregaría un incremento de las importaciones de insumos industriales y energéticos. Por su parte, las exportaciones reales se mantendrían en una senda de expansión ante el importante saldo exportable agrícola y las mayores ventas externas del sector manufacturero, especialmente del bloque automotor.

La reacción de la demanda favorecería principalmente al sector industrial y sus servicios relacionados, que fueron los más afectados por la crisis internacional. Adicionalmente, las mejores condiciones climáticas se plasmarían en la expansión del sector agrícola, luego de la magra cosecha 2008/09. Por el lado de los servicios, el crecimiento del consumo y de la oferta agrícola e industrial impulsaría al sector comercial y de transporte, en tanto que las mayores necesidades de servicios financieros y el crecimiento del crédito se reflejarían en un alza de la intermediación financiera.





III.2 Comportamiento del Gasto

Durante 2010 se espera que la actividad económica consolide la tendencia ascendente iniciada a mediados del año pasado. La mejora del contexto internacional sumada al mayor gasto interno, serían los puntales del crecimiento anual (ver Gráfico III.3).

Tras haber quedado atrás lo peor de la crisis internacional, las familias comenzaron a incrementar sus gastos a lo que se le suma también el aumento del consumo público, que mantiene la dinámica del año previo. Por su parte, la inversión volvería a exhibir un comportamiento positivo.

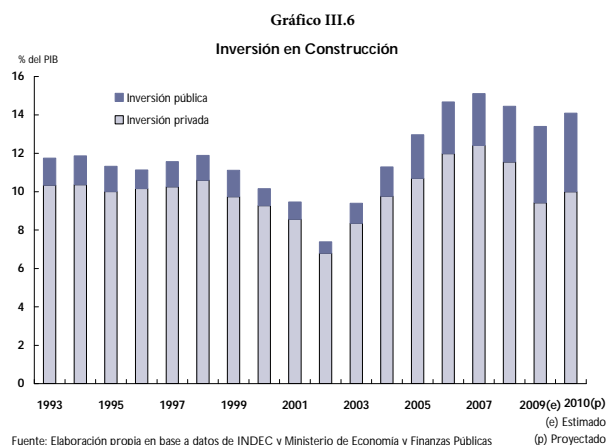
Con respecto al sector externo, su contribución al crecimiento del Producto a lo largo de 2010 sería negativa ante la expectativa de mayores importaciones por el incremento de la actividad. En particular, se destacarían las compras de insumos intermedios (industriales y energéticos) así como de bienes de consumo (particularmente durables). En tanto, las exportaciones reales se verían revitalizadas ante el mayor crecimiento de los socios comerciales y el alza del saldo exportable agrícola.

En síntesis, se prevé que en 2010 la expansión económica tenga un piso de 2,5% con respecto al año previo, estimulado por el aumento de la absorción interna. En este sentido, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) prevé un crecimiento de 3,3% para el corriente año.

Inversión

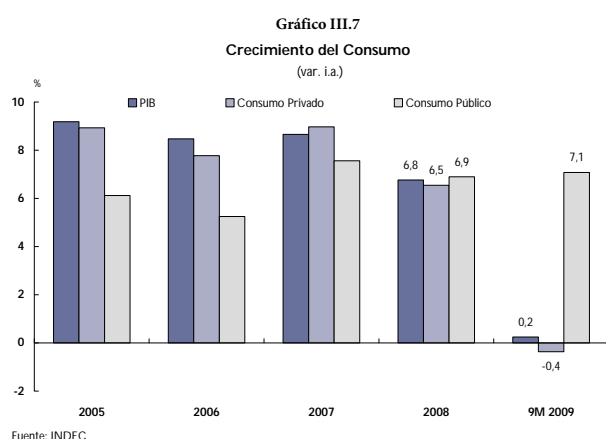
En un contexto de recuperación económica, la inversión repuntaría luego de presentar variaciones negativas desde mediados de 2008 (ver Gráfico III.4). En particular, se prevé que la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) crezca paulatinamente durante 2010, a medida que se vaya agotando la capacidad ociosa (ver Gráfico III.5).

El mayor impulso al gasto provendría de la compra de maquinarias y equipos, que permanece muy deprimida desde la irrupción de la crisis internacional. El crecimiento de la industria automotriz, la expectativa de suba de la cosecha y el desarrollo de los servicios de transporte son los factores que impulsarían la inversión en bienes de capital, en un contexto de menor incertidumbre y elevada liquidez. Las mayores alzas serían de equipo durable de producción importado, tales como las autopartes y maquinarias agrícolas, a lo que se sumaría un aumento de éstas últimas de origen local.



El gasto en Construcción crecería levemente con respecto a 2009. Tras el incremento observado en los últimos años, la inversión pública seguiría siendo un importante sostén a lo largo de 2010, a partir de la instrumentación de diversos programas de obras viales, de viviendas y de infraestructura (ver Gráfico III.6).

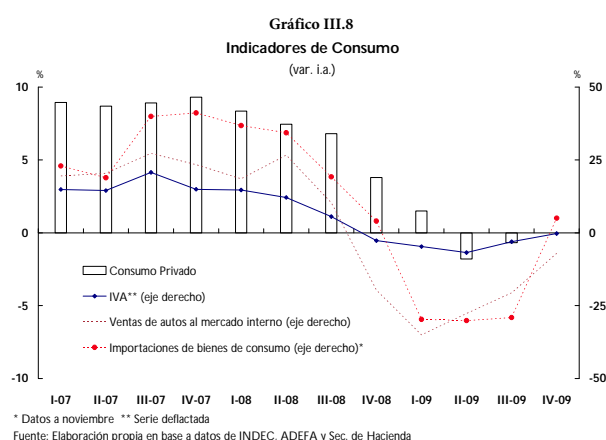
Por su parte, también crecerían las construcciones del sector privado residencial y comercial, favorecidas por el aumento de la demanda inmobiliaria y su uso como alternativa de inversión. Distinto es el caso de las obras de mayor tamaño, donde aún existe una importante oferta ociosa que determina que los principales desarrolladores inmobiliarios aún no hayan reactivado los proyectos que se postergaron como consecuencia de la crisis internacional.



En línea con lo ocurrido en los últimos años, la inversión sería financiada con ahorro interno, que se mantiene en valores elevados en términos históricos. Si bien el ahorro público se redujo a partir de la instrumentación de diversos programas para sostener los niveles de actividad, el ahorro del sector privado permite contar con recursos suficientes para el desarrollo de la inversión.

Consumo

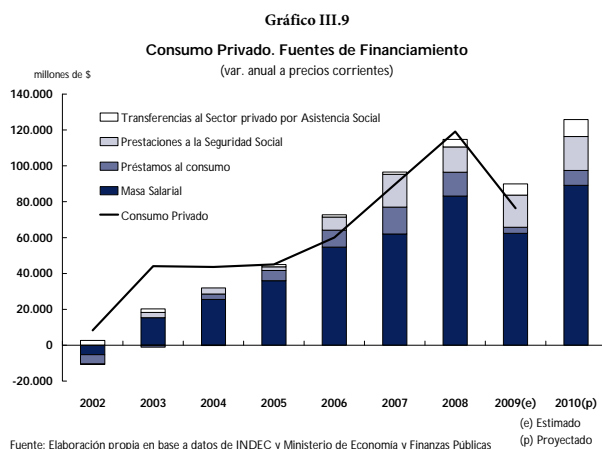
La recuperación del Consumo Privado y la continuidad de la expansión del Consumo Público darían soporte al crecimiento de la economía en 2010, profundizando el comportamiento observado desde fines del año pasado (ver Gráfico III.7).



El gasto de las familias muestra una tendencia ascendente en los últimos meses, a partir de la utilización del ahorro precautorio, el alza de los ingresos y el aumento del endeudamiento. De esta forma, indicadores parciales como las ventas de automóviles o las importaciones de bienes de consumo ya volvieron a crecer interanualmente en el cuarto trimestre del año pasado (ver Gráfico III.8). Algo similar sucede con las líneas de crédito personales y de tarjetas, que registran tasas de expansión similares a las previas a la crisis internacional.

Se espera que la tendencia se profundice en 2010 alentada también por el aumento de las transferencias del Gobierno realizadas a partir del programa de Asignación Universal por Hijo para Protección Social¹³, que podría llegar a representar un alza adicional del consumo superior al 1,0%, y las subas de las asignaciones familiares y las jubilaciones y pensiones, determinadas en éste último

¹³ Decreto N° 1.602/09.

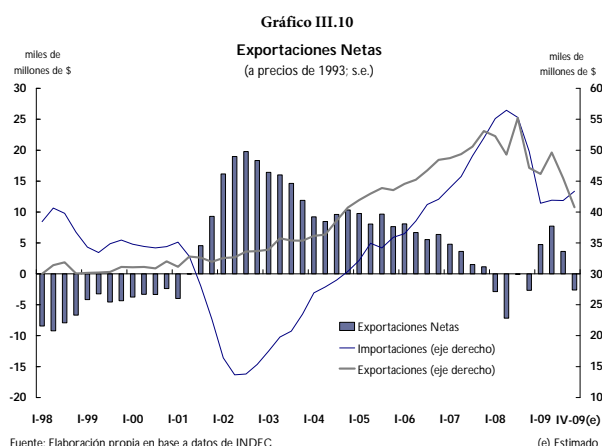


caso por la Ley de Movilidad Previsional (ver Gráfico III.9).

Por su parte, el Consumo Público es el único componente que, a pesar de la desaceleración económica, siguió contribuyendo en forma positiva al crecimiento y se espera que lo siga haciendo. Así, luego de finalizar 2009 con una suba cercana al 7% en términos reales, se prevé que en 2010 exhiba un comportamiento similar.

Exportaciones Netas

El incremento de las compras externas a lo largo del año sería superior al de las ventas, determinando que la contribución del sector externo al crecimiento del PIB en 2010 sea negativa, revirtiendo lo sucedido el año pasado (ver Gráfico III.10).

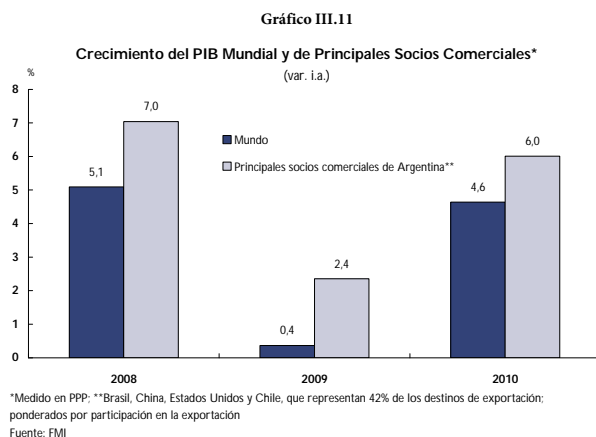


Las importaciones exhibirían una tendencia ascendente, siguiendo la recomposición que se registra desde fines del año pasado. El crecimiento de las compras se centraría en los insumos intermedios, destinados a abastecer a la industria, energéticos y de los bienes de capital. Por su parte, también se espera un incremento de las importaciones de bienes de consumo, pero a un menor ritmo.

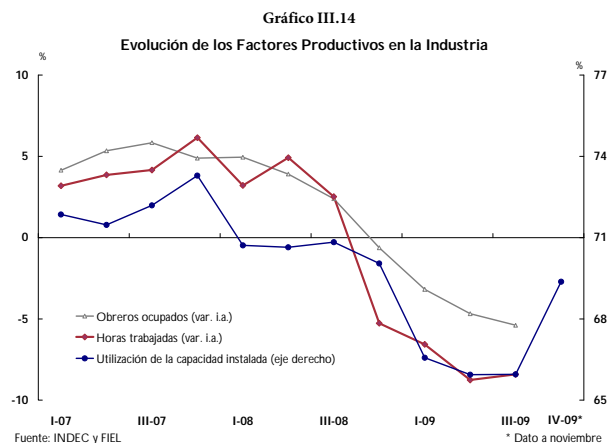
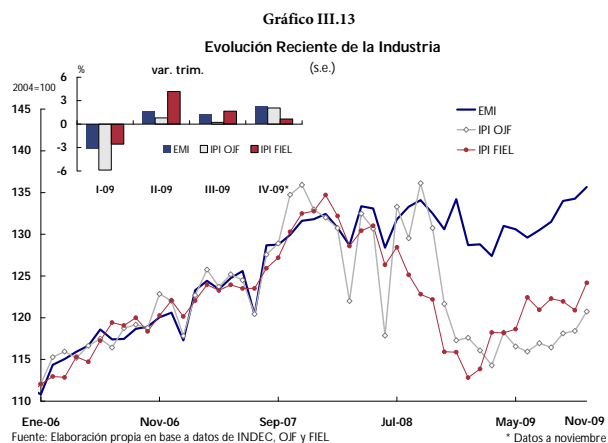
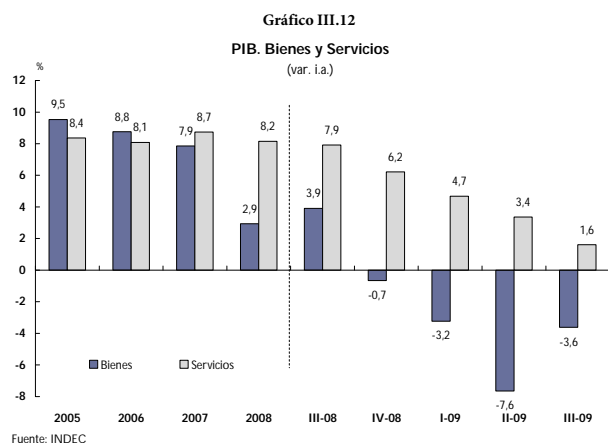
En tanto, las exportaciones se verían beneficiadas por el alza de la cosecha agrícola y de las manufacturas de origen industrial. El crecimiento de las economías de los principales socios comerciales, en particular de Brasil, sería el sostén de las exportaciones de productos industriales (ver Apartado 3). Asimismo, se consolidarían las ventas de metales y de biocombustibles a partir de la mayor demanda internacional.

III.3 Comportamiento de la Oferta

La expansión del gasto interno, el crecimiento de los socios comerciales y las mejores condiciones climáticas del ciclo agrícola, impulsarán la producción local, particularmente de bienes, que fue la más afectada por la crisis durante 2009 (ver Gráficos III.11 y III.12).



La recuperación del consumo y el repunte del comercio internacional apuntalarían la mayor actividad de la industria. El sector agropecuario también crecerá en el año, en un marco de normalización de las condiciones climáticas, mientras que la construcción se mantendrá en torno a los niveles actuales. Por su parte, los servicios continuarían expandiéndose, al compás del consumo y del ascenso de la producción de bienes, que impactarán favorablemente en el comercio, el transporte y en la intermediación financiera.



Industria

El sector industrial continuaría ganando dinamismo en 2010, como viene ocurriendo desde el segundo trimestre de 2009 (ver Gráfico III.13).

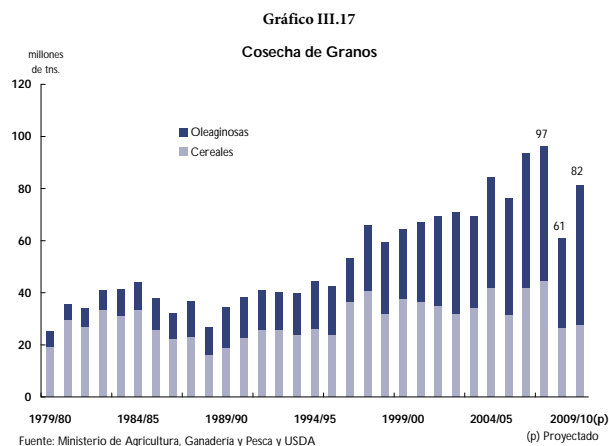
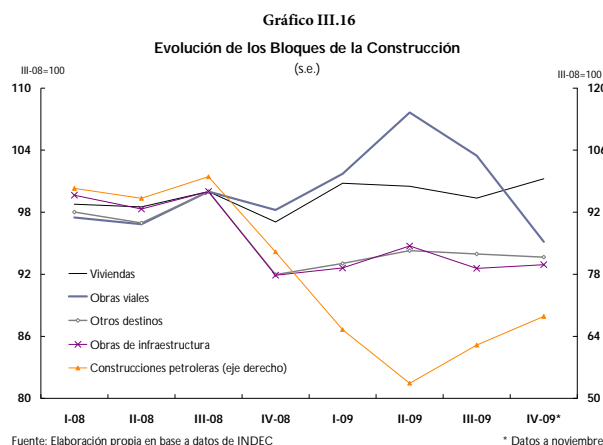
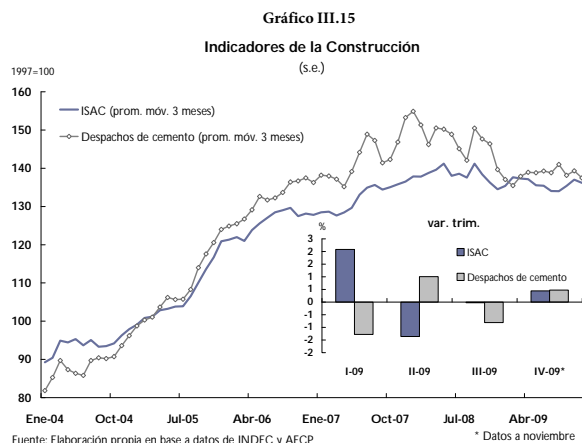
La reactivación de la demanda internacional y del consumo interno continúa alentando a las empresas a aumentar los niveles productivos, observándose los mayores incrementos en los sectores que sufrieron las caídas más profundas en el peor momento de la crisis. Particularmente, la industria automotriz acumula tres trimestres consecutivos de suba de la producción, superando a los niveles del año previo, en línea con el repunte de las ventas al mercado interno y fundamentalmente por el alza de las exportaciones a Brasil, principal socio comercial del sector (ver Apartado 3).

Las industrias químicas y plásticas y los metales básicos, integrantes del primer eslabón de la cadena de valor de varios sectores y altamente relacionados con la demanda externa, siguen al alza y superando a su vez los niveles productivos de 2008. En tanto, el sector alimenticio retomaría su dinamismo en 2010, favorecido por la suba en las exportaciones y por el aumento de disponibilidad de materia prima. La mayor cosecha proyectada para el ciclo 2009/10 permitirá el normal desenvolvimiento de la elaboración de agroalimentos, particularmente de las aceiteras. Asimismo, actualmente se recuperan sectores destinados principalmente al consumo interno, como los insumos textiles y los minerales no metálicos, tendencia que se consolidaría en el corriente año.

Los mayores niveles de actividad se reflejaron en un alza de las horas trabajadas, al tiempo que la cantidad de los obreros ocupados todavía se mantuvo en baja durante el tercer trimestre de 2009 (ver Gráfico III.14). Sin embargo, en el presente año, el ascenso de las horas trabajadas estaría seguido por la recuperación del empleo. En tanto, los últimos datos dan cuenta de un avance en la utilización de la capacidad instalada, que aún se ubica por debajo de los niveles de años previos, por lo que las necesidades de inversiones en plantas y equipos para afrontar la mayor demanda esperada de 2010 tendrían una evolución moderada.

Construcción

El sector de la construcción muestra una ligera recuperación de su actividad, previéndose que se mantenga en torno a los niveles actuales en lo que resta del año (ver Gráfico III.15).



Las construcciones vinculadas principalmente al sector privado se recuperan lentamente. Las construcciones destinadas a la vivienda ganaron dinamismo en los últimos meses, al tiempo que las edificaciones destinadas a la industria y al comercio se mantienen estables, tras la reactivación en estos sectores. A su vez, las obras petroleras avanzan al compás del precio del petróleo, aunque aún se ubican en niveles reducidos en relación a 2008. En cuanto a las construcciones vinculadas principalmente al sector público, las de infraestructura se mantienen estables, mientras que se redujeron las obras viales, luego del incremento experimentado hacia mediados de 2009 (ver Gráfico III.16).

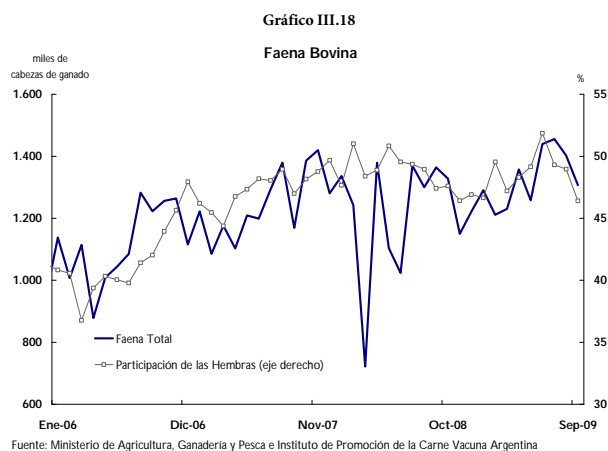
En 2010 no se prevén cambios significativos en el nivel de actividad sectorial. A pesar de la reactivación de la actividad inmobiliaria y la disponibilidad de nuevos créditos hipotecarios, la concreción de proyectos habitacionales privados de gran envergadura se vería retrasada ante una elevada oferta ociosa existente, haciéndose efectivos los proyectos de menor tamaño realizados por pequeños inversores, en línea con la evolución de los permisos de construcción. En tanto, se prevé un aumento en las obras vinculadas al sector público, al proyectarse un incremento en el transcurso del año del gasto de capital.

Sector Agropecuario

El sector agropecuario se vio castigado en 2009 por el clima extremo, que condujo a una menor oferta agrícola y a la liquidación de *stocks* ganaderos.

Durante 2010 el sector agrícola incrementaría su nivel de actividad, frente a la normalización de las condiciones climáticas, el repunte del comercio mundial y las mayores inversiones impulsadas por la recuperación de los precios de estos productos en los mercados internacionales (ver Gráfico III.17).

El aumento de la producción de granos de la campaña 2009/10 se concentra fundamentalmente en las oleaginosas, mientras que los volúmenes obtenidos de cereales aumentarían moderadamente. En particular, la cosecha de soja alcanzaría un nuevo máximo histórico, frente a un alza de los rindes y a un nuevo incremento del área cultivada a valores récord, en un marco de menores necesidades de capital para su implantación con respecto a otros cultivos y la mayor disponibilidad de financiamiento ante la normalización de los mercados de futuros. En tanto, la recolección de maíz crecería en relación al ciclo 2008/09, a partir de los mejores rindes, mientras que el trigo experimentaría una baja, ante un recorte del área cultivada.

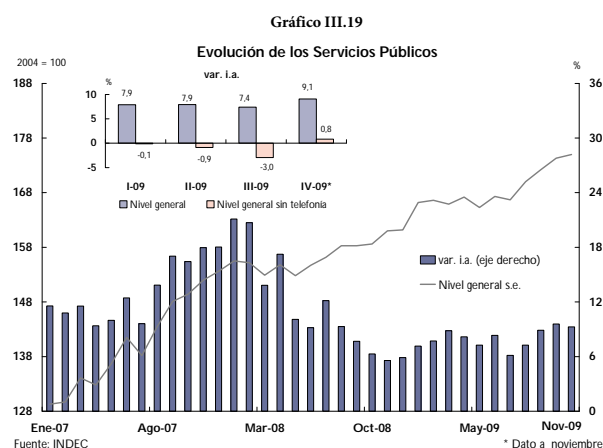


El sector pecuario también sufrió durante 2009 el impacto de las malas condiciones climáticas, que afectaron el sistema forrajero, dificultando la alimentación de los animales. Esta situación, que llevó a la liquidación del ganado y redujo los índices de preñez, determinaría una menor capacidad productiva potencial para 2010 (ver Gráfico III.18).

Por su parte, si bien disminuyó a finales de 2009 la producción en algunas de las principales cuencas lecheras, debido a la falta de agua y de forraje, la normalización de las necesidades hídricas de los suelos permitirá continuar durante 2010 con la tendencia creciente de la producción de leche evidenciada en los últimos años.

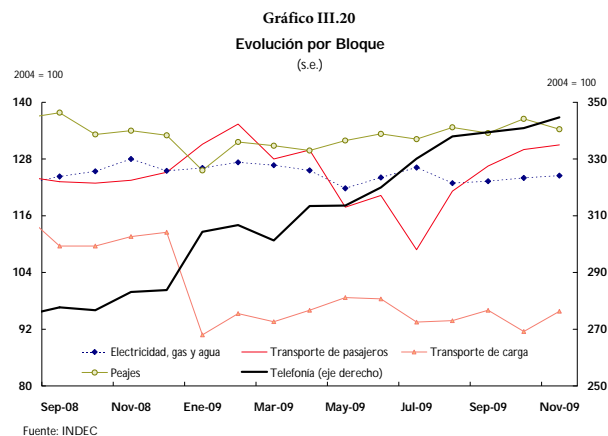
Servicios Públicos

El consumo de servicios públicos continúa en niveles elevados y ganando dinamismo, luego del estancamiento exhibido en el primer semestre de 2009 (ver Gráfico III.19).



Las comunicaciones siguen siendo las principales impulsoras de los servicios, debido fundamentalmente al mayor uso de la telefonía celular, tanto de las llamadas como del envío de mensajes de texto. No obstante, a diferencia de períodos previos, también repuntó el consumo del resto de los servicios.

La demanda de electricidad, gas y agua y el transporte de carga se mantienen estables, sostenidos por la reactivación industrial. En tanto, se incrementó el uso de los peajes, favorecido por el mayor nivel de actividad y la incipiente recuperación del empleo. Por su parte, el transporte de pasajeros se recuperó marcadamente, vinculado principalmente a la mejora del turismo, luego de la fuerte caída del primer semestre ante la crisis internacional y los miedos al contagio de la gripe A (H1N1) durante el invierno. Este escenario se tradujo en la recuperación de los viajes en ferrocarriles, ómnibus y subterráneos, así como de la aeronavegación (ver Gráfico III.20).



Para 2010, se proyecta que el consumo de servicios públicos continúe expandiéndose, en línea con la reactivación de la producción de bienes. El alza prevista en la industria y en el sector agrícola impulsará al transporte de carga y al consumo de energía. Si bien se espera un crecimiento moderado de la demanda de energía eléctrica para los primeros meses de 2010 en relación a igual período de 2009, se mantendría por debajo del último máximo alcanzado, al tiempo que crecería aún en mayor medida la potencia de la capacidad instalada, no previéndose restricciones en el corto plazo.

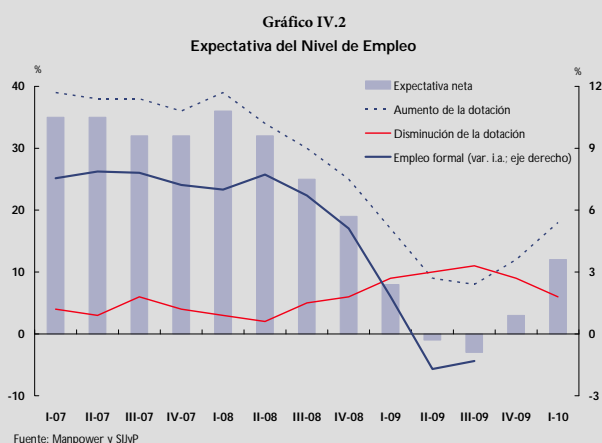
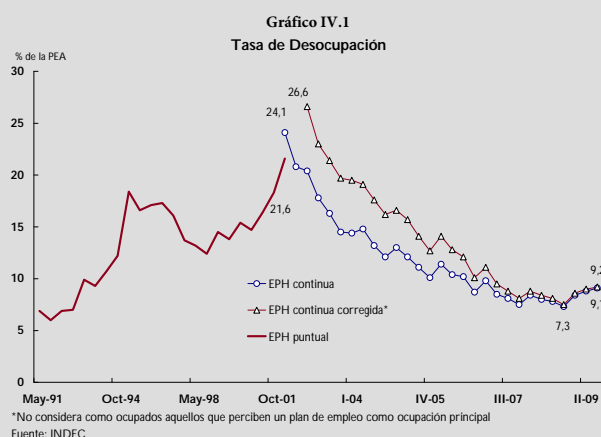
IV. Empleo y Salarios

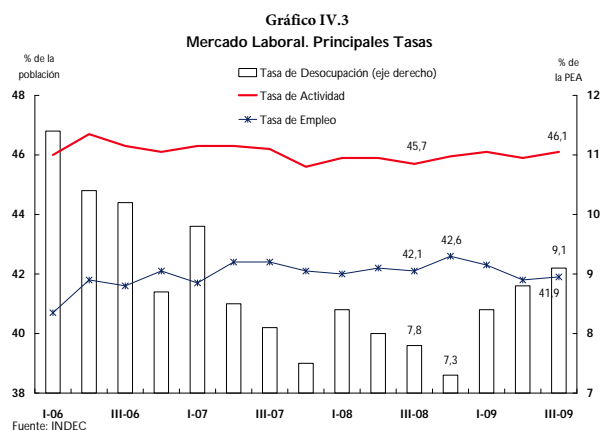
IV.1 Síntesis

Las perspectivas del mercado de trabajo se presentan favorables, acompañando la tendencia esperada de la actividad económica. En particular, si bien los indicadores laborales exhiben aún un deterioro respecto al año previo, se prevé que la demanda de trabajo se recupere paulatinamente y que el desempleo baje en 2010.

Según se desprende de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) hasta el tercer trimestre de 2009, los indicadores laborales siguieron deteriorándose, especialmente dentro de la región del Gran Buenos Aires (GBA). En particular, si bien subió la Tasa de Desocupación, en buena parte se debió al aumento de la Tasa de Actividad. Por su parte, la Tasa de Empleo cayó en el trimestre en términos interanuales, en línea con la debilidad de la actividad. Sin embargo, los indicadores parciales de la ocupación ya comenzaron a registrar un giro en su tendencia. De acuerdo con los datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP), el nivel de ocupados formales empezó a recuperarse a partir del tercer trimestre del año pasado, liderado por el empleo público. En el caso del empleo privado, luego de caer entre octubre de 2008 y abril de 2009, se registra una leve recomposición en los últimos meses.

La recuperación de la actividad económica consolidaría el avance de la demanda laboral, una vez que se agoten los recursos ociosos disponibles, contribuyendo a reducir el desempleo. Finalmente, para 2010 aún no hay una pauta de discusión entre empleados y empleadores que actúe como coordinador de las negociaciones salariales.

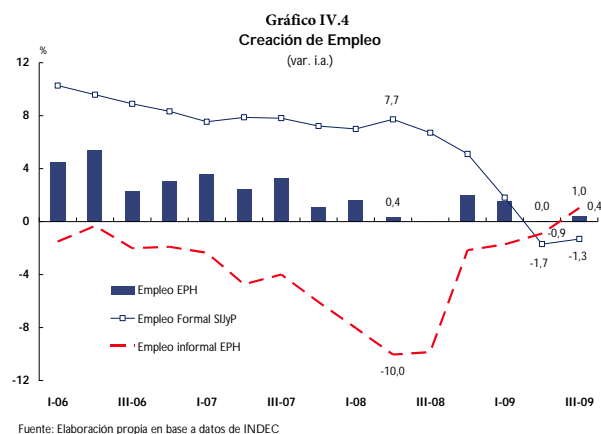




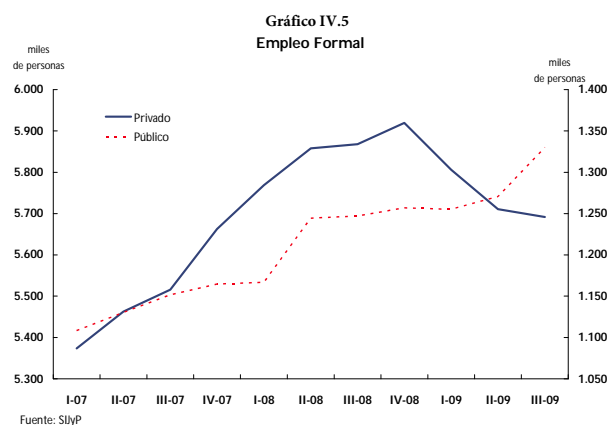
IV.2 Empleo

En línea con el cambio de tendencia de la economía real, las expectativas del mercado laboral comienzan a tornarse más positivas. Se prevé un incremento de la demanda de trabajo a lo largo del año que permitiría revertir el alza de la Desocupación registrado hasta el tercer trimestre de 2009 (ver Gráficos IV.1 y IV.2).

Como viene sucediendo desde inicios de 2009, los datos disponibles de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) indican que el desempleo volvió a crecer en el tercer trimestre del año pasado. La Tasa de Desocupación se ubicó en 9,1% de la Población Económicamente Activa (PEA)¹⁴, 1,3 puntos porcentuales (p.p.) por encima del año previo (ver Gráfico IV.3).



El deterioro del mercado laboral respecto a igual período del año previo fue causado por el efecto conjunto de una caída de la Tasa de Empleo¹⁵ y un incremento de la fuerza laboral. En el tercer trimestre de 2009 la Tasa de Empleo se situó en 41,9% de la población, contrayéndose 0,2 p.p. con respecto a un año atrás. En niveles, la ocupación aumentó 0,4% interanual (i.a.), principalmente a partir de la recuperación de los empleos informales (1,0% i.a.), aunque ello no alcanzó a compensar el crecimiento poblacional dando lugar a la mencionada caída de la Tasa de Empleo (ver Gráfico IV.4).



El empleo dentro del sector formal siguió cayendo en el tercer trimestre del año pasado (1,3% i.a.; 93 mil puestos de trabajo). Sin embargo, en los últimos meses de 2009 se comenzó a revertir la tendencia, principalmente por la creación de nuevos puestos de trabajo en la administración pública nacional, en parte por la instrumentación del Programa “Ingreso Social con Trabajo”¹⁶ en el último trimestre (ver Gráfico IV.5).

En tanto, el empleo del sector privado disminuyó sólo 0,3% en el trimestre (-3,0% i.a.), exhibiendo un comportamiento sectorial heterogéneo (ver Cuadro IV.1). Principalmente los sectores relacionados con los servicios fueron los que mejor comportamiento tuvieron, destacándose el incremento de los ocupados de los servicios sociales y de salud, y la enseñanza. Asimismo, otros sectores afectados por la debilidad de la actividad económica como la intermediación financiera, las actividades

¹⁴ Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.

¹⁵ Personas ocupadas sobre la población total.

¹⁶ El programa es una iniciativa del Gobierno que prevé crear 100.000 puestos de trabajo a través de la conformación de cooperativas dentro del conurbano bonaerense que realizarán obras públicas locales.

Cuadro IV.1
Ocupados del Sector Privado Registrado
(tercer trimestre de 2009)

| Rama de Actividad | Ocupados (personas) | Participación sobre total (%) | Variación % | |
|---|------------------------|-------------------------------------|-------------|------------|
| | | | Interanual | Trimestral |
| Servicios sociales y de salud | 225.976 | 4,0 | -3,6 | 2,0 |
| No clasificada / Otros | 31.101 | 0,5 | -8,1 | 1,6 |
| Empleadores no residentes | 1.863 | 0,0 | -0,8 | 1,0 |
| Enseñanza | 394.472 | 6,9 | 1,2 | 0,8 |
| Actividades inmobiliarias | 701.923 | 12,3 | -4,9 | 0,6 |
| Otras actividades de servicios | 464.042 | 8,2 | -1,8 | 0,6 |
| Servicio doméstico | 65.229 | 1,1 | -0,6 | 0,4 |
| Electricidad, gas y agua | 55.947 | 1,0 | 1,0 | 0,1 |
| Comercio | 1.015.395 | 17,8 | -1,2 | 0,0 |
| Hoteles y restaurantes | 206.460 | 3,6 | -1,7 | -0,1 |
| Transporte, almac. y comunicaciones | 475.252 | 8,3 | -1,4 | -0,1 |
| Industria manufacturera | 1.138.209 | 20,0 | -4,7 | -0,1 |
| Intermediación financiera | 157.610 | 2,8 | -9,0 | -0,3 |
| Explotación de minas y canteras | 47.275 | 0,8 | -5,7 | -0,7 |
| Construcción | 379.022 | 6,7 | -8,3 | -0,8 |
| Agricultura, ganadería, caza y silvicultura | 320.518 | 5,6 | -2,6 | -2,6 |
| Pesca | 11.418 | 0,2 | -7,5 | -6,0 |
| Subtotal Sector Privado | 5.691.712 | 87,1 | -3,0 | -0,3 |
| Sector Público | 1.330.035 | 18,9 | 6,7 | 4,7 |
| Total Registrado | 7.021.747 | 100,0 | -1,3 | 0,6 |

Fuente: INDEC en base a datos de SilyP

Gráfico IV.6
Tasa de Desocupación por Regiones

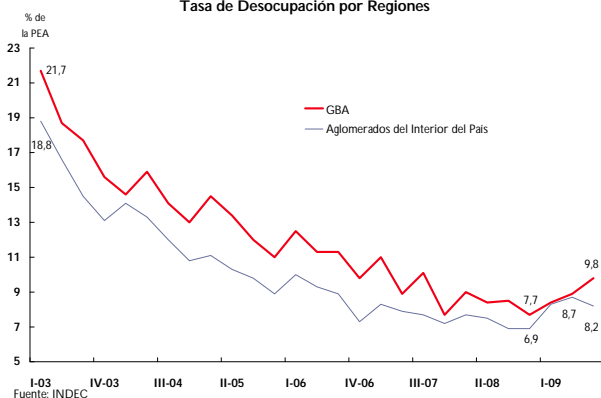
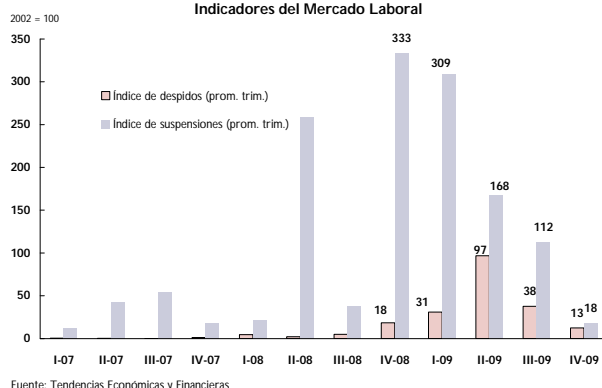


Gráfico IV.7
Indicadores del Mercado Laboral



Fuente: Tendencias Económicas y Financieras

inmobiliarias, la industria manufacturera y la construcción se mantuvieron estables y/o mostraron menores mermas trimestrales, privilegiando las empresas mantener los niveles de empleo más estables en comparación con crisis pasadas.

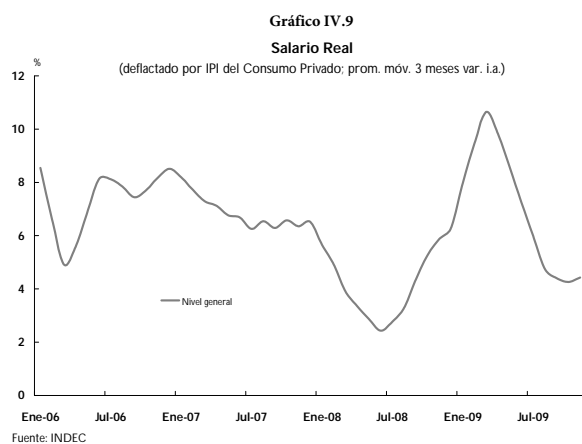
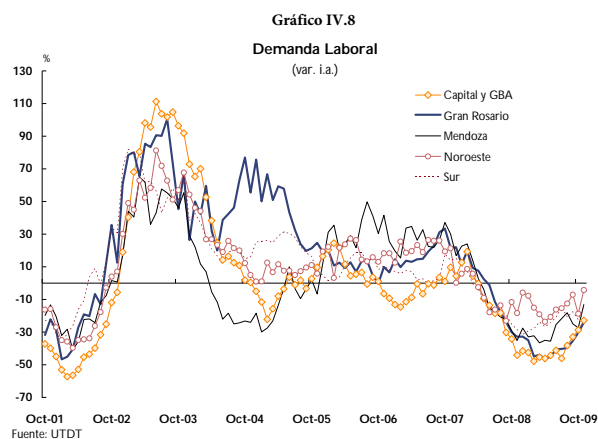
Otra de las causas del incremento del desempleo, fue la mayor participación de la población dentro del mercado laboral. En el tercer trimestre de 2009 la Tasa de Actividad¹⁷ ascendió a 46,1% de la población, situándose 0,4 p.p. por encima de un año atrás (ver Gráfico IV.3).

A nivel de regiones, el aumento de la desocupación a lo largo del año estuvo centrado mayormente dentro del Gran Buenos Aires (GBA), donde dicho indicador alcanzó un 9,8%, fruto de un aumento de la PEA y un estancamiento del empleo. Por su parte, se observó una mejora en el margen en los Aglomerados del Interior del País (AIP), que habían sido los más perjudicados por la crisis, ante una menor caída de la Tasa de Empleo por la recuperación del sector agrícola y sus actividades conexas. Así, la desocupación en los AIP ascendió a 8,2% de la PEA, un nivel mayor al de un año atrás, aunque menor al del trimestre previo (ver Gráfico IV.6).

Hacia delante, señales favorables aparecen en los indicadores laborales adelantados. Por un lado, los despidos y suspensiones se redujeron fuertemente en los últimos meses (ver Gráfico IV.7). Por otro lado, encuestas sectoriales o generales del mercado laboral indican que las empresas volverían a presentarse más activas en el mercado laboral a partir de la reactivación económica, lo que daría lugar a una demanda laboral mayor (ver Gráfico IV.8). Sin embargo, la vuelta de las empresas al mercado laboral sería más evidente a partir de mediados de año a medida que se agoten los recursos ociosos disponibles, haciendo las empresas primero un uso más intensivo de su dotación de personal actual (fundamentalmente vía una mayor cantidad de horas trabajadas).

Con todo, en un contexto de crecimiento económico, se anticipa un descenso de la desocupación. Cambios estructurales del mercado laboral y la mayor creación de empleos serían los determinantes de que la desocupación vuelva a retroceder en el corriente año.

¹⁷ Relación entre Población Económicamente Activa sobre población total.



Salarios

Los salarios reales finalizaron 2009 con una variación positiva, determinando un aumento del poder adquisitivo de los trabajadores (ver Gráfico IV.9).

Si bien los salarios nominales se desaceleraron en 2009 en relación al año previo, afectados por el impacto del menor ritmo de actividad económica sobre el mercado laboral, mayor es la reducción en el ritmo de aumento de los precios, permitiendo un incremento del poder adquisitivo de los trabajadores formales e informales.

Para 2010, en tanto, se prevé que continúen incrementándose los salarios reales, de la mano de la recuperación de la actividad.

V. Sector Externo

V.1 Síntesis

Las exportaciones de bienes cayeron en 2009, ubicándose en torno a US\$55.500 millones (-21% interanual - i.a.-), en un contexto de retracción generalizada del comercio mundial y menores embarques de granos, asociados a la disminución de la cosecha agrícola en el ciclo 2008/09. Asimismo, los precios de exportación sufrieron una corrección, que refleja el descenso de las cotizaciones internacionales de las materias primas observado durante la crisis internacional. No obstante, en los últimos meses del año pasado se observó una recuperación de las exportaciones, tanto por precios como por cantidades, liderada por los productos manufacturados.

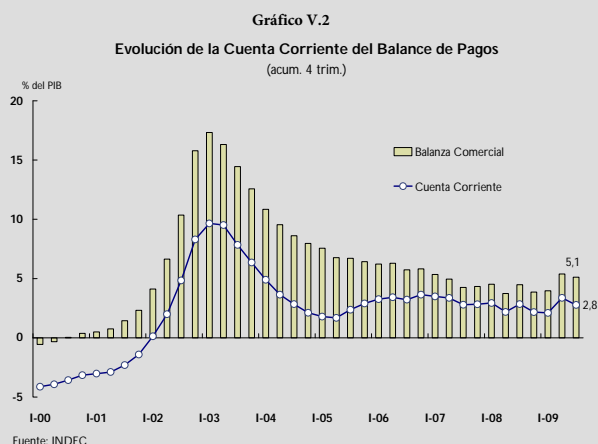
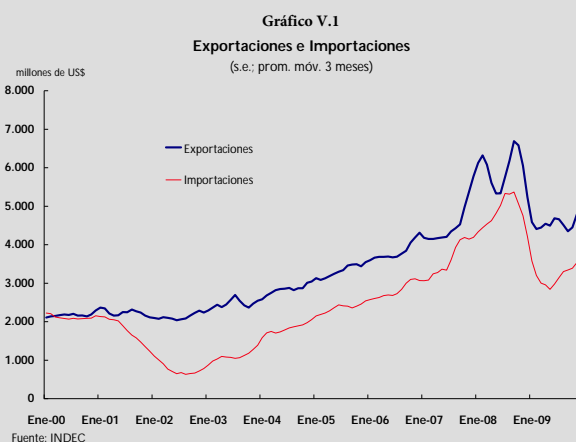
Las importaciones también disminuyeron, incluso más que las ventas externas, totalizando alrededor de US\$39.000 millones (-32% i.a.). La baja de las compras estuvo vinculada a la evolución del nivel de actividad local, que afectó principalmente a las importaciones de bienes de capital e intermedios. De este modo, en 2009 el excedente comercial fue récord, manteniéndose como el principal sostén del superávit de Cuenta Corriente, que habría sido de aproximadamente 3% del PIB.

Por otro lado, luego de una fuerte salida de fondos en el primer semestre de 2009, la Cuenta Capital y Financiera revirtió el saldo negativo sobre el final del año, permitiendo que el BCRA sumara otro año con acumulación de Reservas Internacionales.

Para 2010 se proyecta una importante recuperación tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes, que mantendría el saldo comercial en niveles elevados, reduciéndose respecto al récord mencionado de 2009. La expansión de la cosecha en la campaña 2009/10 permitiría un fuerte incremento de los embarques de productos agrícolas primarios y manufacturados, a lo que se sumarían mayores exportaciones industriales, en particular del sector automotriz, que se vería beneficiado por el crecimiento del mercado brasileño. Por el lado de las importaciones, el incremento de las cantidades estaría asociado a la recuperación de la demanda interna de bienes de consumo, insumos industriales y energía.

En la balanza de servicios no se esperan grandes cambios para 2010, en la medida que los mayores ingresos previstos por viajes y servicios empresariales serían compensados por mayores egresos en concepto de fletes, a partir del incremento del intercambio de mercancías. Con relación a la cuenta de Rentas de la inversión, se prevé una suba del déficit, a partir de un mayor egreso neto en concepto de Intereses y de Utilidades y dividendos.

Como viene sucediendo desde 2002, el sólido resultado comercial de mercancías continuaría impulsando el superávit de Cuenta Corriente, que alcanzaría en 2010 el noveno año consecutivo en terreno positivo, hecho inédito en la historia económica de nuestro país.



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

| | 2007 | III-08 | IV-08 | 2008 | I-09 | II-09 | III-09 | Var. III-09 / III-08 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------------|
| Cuenta Corriente | 7.384 | 3.346 | 1.244 | 7.089 | 1.488 | 4.638 | 1.135 | -2.211 |
| Cuenta Corriente, acum. 4 trim. en % del PIB | 2,8 | 2,8 | 2,2 | 2,2 | 2,1 | 3,4 | 2,8 | -0,1 |
| Mercancías | 13.456 | 5.642 | 3.105 | 15.464 | 3.912 | 6.679 | 3.827 | -1.815 |
| Exportaciones fob | 55.980 | 21.320 | 15.197 | 70.021 | 11.863 | 15.387 | 13.877 | -7.443 |
| Importaciones fob | 42.525 | 15.678 | 12.092 | 54.557 | 7.951 | 8.708 | 10.049 | -5.629 |
| Servicios reales | -466 | -398 | 109 | -942 | -235 | -13 | -257 | 141 |
| Exportaciones de servicios | 10.340 | 3.035 | 3.262 | 12.087 | 2.864 | 2.488 | 2.535 | -500 |
| Importaciones de servicios | 10.807 | 3.433 | 3.153 | 13.029 | 3.098 | 2.502 | 2.792 | -641 |
| Rentas | -5.941 | -1.897 | -1.961 | -7.550 | -2.184 | -2.024 | -2.465 | -668 |
| Renta de la inversión | -5.869 | -1.879 | -1.954 | -7.494 | -2.171 | -2.007 | -2.449 | -570 |
| Intereses | -628 | -346 | -485 | -1.399 | -502 | -577 | -613 | -267 |
| Ganados | 5.073 | 1.081 | 857 | 4.206 | 640 | 581 | 472 | -609 |
| Pagados | 5.701 | 1.427 | 1.342 | 5.606 | 1.141 | 1.157 | 1.085 | -342 |
| Utilidades y Dividendos | -5.241 | -1.532 | -1.469 | -6.094 | -1.669 | -1.430 | -1.836 | -304 |
| Ganados | 1.487 | 337 | 240 | 1.324 | 249 | 429 | 280 | -57 |
| Pagados | 6.728 | 1.869 | 1.709 | 7.418 | 1.918 | 1.859 | 2.116 | 247 |
| Otras Rentas | -72 | -19 | -7 | -57 | -13 | -17 | -16 | 3 |
| Transferencias corrientes | 335 | 0 | -8 | 120 | -6 | -5 | 30 | 30 |

Fuente: INDEC

V.2 Cuenta Corriente

La Cuenta Corriente se mantuvo en 2009 con resultados positivos, a partir de la solidez del superávit comercial de mercancías, que alcanzó el nivel más elevado de los últimos siete años (ver Cuadro V.1). La caída de las importaciones, derivada en parte de la evolución del nivel de actividad local, contrarrestó la disminución de las exportaciones, en un contexto de fuerte retracción del comercio a nivel mundial. Así, el saldo de Cuenta Corriente se habría ubicado en 2009 en torno a US\$9.000 millones, representando alrededor de 3% del Producto y superando el nivel de 2008 (US\$7.000 millones; 2,2% del PIB).

La balanza de servicios reales en el último año redujo su déficit, en buena medida debido a los menores egresos por servicios de transporte (fletes y seguros) como resultado de la contracción de los volúmenes de intercambio de mercancías, lo que permitió compensar el descenso de los ingresos por turismo receptivo y por servicios profesionales, empresariales y técnicos (ver Gráfico V.3).

En tanto, se incrementó el saldo negativo de la cuenta de Rentas de la inversión, principalmente a causa de la disminución de los intereses ganados. Las tasas de interés internacionales más bajas que en años previos generaron un menor rendimiento de las Reservas Internacionales y de los activos externos del sector privado (ver Gráfico V.4).

Para 2010 se espera que la Cuenta Corriente mantenga el resultado positivo por noveno año consecutivo, aunque podría ser inferior al de 2009. El excedente comercial continuaría siendo el principal sostén del superávit externo, en un contexto de recuperación de los volúmenes de intercambio de mercancías.

Asimismo, el saldo negativo de la balanza de servicios se mantendría sin grandes cambios, ya que el aumento de las importaciones de servicios, vinculado a mayores pagos en concepto de fletes por el crecimiento del intercambio de mercancías, se vería compensado por un aumento de los ingresos por viajes y servicios profesionales. Con relación a la cuenta de Rentas de la inversión, se prevé una suba del déficit, a partir de un mayor egreso neto en concepto de Intereses y de Utilidades.

Balanza Comercial¹⁸

En un marco de retracción generalizada de los flujos de comercio mundial, la balanza comercial de mercancías

Gráfico V.3
Balanza de Servicios. Cuenta Viajes
(prom. mov. 4 trim.)

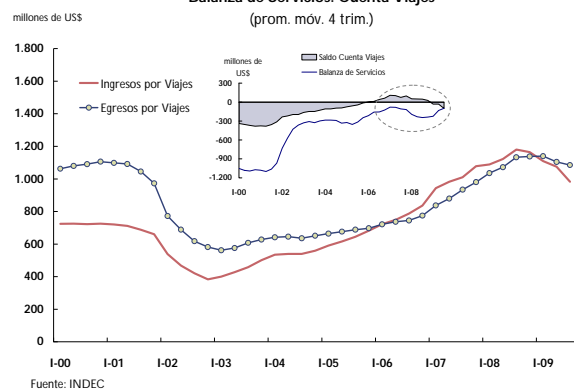
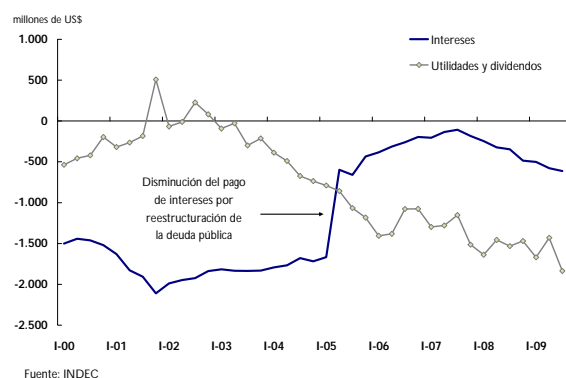
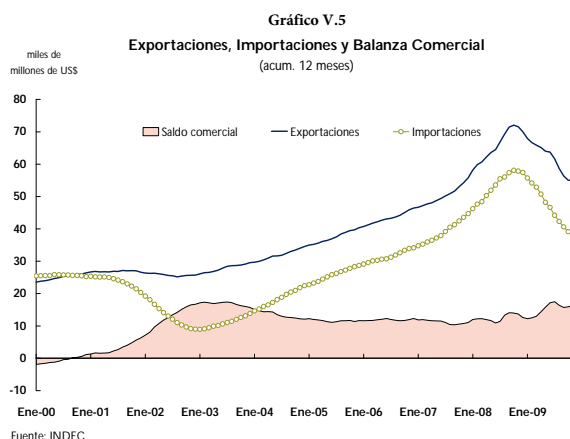


Gráfico V.4
Rentas de la Inversión



¹⁸ En esta sección de Balanza Comercial se consideran las importaciones *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.



finalizó 2009 con un superávit de aproximadamente US\$16.500 millones, el mayor de los últimos siete años (ver Gráfico V.5). La caída de las importaciones, vinculada a la evolución del nivel de actividad, contrarrestó la disminución de las exportaciones. No obstante, sobre el final del año los flujos de comercio comenzaron a dar señales de recuperación, de la mano de la reactivación económica internacional y local.

El año pasado las ventas externas cayeron alrededor de 21% interanual (i.a.), totalizando US\$55.500 millones, afectadas en gran medida por los menores embarques de productos agrícolas, ante la fuerte baja de la cosecha durante el ciclo 2008/09. Adicionalmente, los precios de exportación disminuyeron en promedio 15% i.a., reflejando la caída de las cotizaciones de las materias primas durante la crisis (ver Cuadro V.2 y Gráficos V.6 y V.7).

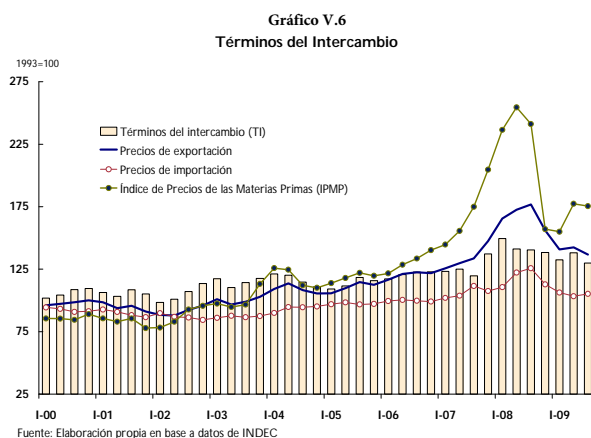
En el año, el rubro de exportación que más cayó fue el de Productos primarios (PP), en gran parte como resultado de la mencionada disminución del volumen cosechado, que estuvo seriamente afectado por la sequía. Así, se redujeron fuertemente las cantidades embarcadas de trigo, maíz y porotos de soja. A esto se sumó la retracción de las exportaciones de concentrado de cobre, originada en los menores precios de exportación, y el descenso de las ventas externas de frutas frescas, explicada por una disminución conjunta de precios y cantidades.

Cuadro V.2
Exportaciones por Grandes Rubros

| Rubro | Primeros 11 meses | | | | | |
|--------------------------------|-------------------|---------------|------------------|------------|------------|-------------------------------|
| | millones de US\$ | | Variación % i.a. | | | Contribución % a la var. i.a. |
| | 2008 | 2009 | Total | Precios | Cantidades | |
| Productos primarios | 15.493 | 8.379 | -45,9 | -17 | -35 | 47,5 |
| MOA | 22.401 | 19.842 | -11,4 | -12 | - | 17,1 |
| MOI | 20.421 | 17.137 | -16,1 | -12 | -5 | 21,9 |
| MOI sin Material de transporte | 14.289 | 12.294 | -14,0 | | | 13,3 |
| Material de transporte | 6.132 | 4.843 | -21,0 | | | 8,6 |
| Combustibles y energía | 7.550 | 5.541 | -26,6 | -41 | 24 | 13,4 |
| TOTAL | 65.864 | 50.899 | -22,7 | -15 | -9 | 100 |

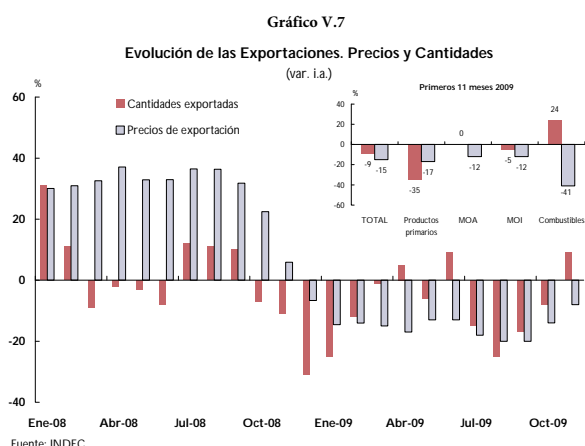
Fuente: INDEC

Por su parte, la baja de las exportaciones de Manufacturas de origen agropecuario (MOA), que ascendió a 11,4% i.a. en los primeros once meses de 2009, estuvo originada principalmente en los menores precios (-12% i.a.). En particular, la reducción de la producción agrícola, que repercutió principalmente sobre las ventas externas de porotos de soja, afectó sólo parcialmente el volumen de grano destinado a la industria aceitera, y por ende los volúmenes embarcados de aceites y subproductos oleaginosos (*pellets*). A su vez, las ventas de carnes y sus preparados presentaron subas en 2009, en un contexto de incremento de la faena de ganado.



La contracción de las ventas externas de Manufacturas de origen industrial (MOI) respondió a una baja conjunta de precios (-12% i.a.) y cantidades (-5% i.a.). El bloque automotor en la primera parte del año explicó una parte importante de dicho comportamiento, aunque en los últimos meses dio señales de recuperación, impulsado en gran medida por el repunte del mercado brasileño, principal destino de las exportaciones automotrices argentinas.

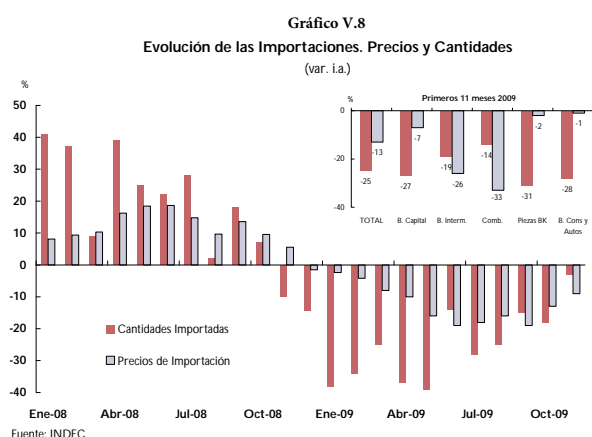
En tanto, en el rubro Combustibles y energía el aumento acumulado de las cantidades vendidas, fruto del mayor



Cuadro V.3
Importaciones por Uso Económico

| Uso Económico | Primeros 11 meses | | | | |
|--------------------------------------|-------------------|---------------|------------------|------------|------------|
| | millones de US\$ | | Variación % i.a. | | |
| | 2008 | 2009 | Total | Precios | Cantidades |
| Bienes de capital | 11.718 | 8.019 | -31,6 | -7 | -27 |
| Bienes intermedios | 19.054 | 11.418 | -40,1 | -26 | -19 |
| Combustibles y lubricantes | 4.194 | 2.443 | -41,8 | -33 | -14 |
| Piezas y acc. para bienes de capital | 9.425 | 6.366 | -32,5 | -2 | -31 |
| Bienes de consumo | 5.819 | 4.621 | -20,6 | -1 | -28 |
| Vehículos automotores de pasajeros | 3.659 | 2.189 | -40,2 | - | - |
| Resto | 94 | 115 | 22,3 | - | - |
| TOTAL | 53.963 | 35.172 | -34,8 | -13 | -25 |

Fuente: INDEC



saldo exportable por la disminución de la demanda interna, fue contrarrestado por la baja de los precios de exportación (la cotización del petróleo crudo pasó de un promedio de US\$99,6 por barril en 2008 a US\$61,9 por barril en 2009).

Por su lado, las importaciones de bienes se contrajeron cerca de 35% i.a. en el último año, principalmente a causa de la baja de las cantidades (-25% i.a.), acompañada por un descenso más moderado de precios (-13% i.a.; ver Cuadro V.3 y Gráfico V.8). Se destacó la reducción de las compras de Bienes intermedios y de Combustibles, rubros que reflejaron con más intensidad los menores precios de importación, dado que incluyen productos cuyos precios están estrechamente vinculados a la evolución de las cotizaciones de las materias primas. En particular, sobresalieron las menores importaciones de insumos para la industria siderúrgica y de agroquímicos, a lo que se agregó la baja de las compras externas de porotos de soja para la industria aceitera, a raíz de un cambio de normativa en relación al régimen de importación temporaria¹⁹.

En relación a los Bienes de capital, el descenso de las importaciones reflejó la retracción de la inversión en maquinaria y equipos, mientras que dentro de los Bienes de consumo, la baja respondió principalmente a las menores importaciones de bienes durables, como electrodomésticos y motocicletas.

Para 2010, en tanto, se espera un repunte de las exportaciones, a partir de la expansión de la cosecha y de la mejora esperada de las ventas externas industriales, en un contexto de recuperación económica de los principales socios comerciales, especialmente Brasil (ver Apartado 3). El incremento de la producción agrícola en la campaña 2009/2010 permitiría mayores ventas externas de PP y MOA, en tanto que las exportaciones automotrices, favorecidas por el crecimiento del mercado brasileño, liderarían los mayores embarques de MOI. Esto sería acompañado por un alza de las importaciones, principalmente asociada con la recuperación proyectada de la actividad local, a lo que se sumaría un aumento moderado de precios. Si bien el excedente comercial de bienes disminuiría con respecto a 2009, seguiría siendo históricamente elevado, contribuyendo a sostener el resultado positivo de la Cuenta Corriente.

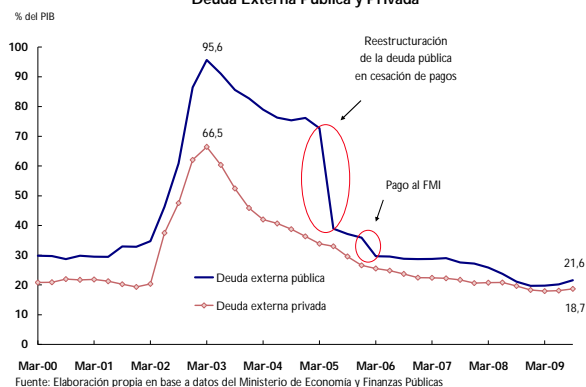
¹⁹ Por medio de la Resolución N°109/2009 del Ministerio de Producción, en abril de 2009 se excluyó a los porotos de soja del Régimen de Importación temporaria para Perfeccionamiento Industrial, a través del cual se importaban granos principalmente provenientes de Paraguay con destino a su procesamiento por parte de la industria aceitera local y su posterior reexportación en forma de derivados.

Cuadro V.4
Balance de Pagos. Cuenta Capital y Financiera
(millones de US\$)

| | 2007 | III-08 | IV-08 | 2008 | I-09 | II-09 | III-09 | Var. III-09 / III-08 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|-------------------------|
| Cuenta capital y financiera | 5.656 | -4.843 | -1.550 | -8.083 | -1.022 | -4.480 | 1.724 | 6.567 |
| Cta. capital y fin. (errores y omisiones) | 5.714 | -3.396 | -2.091 | -7.082 | -1.221 | -5.336 | 676 | 4.072 |
| Cuenta capital y financiera, en % del PIB | 2,2 | -6,1 | -2,5 | -2,5 | -3,0 | -3,7 | -1,7 | 4,4 |
| Cuenta capital | 116 | 124 | 0 | 181 | 19 | 1 | 50 | -74 |
| Cuenta financiera | 5.540 | -4.967 | -1.550 | -8.263 | -1.041 | -4.481 | 1.674 | 6.641 |
| Sector Bancario | 1.567 | 1.091 | -139 | 1.732 | 1.615 | -339 | 2.316 | 1.225 |
| BCRA | 1.493 | 1.205 | 535 | 1.823 | 1.486 | -500 | 2.062 | 857 |
| Otras entidades financieras | 74 | -114 | -674 | -90 | 128 | 161 | 254 | 368 |
| Sector Público no Financiero | 2.401 | -263 | -447 | -536 | -77 | 118 | -356 | -93 |
| Sector Privado no Financiero | 1.572 | -5.794 | -964 | -9.458 | -2.579 | -4.260 | -286 | 5.508 |
| Errores y Omisiones Netos | 58 | 1.447 | -541 | 1.001 | -199 | -856 | -1.048 | -2.495 |
| Variación de Reservas Internacionales | 13.098 | -49 | -846 | 10 | 267 | -699 | 1.811 | 1.860 |

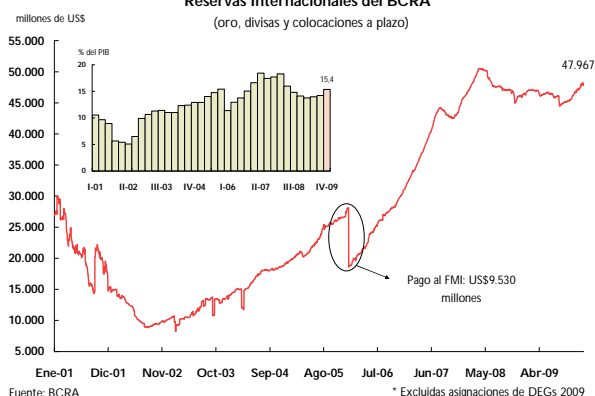
Fuente: INDEC

Gráfico V.9
Deuda Externa Pública y Privada



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Gráfico V.10
Reservas Internacionales del BCRA*
(oro, divisas y colocaciones a plazo)



Fuente: BCRA

* Excluidas asignaciones de DEGs 2009

V.3 Cuenta Capital y Financiera

Luego de un importante egreso de capitales en la primera mitad de 2009 por la crisis global, en el segundo semestre del año se revirtió el saldo negativo de la Cuenta Capital y Financiera.

La evolución de los flujos de capitales privados explicó el cambio de tendencia, ya que la reducción de la incertidumbre repercutió en una menor formación de activos externos del sector privado (ver Cuadro V.4). Como resultado de las políticas monetarias y financieras llevadas a cabo por el BCRA, éste pasó a ser nuevamente comprador neto de divisas en el mercado de cambios, tras ser vendedor neto en la primera mitad de 2009. A esto se sumó el ingreso correspondiente a la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEGs) por parte del FMI, contabilizado a través del BCRA.

Por su parte, la deuda externa total (pública y privada) ascendió a US\$123.807 millones a fin del tercer trimestre de 2009, con una reducción interanual cercana a US\$5.750 millones, explicada en gran parte por la disminución del endeudamiento externo privado (ver Gráfico V.9). De acuerdo con la información del Balance de Pagos, en relación al trimestre anterior se incrementó la deuda externa del sector público por las asignaciones de DEGs. Así, la deuda externa total medida en relación al Producto se ubicó en 40,3%, nivel similar al observado a fines de 1996.

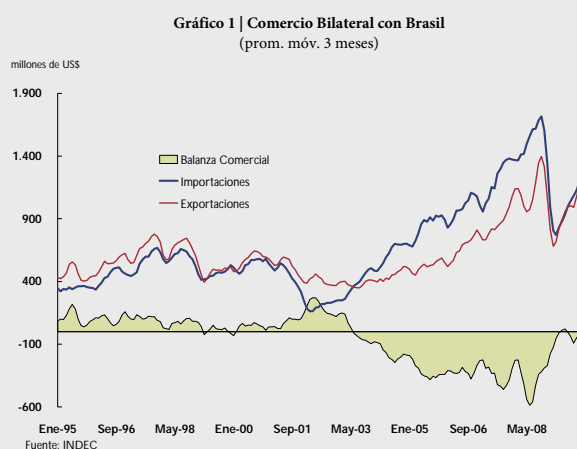
V.4 Reservas Internacionales

Desde hace más de un año el *stock* de Reservas Internacionales se mantiene relativamente estable en niveles elevados (ver Gráfico V.10). A fin de 2009 las Reservas se ubicaron en US\$47.967 millones y representaron 15,4% del PIB, valor cercano al pico de 2007, previo al agravamiento de las turbulencias en los mercados globales. Ello fue resultado de las compras netas del BCRA en el mercado de cambios efectuadas especialmente en los últimos meses del año, que reflejan el persistente superávit de la Cuenta Corriente y el freno observado en la salida de capitales.

Apartado 3 / Análisis del comercio bilateral con Brasil y el repunte de las exportaciones de productos industriales

El comercio de bienes entre Argentina y Brasil se expandió considerablemente en las últimas décadas, a la par del proceso de integración en la región. No obstante, el saldo del intercambio bilateral atravesó diferentes periodos, pasando de superávit entre los años 1995 y 2002 a crecientes déficit entre 2003 y 2008, interrumpidos por los efectos de la crisis internacional en 2009 (ver Gráfico 1).

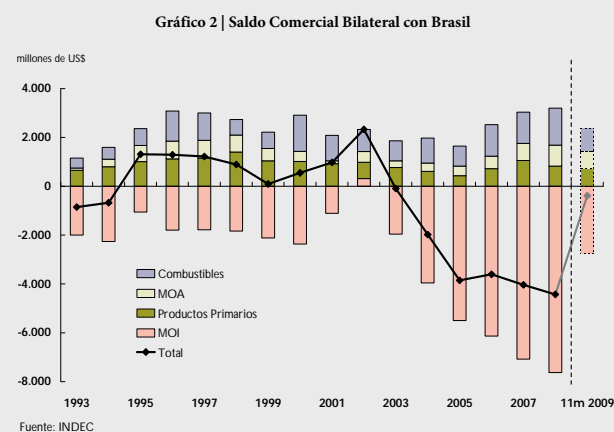
El intercambio comercial entre Argentina y Brasil está dominado por los flujos de productos industriales. En los últimos cinco años, las manufacturas representaron cerca de 60% de las exportaciones a Brasil y 90% de las importaciones provenientes de ese país. En buena medida, este fenómeno responde al proceso de integración económica que derivó de la creación del MERCOSUR (Mercado Común del Sur), que permitió a las industrias del bloque beneficiarse de un mercado integrado y relativamente protegido. Más aún, la implementación de una política automotriz común promovió explícitamente el comercio intraindustrial del sector, a través de un régimen de comercio administrado²⁰.



Asimismo, el saldo comercial de productos industriales es cada vez más determinante en el saldo bilateral total. De hecho, es estructuralmente deficitario para Argentina: en 15 de los últimos 16 años hubo déficit, con la única excepción en 2002, por la fuerte retracción de las compras externas a causa de la crisis local. En cambio, el resultado bilateral de los demás rubros es superavitario para nuestro país en forma sistemática desde 1993 (ver Gráfico 2).

²⁰ A mediados de los años noventa se implantó un mecanismo de control para el intercambio de automotores y autopartes entre Argentina y Brasil conocido como "Flex", que establece que las terminales pueden importar sin aranceles en función del volumen exportado al otro país (comercio compensado), con un cierto margen de desvío permitido.

A partir de 2003 el intercambio comercial de bienes se expandió fuertemente en ambos sentidos. La recuperación de la economía argentina posterior a la crisis de 2001-2002, el realineamiento del tipo de cambio real bilateral y el sostenido crecimiento del mercado brasileño estuvieron detrás del incremento de los flujos de comercio. Al mismo tiempo, el saldo comercial bilateral se deterioró progresivamente para Argentina, interrumpiendo un lapso de ocho años consecutivos de resultados positivos: se pasó de un superávit de US\$2.300 millones en 2002 a un déficit de US\$4.400 millones en 2008. Esta evolución se explicó por el resultado del intercambio de productos industriales, que alcanzó un déficit de casi US\$8.000 millones en 2008 (en parte por las compras argentinas de maquinaria, equipos y vehículos, derivadas del aumento de la inversión), contrarrestando así los superávits en el comercio bilateral de Productos primarios, Manufacturas de origen agropecuario (MOA) y Combustibles.



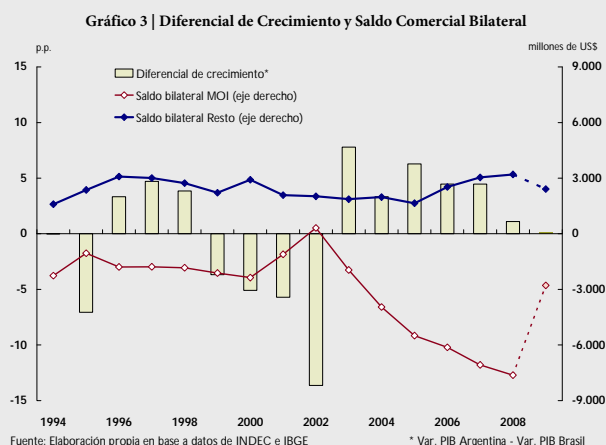
De la mano de la profundización de la crisis internacional y su impacto en la región, desde fines de 2008 el intercambio de bienes con Brasil se contrajo bruscamente, acompañando la marcada caída del comercio de mercancías a nivel mundial. Paralelamente, se corrigió el desequilibrio en el saldo bilateral, que llegó incluso a ser superavitario para nuestro país en algunos meses de 2009, lo que no se daba desde mayo de 2003. De manera similar a lo observado durante la fase anterior, la reversión del saldo bilateral estuvo explicada por lo ocurrido en el comercio de productos industriales. En particular, las importaciones de bienes procesados (tanto bienes de capital como intermedios y de consumo) fueron las más afectadas por la desaceleración económica. Si bien durante este período se introdujeron algunas medidas para administrar las compras externas de productos sensibles (nuevas licencias no automáticas de importación), explican una pequeña fracción del total importado del socio comercial.

Posteriormente, ya sobre el final de 2009 se empezó a reactivar el intercambio bilateral, con la recuperación del nivel de actividad y con la mejora de las perspectivas en ambos países. Nuevamente, los productos industriales fueron clave: el sector automotor fue uno de los que tuvieron el repunte más destacado. Actualmente el 60% de la producción nacional de automotores se exporta, y 90% de esas ventas externas tienen como destino a Brasil.

El comportamiento histórico del saldo comercial bilateral muestra que el principal determinante es el diferencial de crecimiento entre Argentina y Brasil. El componente más volátil para explicar la evolución del saldo, y que a su vez está más vinculado al diferencial de crecimiento entre ambos países, es el comercio de productos industriales. Frente a un resultado positivo y relativamente estable del intercambio de Productos primarios, MOA y Combustibles, el saldo bilateral de Manufacturas de origen industrial (MOI) termina definiendo el excedente total, en función de la fase del ciclo que atraviesan ambos países (ver Gráfico 3). La mayor expansión relativa se traduce en una demanda más elevada de insumos para la industria y de bienes de consumo, que son en parte cubiertos con importaciones. De esta manera, en el período 1999-2002 el superávit con Brasil se correspondió con una caída del PIB en nuestro país frente a un comportamiento estable del PIB brasileño. De manera inversa, la mayor expansión de la economía argentina a la salida de la crisis de 2001-2002 se vio reflejada en resultados crecientemente negativos en el intercambio bilateral.

El tipo de cambio bilateral, por el contrario, tiene reducido poder explicativo sobre el saldo comercial de Argentina con Brasil. En efecto, la profundización del déficit bilateral durante el período 2003-2008 coincidió con una fuerte depreciación del peso con respecto al real, e incluso, el tipo de cambio real bilateral actual es uno de los más competitivos para nuestro país de las últimas dos décadas. De cara a 2010 se espera una consolidación del comercio bilateral, favorecido por la reactivación de las economías de ambos países luego de la crisis internacional. En especial, se prevé un buen desempeño de las ventas externas del bloque automotor que, beneficiadas por las perspectivas de expansión del mercado brasileño, consolidarían el repunte que arrancó en 2009. A esto se agregaría un alza de las ventas externas de otros productos manufacturados (como aceites y *pellets*, productos químicos, metales básicos, etc.).

Con la mayor actividad local, las importaciones provenientes de Brasil también aumentarían. No obstante, la relativa similitud de las proyecciones de crecimiento para Argentina y Brasil influiría para que el saldo comercial bilateral se mantenga ligeramente deficitario, a diferencia de lo ocurrido en el período 2003-2008 y más en línea con lo observado en 2009.



VI. Finanzas Públicas

VI.1 Síntesis

Durante 2009 la tasa de crecimiento de los ingresos tributarios fue de 13% interanual (i.a.) en términos nominales, alcanzando un nuevo récord histórico en términos del PIB y mostrando en el último trimestre signos de recuperación. En tanto, los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) crecieron en el año 18,7% y representaron cerca de 23% del Producto.

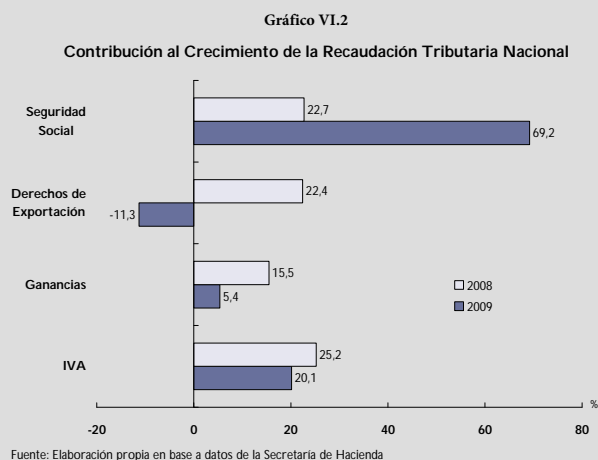
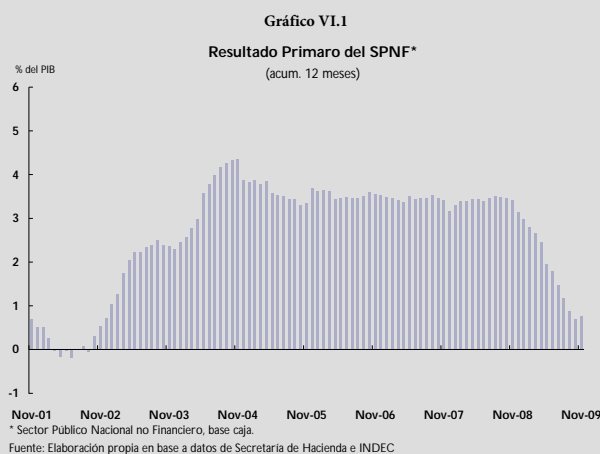
El gasto primario del SPNF habría continuado creciendo a tasas superiores al 30% i.a. en el último trimestre del año. De este modo, el gasto primario creció a un ritmo superior al del aumento de los ingresos, representando en los últimos 12 meses aproximadamente 21,5% del PIB. El gasto de Capital fue el rubro que mayor dinamismo nominal evidenció durante 2009 al aumentar 53% i.a., impulsado por la duplicación de las Transferencias de capital a los gobiernos subnacionales y por la Inversión Real Directa (IRD).

Así, el superávit primario en 2009 se habría ubicado en línea con lo pautado en el Presupuesto Nacional 2010 (PN-10) para ese año (\$15.321 millones; 1,36% del PIB), inferior al resultado de 2008. Dentro de este resultado se incluyen cerca de US\$2.500 millones de la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEGs) del Fondo Monetario Internacional (FMI). En tanto, el pago de intereses sumó cerca de \$25.000 millones (en torno a 2,2% del PIB), creciendo casi 40% i.a..

Para 2010 se proyecta un nivel superior de ingresos en términos del Producto respecto del año pasado (mayor a 28%). Según el PN-10, luego de la reducción del superávit primario de 2009, esta situación se revertiría en 2010 a partir de una desaceleración del crecimiento del gasto primario. Tras la sanción del PN-10 se aprobaron mayores erogaciones—de gran impacto social y distributivo—por algo más de 1% del Producto (Asignación universal por hijo para protección social e incremento de 33% en los montos de las Asignaciones familiares ordinarias por hijo). De todas maneras, el PN-10 proyecta un superávit primario en torno al 2,3% del PIB.

El Gobierno Nacional siguió dando pasos para la normalización de la relación con la comunidad internacional al disponer las medidas necesarias vinculadas a la reestructuración de la deuda no ingresada al Canje 2005, aprovechando las ventajosas condiciones financieras imperantes para las economías emergentes para la colocación de deuda.

Los datos de ejecución presupuestaria de los Gobiernos subnacionales en 2008 mostraron resultados fiscales inferiores a los previstos, y de acuerdo a información parcial de 2009, habría continuado el deterioro en las cuentas públicas provinciales en un año que presentó desaceleración del nivel de actividad y aumento del desempleo en su comparación interanual.



Cuadro VI.1
Recaudación Tributaria Nacional
(millones de \$)

| Impuesto | 2008 (A) | 2009 (B) | Diferencia | | Contrib. Acum. % |
|---------------------------------------|----------------|----------------|---------------------|----------------|------------------------|
| | | | Absoluta (B)-(A) | % (B)/(A)-1 | |
| Ganancias | 53.646 | 55.552 | 1.906 | 3,6 | 5,4 |
| IVA Total (1)-(2)-(3) | 86.115 | 91.117 | 5.002 | 5,8 | |
| IVA DGI (2) | 50.393 | 61.394 | 11.001 | 21,8 | |
| IVA DGA (3) | 35.722 | 29.723 | -5.999 | -16,8 | |
| Devoluciones de IVA (4) | 5.886 | 3.731 | -2.155 | -36,6 | |
| IVA (5)=(1)-(4) | 80.229 | 87.386 | 7.157 | 8,9 | 20,1 |
| Ganancia mínima presunta | 988 | 1.213 | 225 | 22,8 | 0,6 |
| Bienes personales | 3.375 | 4.041 | 666 | 19,7 | 1,9 |
| Derechos de importación | 8.803 | 7.527 | -1.276 | -14,5 | -3,6 |
| Derechos de exportación | 36.055 | 32.042 | -4.014 | -11,1 | -11,3 |
| Combustibles | 9.694 | 11.593 | 1.899 | 19,6 | 5,3 |
| Internos | 5.617 | 6.718 | 1.101 | 19,6 | 3,1 |
| Seguridad social* | 51.144 | 75.743 | 24.600 | 48,1 | 69,2 |
| Créditos y débitos en ctas. bancarias | 19.495 | 20.561 | 1.066 | 5,5 | 3,0 |
| Monotributo | 1.355 | 1.409 | 54 | 4,0 | 0,2 |
| Adicional Cigarrillos | 555 | 597 | 42 | 7,6 | 0,1 |
| Reintegros | -2.894 | -2.451 | 443 | -15,3 | 1,2 |
| Otros | 1.313 | 2.999 | 1.686 | 128,4 | 4,7 |
| TOTAL* | 269.375 | 304.930 | 35.555 | 13,2 | |

*A partir de diciembre de 2008 comenzaron a registrarse los nuevos aportes al SIPA
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

Ingresos

En el último trimestre del año la Recaudación Tributaria Nacional se recuperó al crecer a tasas similares a las del primer semestre (15% interanual -i.a.-), impulsada por los recursos de la Seguridad social y del Impuesto al Valor Agregado (IVA), que en conjunto aportaron cerca del 80% del incremento de la recaudación total para ese período (ver Cuadro VI.1). Si se descuentan los ingresos asociados a la creación el Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), los recursos tributarios habrían subido 8% i.a.. En 2009 la tasa de crecimiento de la recaudación tributaria fue de 13% i.a. en términos nominales, representando 21,5% del PIB (27% si se consideran las transferencias automáticas de recursos a las provincias - Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros-), un nuevo récord histórico (ver Gráfico VI.3).

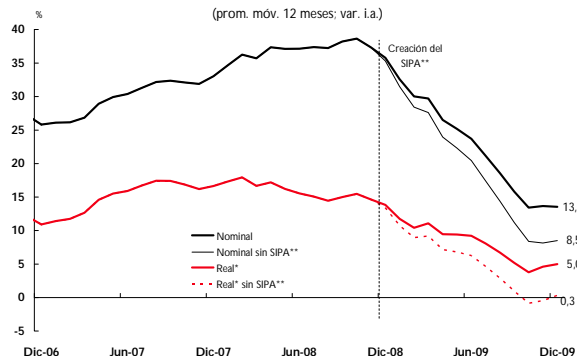
En línea con la previsión de mayor dinamismo de la actividad económica y considerando el aumento proyectado de las exportaciones agrícolas, para 2010 se elevaría nuevamente la relación recaudación/PIB superando 28%.

La creación del SIPA a fines de 2008 permitió que en 2009 los recursos de la Seguridad social fueran el segmento que más aumentara en términos nominales y el principal impulsor de la suba de la recaudación, representando en los últimos 12 meses alrededor de 6,8% del PIB (+1,8 puntos porcentuales -p.p.- interanuales). Para 2010, se espera que estos recursos crezcan en términos del Producto, aunque elevándose a tasas nominales interanuales inferiores a las exhibidas durante el año pasado (ver Gráfico VI.4).

Los ingresos del IVA continuaron subiendo en el año (9% i.a.), acelerándose en el último trimestre (ver Gráfico VI.5). De esta forma, en 2009 la recaudación del IVA representó aproximadamente 7,8% del PIB, manteniéndose en términos del Producto respecto de 2008 y previniéndose que supere ese nivel durante 2010.

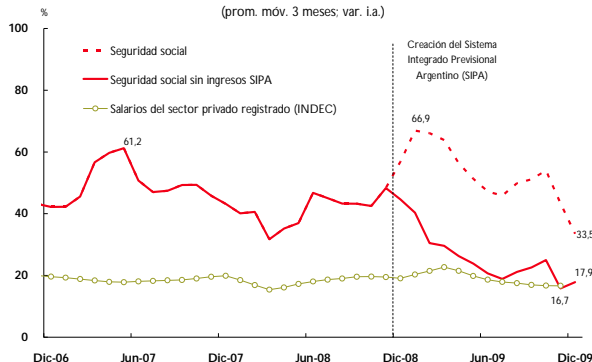
A diferencia de la caída observada durante los primeros 9 meses del año (-17% i.a.), entre octubre y diciembre los Derechos de exportación crecieron 4% i.a.. En parte, este comportamiento obedeció a la menor base de comparación interanual, ya que en igual período de 2008 el comercio internacional se vio severamente afectado por la profundización de la crisis financiera internacional (ver Gráfico VI.6). En particular, se destacó la evolución positiva de los ingresos asociados a las ventas externas de

Gráfico VI.3
Recaudación Tributaria Nacional
(prom. móv. 12 meses; var. i.a.)

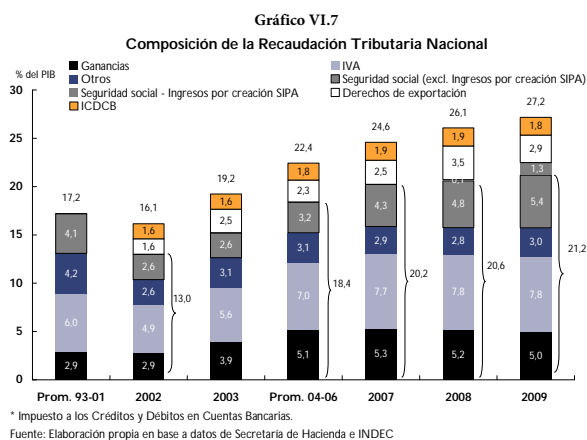
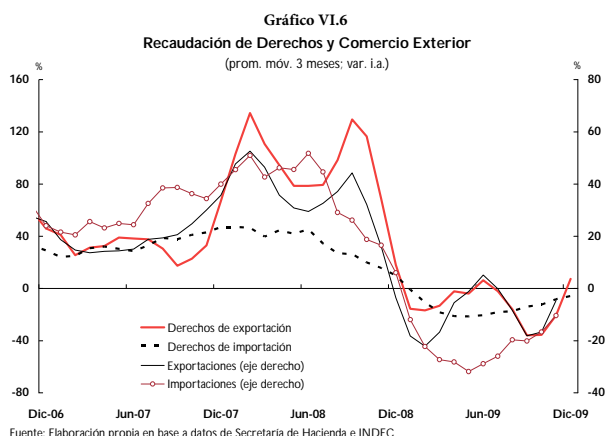
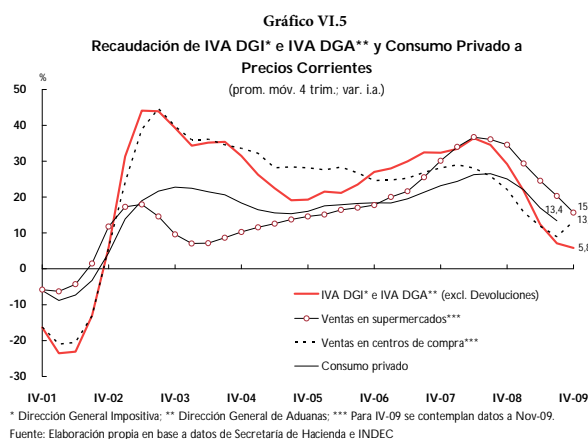


*Deflactada por IPI del PIB; ** Sistema Integrado Previsional Argentino
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda e INDEC

Gráfico VI.4
Evolución de los Recursos de la Seguridad Social
(prom. móv. 3 meses; var. i.a.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda, INDEC y SIIyP



cereales, combustibles minerales y residuos y desperdicios de la industria alimenticia. En 2009 los gravámenes sobre las exportaciones totalizaron aproximadamente 2,9% del PIB (-0,6 p.p. i.a.). Para 2010, se estima una recuperación importante de estos tributos en términos del Producto, de acuerdo a las expectativas de incremento de las exportaciones.

Por su parte, siguiendo la evolución del comercio internacional, los Derechos de importación se redujeron 15% i.a. en el año, aunque mejoraron en el último trimestre cuando prácticamente se mantuvieron en términos nominales respecto de igual período de 2008. Así, en 2009 los derechos sobre las importaciones sumaron cerca de 0,7% del Producto (-0,2 p.p. interanuales), lo que se mantendría en 2010.

Durante el año pasado los recursos del Impuesto a las Ganancias subieron 4% i.a.. En la desaceleración del ritmo de crecimiento influyó el desempeño de la economía doméstica, el incremento del mínimo no imponible y de las deducciones computables para la determinación del impuesto, la eliminación de la escala para la disminución creciente de las deducciones y la modificación de los aportes al sistema de Seguridad social para personas físicas en relación de dependencia²¹. Además, incidieron los menores ingresos en concepto de pagos de anticipos, debido a la opción de reducción efectuada por algunas grandes empresas ante la perspectiva de generar menores resultados y las menores percepciones realizadas por la aduana, producto de la caída de las importaciones. Así, en los últimos doce meses habrían alcanzado aproximadamente 5% del PIB (-0,2 p.p. interanuales), previéndose que en 2010 se recupere la participación del impuesto en el Producto (ver Gráfico VI.7).

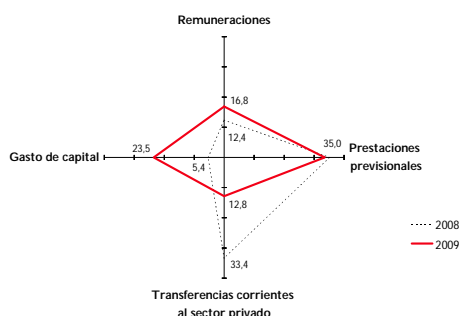
El mayor volumen de transacciones bancarias gravadas determinó que los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) crecieran 6% i.a. en 2009. Así, la recaudación diaria promedio del tributo alcanzó \$84 millones en todo el año, mostrando una suba interanual de \$5 millones. Para 2010, la recaudación del tributo mantendría su participación respecto del Producto en aproximadamente 1,8%.

Gasto y Resultado

Durante 2009 el gasto primario habría continuado creciendo a tasas superiores al 30% i.a.. El incremento se explicó básicamente por las Prestaciones previsionales, el

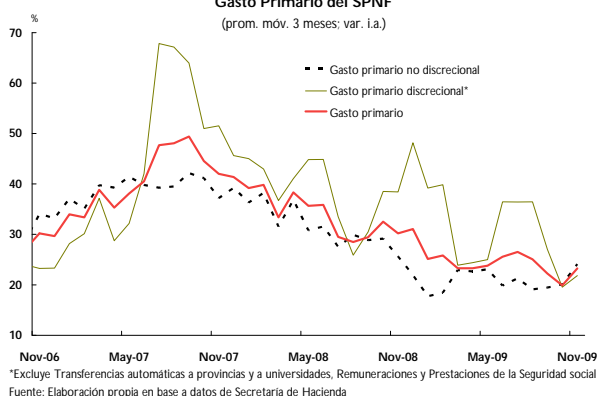
²¹ Durante 2008 y 2009 se implementaron medidas que permitieron computar mayores deducciones por aportes en el impuesto. Al respecto, se destaca el aumento de la base imponible máxima para el cálculo de los aportes previsionales y el incremento de la base imponible máxima para el cálculo de los aportes al Sistema Nacional del Seguro de Salud y al Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSSJyP, ex PAMI).

Gráfico VI.8
Contribución al Crecimiento del Gasto Primario del SPNF*
(acum. a noviembre)



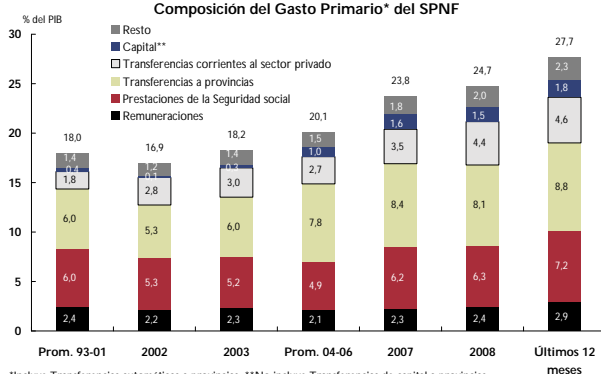
* Sector Público Nacional no Financiero; Excluye Transferencias automáticas a provincias.
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

Gráfico VI.9
Gasto Primario del SPNF
(prom. móv. 3 meses; var. i.a.)



*Excluye Transferencias automáticas a provincias y a universidades, Remuneraciones y Prestaciones de la Seguridad social
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

Gráfico VI.10
Composición del Gasto Primario* del SPNF



*Incluye Transferencias automáticas a provincias; **No incluye Transferencias de capital a provincias
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

gasto de Capital, las Transferencias corrientes al sector privado y las Remuneraciones a los empleados públicos, que en conjunto aportaron más del 85% del crecimiento nominal (ver Gráfico VI.8). Así, en el acumulado de los últimos 12 meses el gasto primario, considerando las transferencias automáticas de recursos a las provincias (Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros), representó aproximadamente 27,7% del PIB.

El gasto en Prestaciones previsionales se habría elevado alrededor de 29% i.a. en 2009, impulsado principalmente por las subas de los haberes otorgadas en marzo y septiembre de 2009²². Asimismo, en diciembre de 2009 inició el subsidio extraordinario que osciló entre \$200 y \$350 para los beneficiarios que percibieron haberes inferiores a los \$1.500 mensuales. Para 2010, contemplando la Ley N° 26.417 de Movilidad de las Prestaciones del Régimen Previsional Público, se estima una suba interanual del rubro de aproximadamente 30%²³, determinando una suba de casi 1 p.p. del Producto respecto del 7,4% que se habría registrado el año pasado.

El gasto de Capital fue el rubro que mayor dinamismo nominal evidenció durante 2009 al crecer 53% i.a. y contribuir con más del 20% del alza del gasto primario. La suba fue impulsada por la duplicación de las Transferencias de capital a los gobiernos subnacionales y por la Inversión Real Directa (IRD) que habría subido 51% i.a. durante 2009. En el caso de las transferencias de capital a provincias, se contemplan los giros vinculados al Fondo Federal Solidario (FFS), que distribuye entre las provincias con el criterio de la Coparticipación federal de impuestos, y el 30% de los Derechos de exportación de la soja y sus derivados²⁴. Así, el gasto de Capital considerando los giros automáticos a provincias representó alrededor de 3,3% del Producto en 2009. En 2010 y en línea con lo expuesto en el PN-10 se registraría una desaceleración de las erogaciones de Capital, que crecerían según esa fuente 11% i.a..

El gasto discrecional²⁵ aumentó cerca de 30% i.a. durante 2009 (ver Gráfico VI.9). El alza respondería principalmente al crecimiento de los giros a las provincias previamente mencionados, las Transferencias corrientes al sector privado y la IRD.

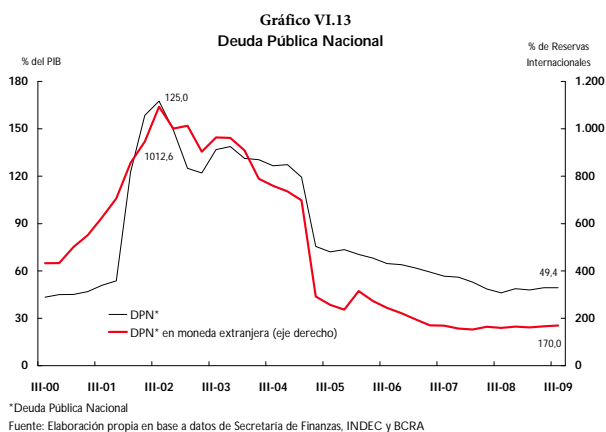
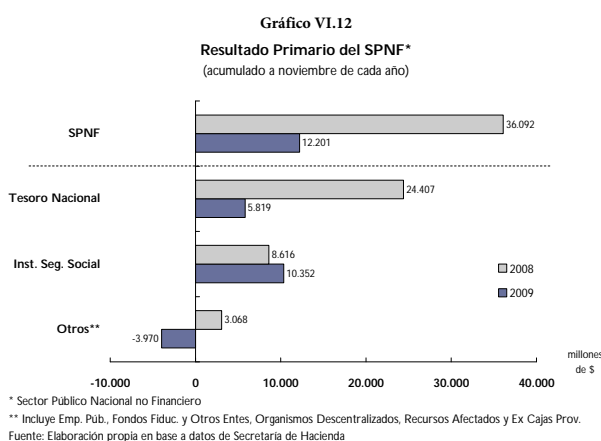
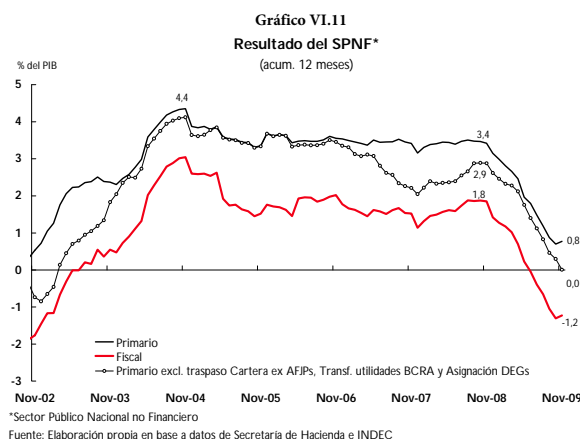
Las Transferencias Corrientes al Sector Privado, asociadas principalmente a las Asignaciones familiares y los subsidios al sector energético, de transporte público de

²² Según la Ley N°26.417 de Movilidad Previsional se dispusieron subas de 11,69% y 7,34% en marzo y septiembre de 2009, respectivamente.

²³ La variación interanual del rubro contempla el ajuste por movilidad de los haberes y el efecto arrastre de las subas otorgadas en 2009, entre otros factores.

²⁴ Decreto N° 206/2009.

²⁵ Excluye Transferencias automáticas a provincias, Prestaciones previsionales, Transferencias corrientes a universidades y Remuneraciones.



pasajeros y al consumo interno de agroalimentos, se incrementaron a una tasa cercana a 20% i.a. durante 2009, mostrando una desaceleración respecto de 2008 (60% i.a.), cuando habían sido el principal impulsor del gasto primario. Sin embargo, se observó cierta aceleración en el último trimestre del año, al subir aproximadamente 30% i.a., mientras que en los primeros nueve meses se elevó 17% i.a.. Así, los giros corrientes al sector privado representaron alrededor de 4,6% del PIB en los últimos 12 meses (ver Gráfico VI.10).

Las Remuneraciones del sector público subieron cerca de 37% i.a. el año pasado, por encima de lo verificado en todo 2008 (33% i.a.), impulsadas principalmente por los aumentos salariales de 8% y 7%, acordados para junio y agosto, respectivamente, y el efecto arrastre de las subas otorgadas durante 2008. Adicionalmente, se registró un alza del empleo público durante el período²⁶, que contempla la absorción estatal de parte del personal de las ex Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP).

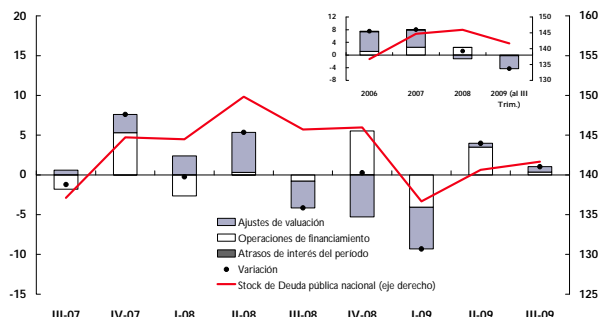
Las cuentas públicas nacionales habrían arrojado en 2009 un superávit primario en línea con lo pautado en el PN-10 para ese año (\$15.321 millones; 1,36% del PIB), 2 p.p. inferior al resultado de 2008 (ver Gráficos VI.11 y VI.12). Dentro de esta cifra se incluyen alrededor de US\$2.500 millones correspondientes a la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEGs) del Fondo Monetario Internacional (FMI), contabilizados como un ingreso corriente del SPNF. Según el PN-10, luego de la reducción del superávit primario de 2009, esta situación se revertiría en 2010 a partir de una desaceleración del gasto primario, el cual seguiría impulsado por el gasto previsional, de Capital, las Transferencias corrientes al sector privado y las Remuneraciones. No obstante, luego de la sanción del PN-10 se aprobaron mayores gastos sociales entre los que se destaca la implementación de la asignación universal por hijo para protección social (Decreto N°1.602/09) y el incremento de 33% en los montos de las Asignaciones familiares ordinarias por hijo (Decreto N°1.729/09), que en conjunto representarán mayores erogaciones por algo más de 1% del Producto.

En tanto el pago de intereses sumó cerca de \$25.000 millones (en torno a 2,2% del PIB), creciendo casi 40% i.a. incididos por el efecto de los canjes de deuda realizados durante el año y el mayor pago de cupones ligados a la evolución del PIB.

A fines de noviembre de 2009 se promulgó la Ley N° 26.546 de Presupuesto Nacional 2010. En el articulado la

²⁶ Según el INDEC los puestos de trabajo del SPNF crecieron alrededor de 7% i.a. durante el tercer trimestre de 2009.

Gráfico VI.14
Factores de Variación de la Deuda Pública Nacional
(en miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Finanzas

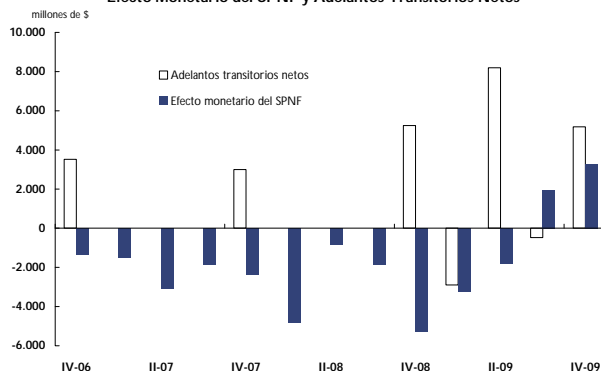
Cuadro VI.2
Composición de la Deuda Pública Nacional por Moneda y Tasa
(en %)

| Tipo de Tasa | Dic-08 | Mar-09 | Jun-09 | Sep-09 | Dif. Sep-09/Jun-09 | Dif. Sep-09/Dic-08 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------------|
| Moneda local | 47,5 | 44,9 | 45,5 | 45,6 | 0,1 | -1,9 |
| Deuda no ajustable por CER | 10,9 | 12,0 | 14,6 | 18,6 | 4,0 | 7,7 |
| Tasa fija | 2,0 | 1,2 | 1,2 | 1,4 | 0,2 | -0,6 |
| Tasa Cero | 6,9 | 4,9 | 6,2 | 6,0 | -0,2 | -0,9 |
| Tasa Variable | 2,0 | 5,9 | 7,2 | 11,2 | 4,0 | 9,2 |
| Deuda ajustable por CER | 36,6 | 32,9 | 30,9 | 27,0 | -3,9 | -9,6 |
| Moneda extranjera | 52,5 | 55,1 | 54,5 | 54,4 | -0,1 | 1,9 |
| Tasa fija | 27,3 | 28,4 | 29,4 | 35,6 | 6,2 | 8,3 |
| Tasas Variables | 25,0 | 26,6 | 24,8 | 18,4 | -6,4 | -6,6 |
| Tasa Libor | 13,2 | 14,2 | 12,7 | 10,6 | -2,1 | -2,6 |
| Otras tasas variables | 11,8 | 12,4 | 12,1 | 7,8 | -4,2 | -4,0 |
| Tasa Cero | 0,2 | 0,1 | 0,3 | 0,4 | 0,1 | 0,2 |
| TOTAL DEUDA BRUTA (*) | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | | |

(*) Excluye la deuda no presentada al canje

Fuente: Secretaría de Finanzas

Gráfico VI.15
Efecto Monetario del SPNF y Adelantos Transitorios Netos



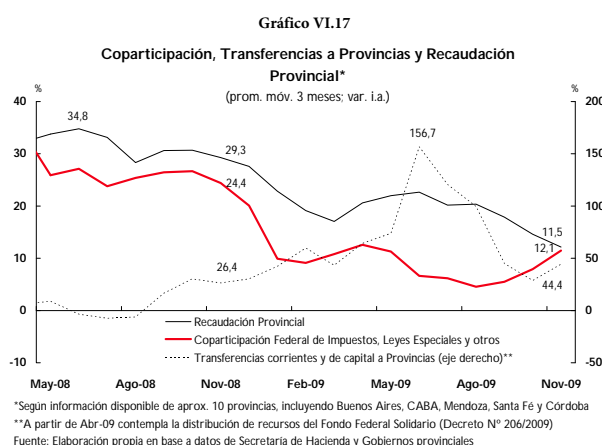
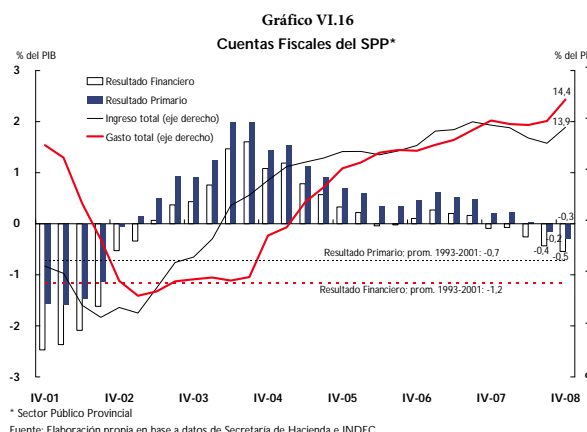
Fuente: BCRA

norma creó un Programa de Inversiones Prioritarias en Infraestructura Económica y Social, que considera los gastos de inversión como activos financieros (adelantos a proveedores y contratistas), no computándose las erogaciones dentro del resultado fiscal hasta el momento de finalización de las obras. A tal fin se autorizó el endeudamiento para financiar esas obras por \$4.500 millones y US\$1.200 millones, así como la concesión de avales por \$2.000 millones y US\$5.000 millones. A su vez, se modificó la Ley N° 24.156 de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público Nacional en lo que refiere a la integración de la deuda exigible a fin del período, al permitir atender los gastos devengados con ingresos originados en períodos posteriores.

La Deuda Pública Nacional (DPN) totalizó US\$141.665 millones al tercer trimestre de 2009, aumentando US\$1.031 millones en relación con el saldo a junio de 2009, básicamente por ajustes de valuación de las obligaciones indexadas por CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia), por Tipo de Cambio y por la capitalización de intereses de Títulos públicos, y en menor medida por las operaciones netas de financiamiento. En términos del Producto, el *stock* de deuda representó 49%, permaneciendo en valores similares a los del trimestre anterior (ver Gráficos VI.13 y VI.14).

Por su parte, luego de los canjes de deuda realizados durante el año por el Gobierno Nacional, se redujeron las obligaciones ajustables por CER, que desde diciembre de 2008 bajaron su participación en 10 p.p. hasta 27% del total. En contrapartida aumentó la deuda en moneda doméstica a tasa variable, vinculada básicamente a la tasa BADLAR (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*) más un *spread* (ver Cuadro VI.2). A su vez, se incrementó la participación de la tasa de interés fija en moneda extranjera debido a que el Gobierno Nacional realizó un *swap* de tasas variables por fijas con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial (BIRF) que involucró alrededor del 40% del *stock* de deuda vigente con estos organismos internacionales. En el caso del BID, el canje incluyó la modificación de las deudas que estaban denominadas en canastas de monedas sustituyéndolas por dólares estadounidenses. En todos los casos, los canjes involucraron a los créditos efectivamente desembolsados, manteniéndose las condiciones originales para el remanente de los préstamos vigentes.

En el último trimestre del año, el Gobierno Nacional dictó una serie de medidas vinculadas a la reestructuración de la deuda no ingresada al Canje 2005 establecido en el Decreto N° 1.735/04. En este sentido, la Ley N° 26.547 suspendió la vigencia de los artículos 2, 3 y 4 de la



denominada “Ley Cerrojo” (Ley N° 26.017), hasta fines de 2010 o hasta que el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas declare terminado el proceso (lo que ocurra primero). La norma prevé que los términos y condiciones financieros que se ofrezcan no podrán ser iguales ni mejores que los ofrecidos a los acreedores en la reestructuración de deuda realizada en 2005. Por otro lado, el Decreto N° 1.953/09 facultó al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas a intervenir en el proceso de emisión o en la colocación de títulos públicos nacionales en los mercados financieros internacionales y su posterior administración.

Durante el cuarto trimestre de 2009 el TN cubrió sus necesidades de financiamiento a través del uso de los DEGs por alrededor de US\$2.500 millones y de fondos intra Sector Público: Adelantos Transitorios (AT) del BCRA netos por \$5.180 millones, Préstamos del Banco de la Nación Argentina por \$800 millones y el resto a partir de los excedentes del resto de las agencias del SPNF (ver Gráfico VI.15).

El Gobierno Nacional siguió dando pasos para la normalización de la relación con la comunidad internacional al disponer las medidas necesarias vinculadas a la reestructuración de la deuda no ingresada al Canje 2005, aprovechando las condiciones de liquidez internacional.

Finalmente, los datos de ejecución presupuestaria de los Gobiernos subnacionales en 2008 mostraron resultados fiscales inferiores a los previstos, y de acuerdo a información parcial de 2009, continuarían deteriorándose las cuentas públicas provinciales (ver Gráficos VI.16 y VI.17).

ries²⁹. Se destacó especialmente la última colocación de 2009, realizada por Brasil a 10 años de plazo, logrando fondearse a sólo 114 p.b. sobre *Treasuries*, un mínimo histórico para este emisor. Por otra parte, si bien desde fines de septiembre hubo numerosas operaciones a largo plazo (en un rango de 25-32 años de plazo realizadas por Brasil, México, Colombia, Filipinas y Qatar), los plazos de colocación se mantuvieron concentrados en torno a 10 años.

El dólar estadounidense continúa siendo la principal moneda en la que se financian los gobiernos en los mercados internacionales, abarcando el 72% del total emitido en 2009 (84% durante el cuarto trimestre de 2009), seguido del euro, que representó el 22% de las emisiones (3% en el último trimestre de 2009)³⁰. De esta manera, en el último trimestre de 2009 la moneda estadounidense concentró la mayor parte de las operaciones, si bien varios gobiernos decidieron buscar una ampliación en la base de inversores, financiándose en mercados a los que no recurren en forma habitual. Se verificaron, por ejemplo, emisiones en yenes a 10 años de plazo por parte de Colombia y México, que sumaron más de US\$2.200 millones en el mercado Samurai³¹.

La evolución del contexto global condicionará el ritmo de colocaciones soberanas de deuda en los mercados internacionales durante los próximos meses. Si bien a partir de la segunda mitad del año se ampliaría el retiro de los mecanismos de asistencia en los mercados financieros, las tasas de referencia de los países desarrollados continuarán siendo bajas y la liquidez en el mercado abundante, manteniéndose un diferencial de tasas que seguiría resultando favorable para las economías emergentes.

Así, para 2010 no se esperan reasignaciones de posiciones de cartera en el corto plazo en detrimento de la renta fija emergente y se prevé que el diferencial de tasas se

mantenga favorable para estos países y en niveles aún bajos. Esto permitiría a gran parte de los países en desarrollo continuar su política de manejo de pasivos encarrada durante la segunda mitad de 2009, realizando operaciones de prefinanciamiento, disminuyendo el costo implícito e incrementando la vida promedio del endeudamiento.

Por otro lado, la liquidez en los mercados secundarios de deuda no alcanzó una recuperación completa hasta los niveles previos a la crisis, lo que favorece la emisión de deuda soberana, permitiendo a los agentes adicionar riesgo emergente a sus carteras. Asimismo, la base de inversores en activos emergentes se amplió en los últimos meses con el ingreso de inversores institucionales de envergadura como fondos de pensión estadounidenses y compañías de seguro europeas. Además, la fortaleza macroeconómica que las economías emergentes mostraron a lo largo de la crisis, en cuanto a su participación en el producto y consumo mundial y la mayor solidez de sus balances fiscales con respecto a las economías desarrolladas, reposicionó a los activos emergentes como *asset class*. De hecho, recientemente los principales bancos de inversión comenzaron a recomendar a la renta fija soberana emergente por sobre activos de economías desarrolladas.

En síntesis, se prevé para 2010 que las colocaciones de deuda en los mercados internacionales continúen siendo una importante fuente de financiamiento para empresas y gobiernos de estos países. En el caso soberano, diversas fuentes privadas estiman que las financiaciones ascenderían a un monto de entre US\$55.000 millones a US\$65.000 millones. En particular, los gobiernos de Rusia, Turquía, Polonia y Venezuela serían los que mayor volumen de deuda colocarían en los mercados internacionales durante este año.

²⁹ Se consideran las emisiones en dólares a 10 años de plazo de un universo heterogéneo de calificaciones crediticias.

³⁰ Si bien típicamente, la mayor parte de las emisiones soberanas se realizan en moneda estadounidense, en 2008 (vinculado con las mayores necesidades de financiamiento) las economías de Europa emergente fueron más activas, por lo que el euro había concentrado el 40% de las emisiones del año.

³¹ Mercado de bonos emitidos por un país en Japón denominados en yenes. Dichas emisiones se suman a la realizada por Indonesia en julio de 2009 (por US\$373 millones) y a las emisiones concertadas en noviembre por Polonia (por un monto cercano a US\$500 millones). No obstante, en este último caso se trata de un mercado que ha sido utilizado en los últimos años.

VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

VII.1 Síntesis

En los últimos meses de 2009 se consolidó la recuperación del mercado monetario y crediticio que ya había comenzado en el trimestre previo, luego de superar los efectos de los diversos episodios de turbulencia que afectaron los mercados locales en los últimos dos años. La demanda de dinero continuó fortaleciéndose, con un destacado aumento de los depósitos en pesos del sector privado y, en especial, de las colocaciones a plazo.

Las metas monetarias fueron cumplidas nuevamente. El M2 creció 13,7% interanual en diciembre, cerca del punto medio del rango previsto en el Programa Monetario 2009 (PM 2009) para este mes. De manera similar, el M2 privado aumentó 15,9%, también dentro del rango establecido como meta para este agregado en 2009.

El agregado en pesos más amplio, M3, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos creció 6,7% en el trimestre. Durante octubre y noviembre los depósitos a plazo fijo mantuvieron el dinamismo de los meses previos, lo que se interrumpió en diciembre como consecuencia de la mayor demanda de liquidez estacional de las empresas, ligada, entre otros factores, al pago del medio salario anual complementario.

Los préstamos en pesos al sector privado continuaron mejorando, principalmente en los últimos meses, explicado por las financiamientos destinadas al consumo y las instrumentadas con documentos. En el cuarto trimestre de 2009 crecieron \$5.800 millones (5,1%; 22% anualizado), el mayor ritmo desde el segundo trimestre de 2008.

Las tasas de interés de corto plazo del mercado monetario local disminuyeron. El promedio de diciembre de la tasa de interés pagada por los bancos privados en el tramo mayorista y por depósitos de hasta 35 días (BADLAR) se ubicó en 9,8%, con un descenso de 2,3 puntos porcentuales (p.p.) respecto al promedio de septiembre. Entre los préstamos comerciales otorgados por bancos privados en Capital y Gran Buenos Aires (GBA), la tasa de interés promedio de adelantos en cuenta corriente con acuerdo previo del segmento más negociado, se ubicó en 10,7% en diciembre, con un descenso de 3,2 p.p. en el trimestre, reduciendo su margen respecto a la tasa BADLAR.

Gráfico VII.1

Tasas de Interés de Corto Plazo

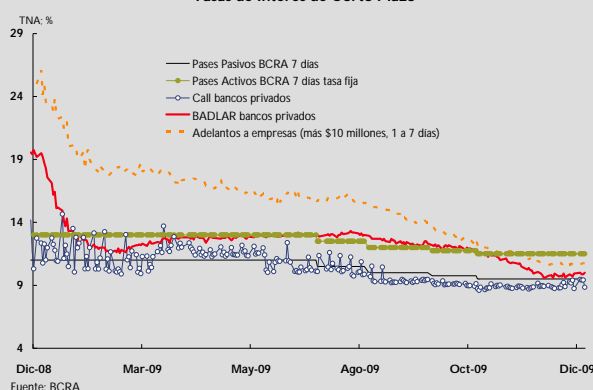
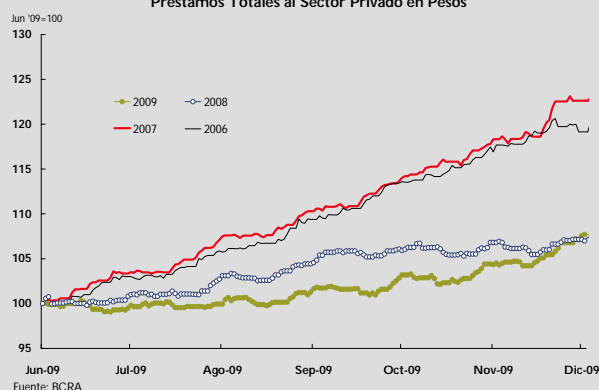
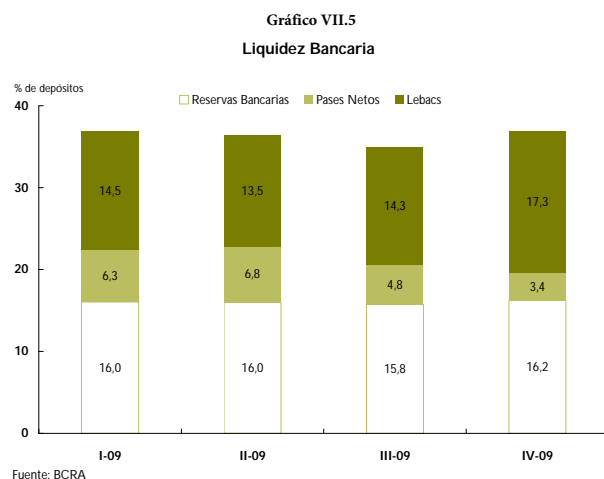
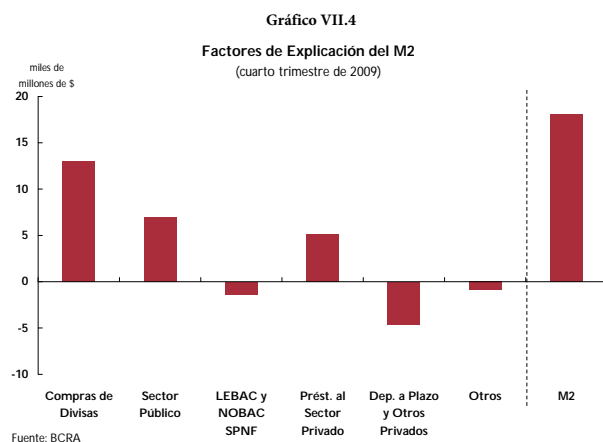
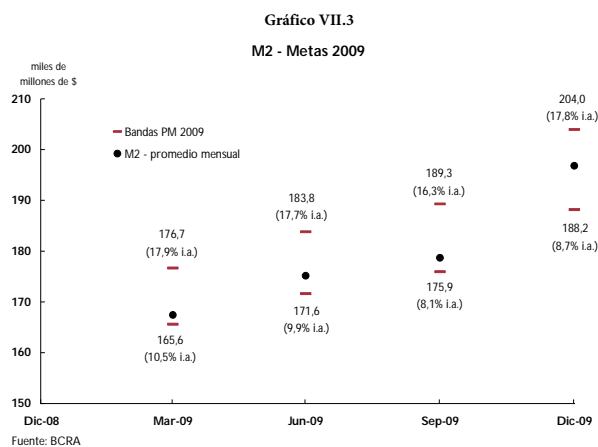


Gráfico VII.2

Préstamos Totales al Sector Privado en Pesos





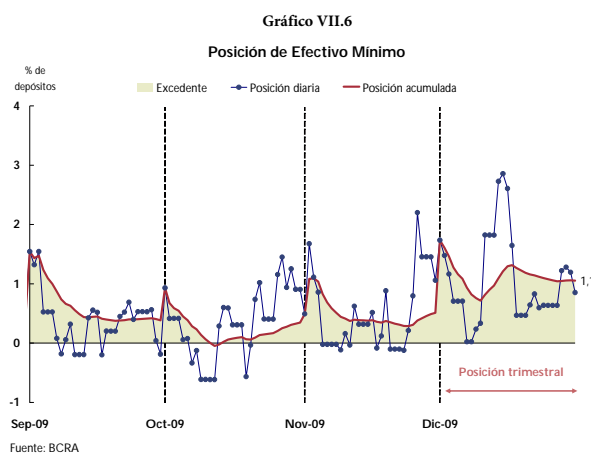
VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

Durante el cuarto trimestre de 2009 los agregados monetarios en pesos continuaron la recuperación que habían iniciado a mediados de año. La estabilidad monetaria, financiera y cambiaria permitió superar las turbulencias de los últimos 2 años, favoreciendo el alza de la demanda de dinero local.

En este contexto, los medios de pagos totales (M2) se ubicaron, en diciembre, nuevamente dentro del rango establecido en el Programa Monetario 2009 (PM 2009), alcanzando un promedio de \$196.870 millones (13,7% interanual -i.a.-; ver Gráfico VII.3). En el mismo sentido, los medios de pago privados (M2 privado) mostraron un saldo promedio de \$165.750 millones (15,9%), encontrándose también dentro del rango establecido como meta en el PM 2009 para este agregado (9,8% i.a. - 18,9% i.a.).

En el cuarto trimestre de 2009, los medios de pago totales crecieron 10,2%, mientras que los correspondientes al sector privado aumentaron 11,4%. El principal factor explicativo fueron las compras de moneda extranjera del Banco Central. En efecto, las medidas implementadas redujeron la volatilidad cambiaria, brindando mayor previsibilidad al sector privado no financiero, que pasó de ser demandante neto a ser oferente neto de divisas en 2009. Otro de los factores que contribuyeron significativamente al crecimiento del M2 fue la aceleración de los préstamos al sector privado. En el mismo sentido operó la reducción de depósitos a plazo por parte del sector público y en sentido inverso el crecimiento de las colocaciones a plazo fijo del sector privado (ver Gráfico VII.4).

En el contexto de fortalecimiento de la demanda de dinero local, con un persistente crecimiento de depósitos, la liquidez amplia de las entidades financieras se incrementó 2 puntos porcentuales (p.p.) en el último trimestre del año. Así, la suma del efectivo en bancos, la cuenta corriente de las entidades en el Banco Central, los pases netos con esta Institución y las tenencias de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC), en términos de los depósitos totales en pesos, promedió 36,9% en el cuarto trimestre (ver Gráfico VII.5). Adicionalmente, se advirtió un manejo menos conservador de la liquidez, ya que se sustituyeron pases por LEBAC y NOBAC. En efecto, se incrementaron las LEBAC y NOBAC en poder de los bancos en 3 p.p. de los depósitos, mientras que bajó en 1,4 p.p. de los depósitos la posición de pases netos con el Banco Central.

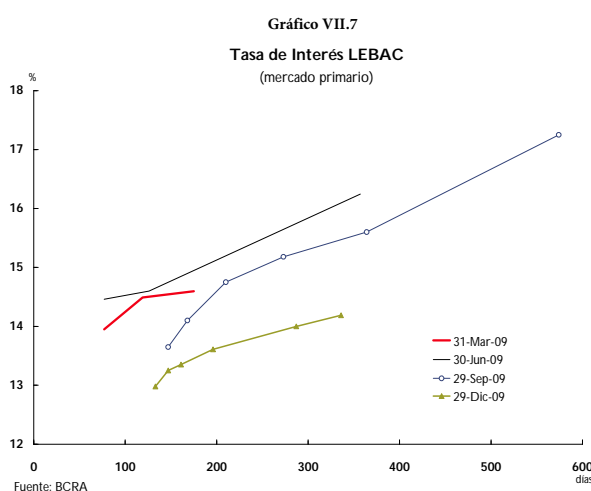


En línea con la situación de liquidez de las entidades, la posición de efectivo mínimo resultó excedentaria a lo largo del cuarto trimestre, tanto para el segmento en pesos como para el de moneda extranjera. En particular, para el primer caso, diciembre fue el primer mes del período trimestral (diciembre - febrero) de cómputo de los requisitos de encajes, y finalizó con un excedente en la integración de los encajes de 1,1% de los depósitos (ver Gráfico VII.6). En tanto, el excedente para el segmento en moneda extranjera durante el cuarto trimestre se mantuvo en alrededor del 50%.

En 2010 el Banco Central continuará desarrollando una política monetaria basada en el control de la expansión de los agregados monetarios, mediante la esterilización de la oferta de pesos que exceda a la demanda. El Programa Monetario 2010 (PM 2010) a partir de un escenario base ha fijado metas que implican un crecimiento promedio para el M2 y el M2 Privado en diciembre del 14,3% y del 14,0% interanual, respectivamente. Asimismo, establece bandas para su cumplimiento que implican una variación interanual para el M2 total entre 11,9% y 18,9% y para el M2 privado entre 12,1% y 19,1% para diciembre de 2010.

Tasas de Interés

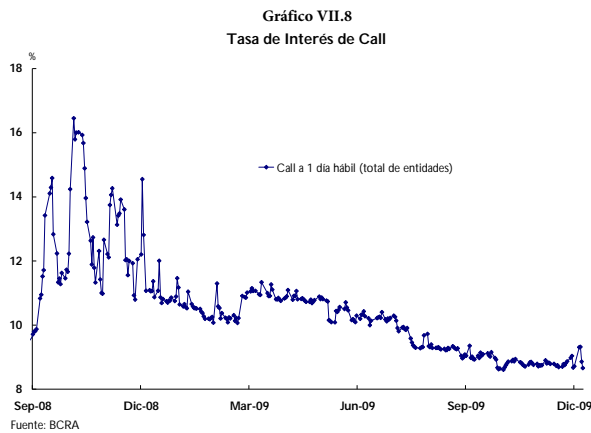
En octubre, el Banco Central dispuso una reducción de 0,25 p.p. en las tasas de interés para sus operaciones de pases, para luego mantenerlas estables a lo largo del resto del trimestre. De hecho, al finalizar el año las tasas de interés de los pases pasivos se ubicaron en 9,0% y 9,5%, para 1 y 7 días, respectivamente, mientras que las tasas de interés de pases activos de 1 y 7 días pasaron a ubicarse en 11,0% y 11,5%, respectivamente.



Por otra parte, en el mercado primario de las LEBAC se colocaron mayores montos y a un plazo promedio superior que en el tercer trimestre. Al igual que en los dos trimestres previos, descendieron las tasas de interés (ver Gráfico VII.7). En lo que respecta a las NOBAC, hubo pocas adjudicaciones, con márgenes sobre la tasa BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) de bancos privados similares a los vigentes al término del tercer trimestre.

La tasa de interés del mercado interbancario había cerrado el tercer trimestre en 9,3%. En octubre cayó 0,25 p.p., como consecuencia de la reducción de la tasa de pases del Banco Central, y luego se mantuvo estable. De esta forma, en diciembre, el costo de fondeo en el mercado interbancario se ubicó en 9,0%. En el segmento que concentra la mayor cantidad de operaciones, el de 1 día hábil, la tasa de interés también se redujo en 0,3 p.p.

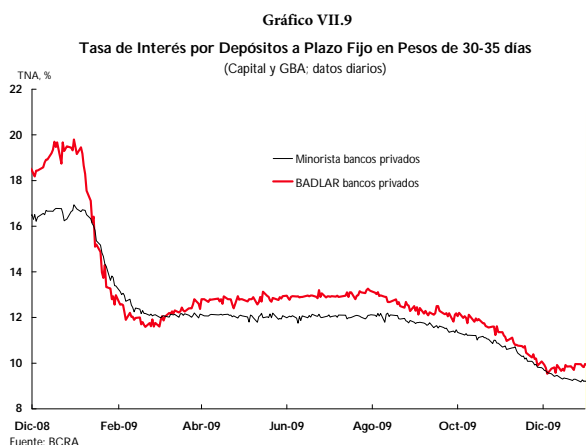
a lo largo del trimestre, promediando en diciembre 8,9% (ver Gráfico VII.8).



Las principales tasas de interés pasivas de corto plazo disminuyeron durante el trimestre en función de la reducción de las tasas de referencia del Banco Central. El promedio de diciembre de la tasa de interés pagada por los bancos privados en el tramo mayorista y por depósitos de hasta 35 días (BADLAR) se ubicó en 9,8%, con un descenso de 2,3 p.p. respecto al promedio de septiembre. Por su parte, la tasa pagada por los bancos privados para ese plazo a las colocaciones por montos inferiores a \$100.000, se redujo 2,4 p.p., ubicándose en 9,2% (ver Gráfico VII.9).

De manera similar, la mayoría de las tasas activas se redujeron durante el trimestre. En particular, en los segmentos más operados los descensos fueron superiores a los de las tasas de interés pasivas, reduciéndose los márgenes entre las tasas de interés cobradas por los préstamos y las pagadas por los depósitos.

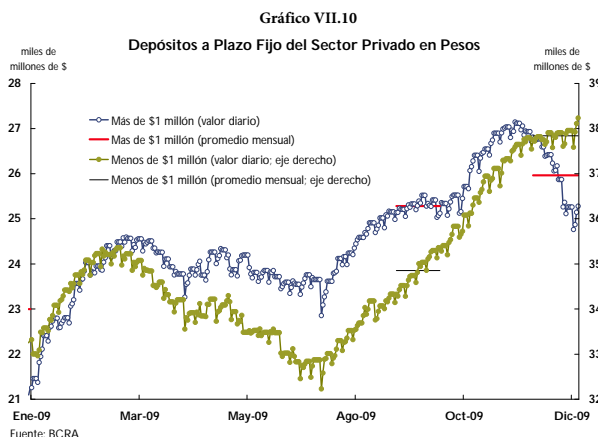
Entre los préstamos comerciales otorgados por bancos privados en Capital y GBA, la tasa de interés promedio de adelantos en cuenta corriente para el total de plazos se ubicó en 18,7%, con un descenso de 2,1 p.p. respecto del promedio de septiembre. Dentro de las operaciones con acuerdo previo, que representan el 88% del total de operaciones, la tasa de interés promedio del segmento más negociado, correspondiente a adelantos a empresas por hasta 7 días de plazo por montos superiores a \$10 millones, se ubicó en 10,7% con un descenso en el trimestre de 3,2 p.p.. De este modo, el margen (o *spread*) entre esta última tasa de interés respecto a la BADLAR de bancos privados también registró una disminución en el trimestre.



Por su parte, las tasas de interés de las tres modalidades de financiamiento a través de documentos (descontados, a sola firma y comprados) registraron una similar evolución. La tasa de interés promedio de los documentos descontados, la línea más operada (con un 50% del total de operaciones), se ubicó en 13,9%, 1,9 p.p. por debajo del promedio de septiembre. En tanto, el promedio de la tasa de documentos a sola firma se ubicó en 15,6% con un descenso de 2,5 p.p..

Las tasas de interés de los préstamos personales, otorgados en Capital y GBA por bancos privados, cayeron 2,1 p.p. respecto al último mes del trimestre anterior, alcanzando un valor promedio de 33%.

Por último, y siempre considerando las operaciones pactadas por bancos privados en Capital y GBA, las tasas de

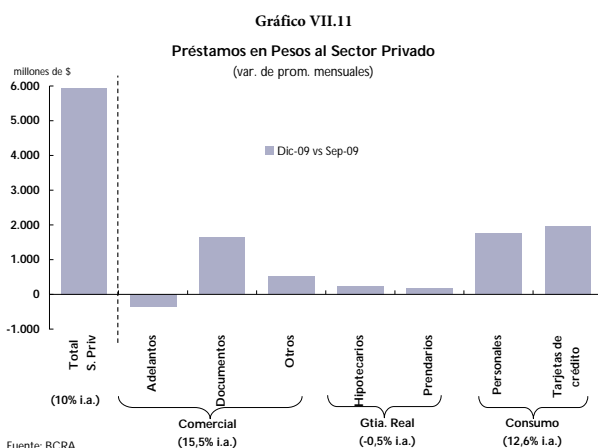


interés de préstamos hipotecarios a familias se mantuvieron en un nivel cercano a 15%. Cabe mencionar que esta tasa de interés está referida solamente a las operaciones concertadas a tasa de interés fija o repactable y que no comprende las convenidas a tasa variable. Por otra parte, la tasa de interés correspondiente a las financiaciones con garantía prendaria se ubicó en 19,5%, 2,6 p.p. por debajo del promedio de septiembre.

VII.3 Agregados Monetarios Amplios y Crédito

El agregado en pesos más amplio, M3, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos creció 6,7% en el trimestre.

En el período, los depósitos a plazo fijo del sector privado aumentaron 6%. Durante octubre y noviembre mantuvieron la tendencia positiva de los meses previos, la que se interrumpió en diciembre por la mayor demanda de liquidez estacional de las empresas, ligada entre otros factores al pago del medio salario anual complementario. En efecto, si bien las colocaciones minoristas (hasta \$1 millón) vieron incrementado su saldo a lo largo de todo el período, las mayoristas (superiores a \$1 millón) interrumpieron su crecimiento en el último mes del año (ver Gráfico VII.10). Debe mencionarse que, gracias a la sostenida recuperación que mostraron las colocaciones a plazo del sector privado a partir de la segunda mitad de julio, en el año acumularon un crecimiento de \$9.600³² millones (17,7%).



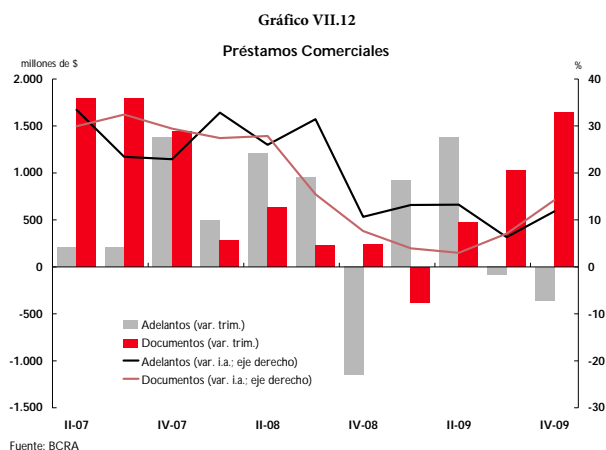
En el segmento en moneda extranjera, los depósitos disminuyeron en el período (US\$400 millones), registrándose reducciones tanto en las colocaciones públicas como en las privadas. De esta forma, el agregado M3*, que incluye el total de depósitos en pesos y dólares y el circulante en poder del público, acumuló en el trimestre un aumento de 3,7%.

Crédito al Sector Privado³³

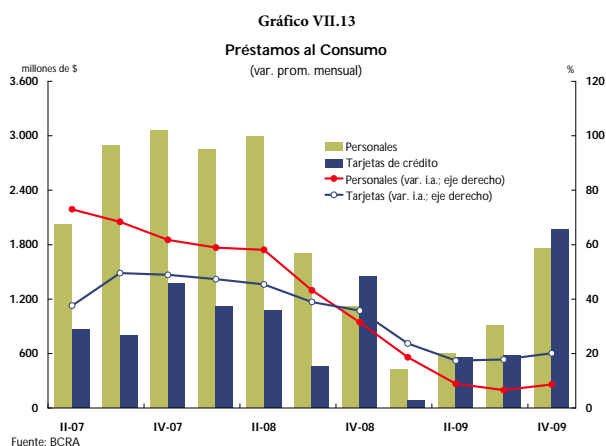
Los préstamos en pesos al sector privado mostraron un mayor dinamismo. En el cuarto trimestre de 2009 aumentaron \$5.800 millones (5,1%), el mayor incremento desde el segundo trimestre de 2008, acumulando una expansión del 10% en el año (ver Gráfico VII.11).

³² Ajustado por el efecto de la reforma previsional de diciembre de 2008.

³³ Al igual que en los trimestres pasados, en los últimos meses se han producido movimientos contables, ocasionados por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros. En el momento de la conformación de un fideicomiso financiero con cartera de préstamos de un banco, esa parte de la cartera se quita del rubro "Préstamos" en el balance y se transfiere al fideicomiso. Análogamente, cuando se transfieren préstamos desde un fideicomiso a la cartera de préstamos de un banco los créditos trasladados se registran en el rubro "Préstamos" del balance. Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por este tipo de operatoria que, si bien altera los saldos contables, no afectan al stock de financiaciones otorgadas.

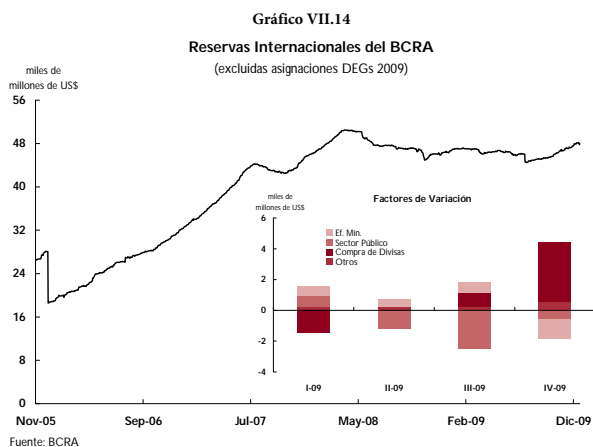


Las líneas vinculadas con la actividad comercial presentaron en el trimestre un avance de \$1.670 millones (3,7%), con un crecimiento interanual de 15,5% (ver Gráfico VII.12). Los adelantos en cuenta corriente disminuyeron \$360 millones (2%), principalmente por lo ocurrido en la primera parte del trimestre, ya que la mayor demanda de liquidez estacional de las empresas en diciembre hizo crecer el financiamiento a través de adelantos en el último mes del año. En tanto, las financiaciones instrumentadas con documentos crecieron \$1.510 millones (7,3%), continuando con el dinamismo de los meses previos y acelerándose durante las últimas semanas. Finalmente, las restantes financiaciones comerciales aumentaron \$520 millones (8,6%), registrando fuertes subas sobre finales de diciembre.



Por su parte, los créditos destinados fundamentalmente al consumo se incrementaron \$3.720 millones (8,4%), acumulando en 2009 un crecimiento de 12,6%. Las financiaciones con tarjetas de crédito avanzaron \$1.970 millones (12,6%), mientras que los préstamos personales ascendieron \$1.750 millones (6,1%), continuando con el dinamismo de meses previos (ver Gráfico VII.13).

Los préstamos con garantía real aumentaron en el período \$410 millones (1,7%), pero finalizaron 2009 con una reducción de 0,5% respecto a diciembre de 2008. Los préstamos hipotecarios crecieron \$240 millones (1,4%), con un fuerte impulso de los créditos a la vivienda. En tanto, luego de varios períodos de caídas, los créditos prendarios aumentaron \$170 millones (2,5%), acompañando el mayor dinamismo que muestran las ventas de automotores.



Por su parte, los préstamos en moneda extranjera al sector privado retrocedieron levemente en el último trimestre, US\$70 millones, principalmente por la caída en el stock de financiaciones con documentos. No obstante, luego de suavizar su ritmo de caída durante la primera mitad del trimestre, estas financiaciones aumentaron moderadamente.

VII.4 Mercado de Cambios

El *stock* de Reservas Internacionales finalizó el año en US\$47.967 millones, lo cual implica un aumento de US\$2.619 millones respecto de septiembre. Superados los episodios de turbulencia en los mercados financieros, el sector privado continuó siendo oferente neto de divisas. De esta forma, tanto en el último trimestre como en el total anual, el ingreso neto de divisas a través de la intervención del Banco Central en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) fue el principal factor que

permitió aumentar las Reservas Internacionales (ver Gráfico VII.14).

En el mercado de cambios, el peso se apreció respecto al dólar estadounidense luego de cinco trimestres consecutivos de depreciación. Tanto la cotización del dólar estadounidense como la del euro se redujeron 0,9% entre septiembre y diciembre. En tanto, la cotización del real brasileño se incrementó 2,9%. Los precios promedio de diciembre fueron \$3,81/US\$, \$2,2/Real y \$5,5/Euro (ver Gráfico VII.15).

Por último, en 2009 la moneda nacional se depreció en términos reales, principalmente por la apreciación nominal de los principales socios comerciales y por la variación del tipo de cambio nominal en nuestro país.

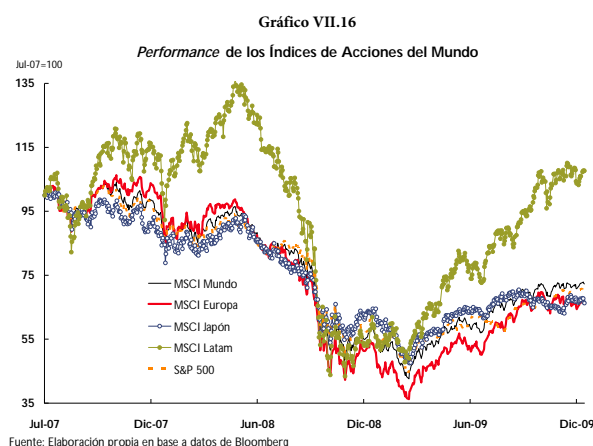
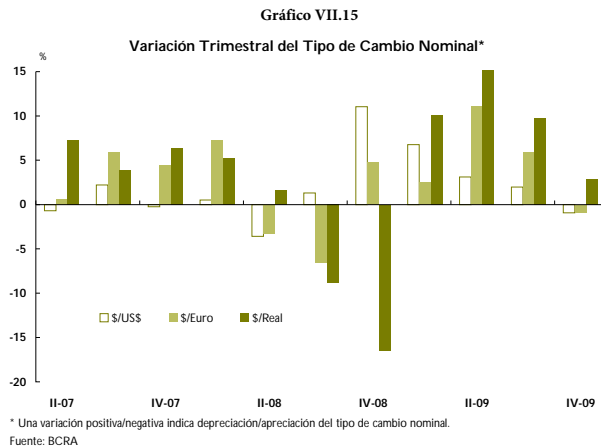
VII.5 Otros Activos

Durante el cuatro trimestre de 2009 los principales mercados accionarios del mundo tuvieron un buen desempeño. En concreto, los índices accionarios medidos a través del índice *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) global se incrementaron 3,7% entre el 30 de septiembre y el término de 2009. A nivel regional el MSCI de Latinoamérica tuvo el mejor resultado, al crecer 11,6%, mientras que el de las bolsas europeas se incrementó 0,4%. En cambio, el índice de Japón se redujo 2,8%. Por su parte, el *Standard and Poor's* (S&P) 500 norteamericano se incrementó 9,4% en el cuatro trimestre (ver Gráfico VII.16).

El índice del Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL) finalizó el período en 2.321 puntos, con un incremento trimestral de 11,8%, medido en pesos. Por consiguiente, el MERVAL terminó el año con una ganancia de 115% respecto a fines de 2008, el mejor resultado anual desde 2003, tras la recuperación de la crisis 2001/2002.

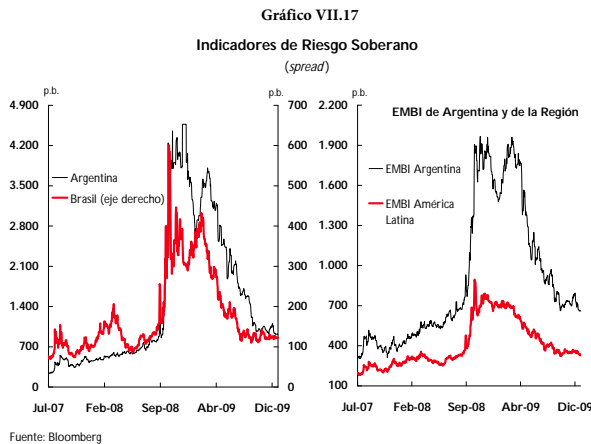
Medido en dólares, el MERVAL aumentó de 13% en el período. Entre el resto de los principales mercados de Latinoamérica se destacó la ganancia del IPC de México, que alcanzó a 14,6%. Le siguieron, el IPGA de Chile, con una suba de 13,4%, el BOVESPA de Brasil, con un aumento de 13,1% y, con pérdidas, el IGBVL de Perú, con una variación de -7,6%.

La volatilidad histórica del MERVAL en términos anualizados y medida en dólares fue de 23,2% a fines del cuatro trimestre, casi sin cambios respecto del trimestre previo. Por otra parte, la volatilidad esperada para el S&P 500 (medida por el VIX – *CBOE Volatility Index*)



promedió 23% en el cuarto trimestre, 2,4 p.p. menos que durante el tercer trimestre.

Los indicadores de riesgo soberano también reflejaron las buenas condiciones que prevalecieron en los mercados, especialmente los de Argentina. El *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI+), que mide los *spreads* de los países emergentes en conjunto, cerró el año en 274 puntos básicos (p.b.). En tanto, el *spread* de la deuda en moneda extranjera de Latinoamérica finalizó el cuarto trimestre en 328 p.b., el de Brasil en 192 p.b. y el de Argentina en 660 p.b., lo que implicó reducciones de 26 p.b., 42 p.b. y 124 p.b. a lo largo del trimestre, respectivamente. Al considerar los contratos de *Credit Default Swaps* (CDS), el *spread* de los contratos de Argentina a 5 años (el segmento más negociado) disminuyó 182 p.b., mientras que el *spread* de los CDS de Brasil a igual plazo también se redujo (ver Gráfico VII.17).



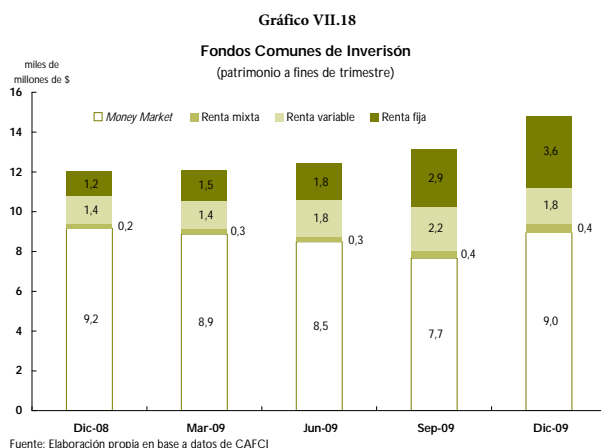
El patrimonio los Fondos Comunes de Inversión (FCI) fue favorecido por la evolución favorable de los activos financieros. En particular, los FCI en pesos finalizaron 2009 con un patrimonio de \$14.826 millones, un aumento de 13% con respecto al tercer trimestre y de 49% respecto del mínimo de octubre de 2008 (ver Gráfico VII.18).

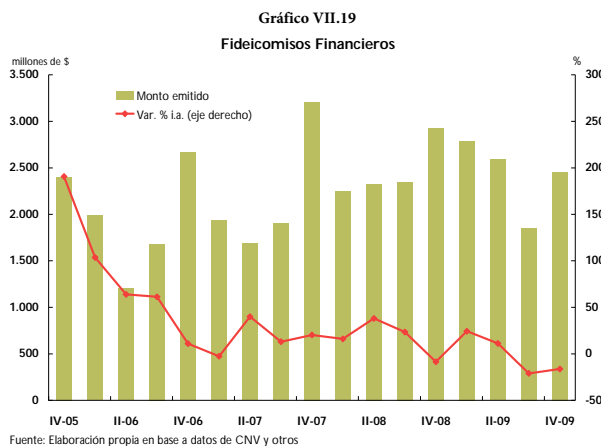
Al igual que el trimestre previo, el mayor aumento trimestral lo registró el segmento de renta fija (25%), gracias a los mejores precios y cantidades de cuotas, por lo que cerraron el año con un patrimonio de \$3.603 millones, tres veces el patrimonio de comienzos de año. Por otro lado, los fondos de *money market* aumentaron 17% en el trimestre, finalizando el año con un patrimonio de \$8.957 millones. Los fondos de renta mixta crecieron 16%, concluyendo el año con un patrimonio de \$424 millones (+86% en el año). Por último, los fondos de renta variable, pese a que la rentabilidad trimestral fue de 7,8%, su patrimonio se redujo 17% y finalizaron el año en \$1.843 millones.

Los FCI en moneda extranjera aumentaron 8,3% en el cuarto trimestre, cerrando el año con un patrimonio de \$2.086 millones.

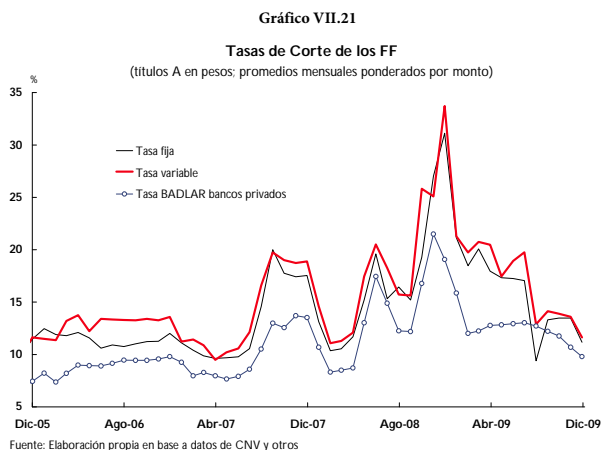
En lo que hace a Fideicomisos Financieros (FF), en el último trimestre del año las emisiones totalizaron alrededor de \$2.500 millones, subiendo 32% (\$600 millones) respecto al trimestre anterior. En tanto, disminuyeron 16% en la comparación interanual (ver Gráfico VII.19).

Los principales activos subyacentes continuaron siendo los vinculados al consumo (préstamos personales y cupones de tarjetas de crédito) representando el 60% del





Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNV y otros



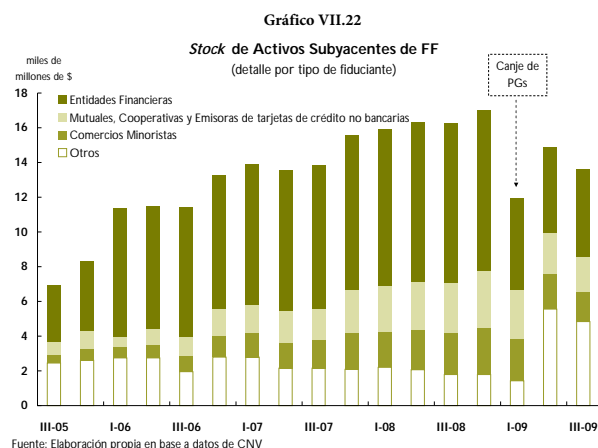
total. Por su parte, los flujos futuros de fondos tuvieron una importante participación (19% del total) dada la presencia en noviembre y diciembre de dos emisiones destinadas a financiar obras de infraestructura. También se securitizaron créditos comerciales (12% del total) correspondientes mayoritariamente a financiaciones en dólares al sector agropecuario. Por su parte, los préstamos hipotecarios (9% del total) volvieron a tener presencia al colocarse en diciembre la tercera serie del año de las Cédulas Hipotecarias Argentinas. El resto correspondió a créditos prendarios y contratos de leasing.

Respecto a los fiduciarios, tanto los comercios minoristas como las entidades financieras tuvieron una similar participación, cercana al 30% del total, al igual que los fiduciarios de los fideicomisos destinados a financiar infraestructura (ver Gráfico VII.20). En tanto, las mutuales, cooperativas y emisoras no bancarias de tarjetas de crédito fueron fiduciarios del 17% del total. En todos los casos aumentaron los montos securitizados, a excepción de las entidades financieras, que disminuyeron 22% respecto al tercer trimestre del año.

Las tasas de interés de corte de los títulos senior continuaron disminuyendo. En efecto, la tasa (promedio ponderado por monto) de los títulos concertados a tasa variable se ubicó en diciembre en 11,6% y la de los títulos a tasa fija en 11,2%, disminuyendo 2,5 p.p. y 2,1 p.p., respectivamente (ver Gráfico VII.21). Por su parte, la *duration* (promedio ponderado por monto) de los títulos senior se ubicó en 14,7 meses, poco menos de la mitad que el trimestre pasado.

De acuerdo a la última información de balance correspondiente a septiembre de 2009, el *stock* de activos de los FF fue de alrededor de \$13.600 millones, 9% menos que en junio, en línea con la disminución en las emisiones (ver Gráfico VII.22). En relación al mismo trimestre del año pasado, la caída tuvo que ver con el canje de préstamos garantizados (PGs) de principio de año, que provocó la cancelación anticipada de gran parte de los títulos de deuda fiduciaria respaldados por este tipo de activo subyacente. En efecto, si se excluyen los FF con PGs como subyacentes se observa un aumento de 13%.

Los principales fiduciarios del *stock* en circulación fueron, una vez más, las entidades financieras, participando del 37% del total, y los fiduciarios pertenecientes al sector energético y al sector público (vinculados a FF de infraestructura) con el 26% del total. En cuanto a los activos subyacentes, los más relevantes continuaron siendo los vinculados al consumo (38% del total), seguidos por los flujos futuros de fondos (30%). Respecto a los tenedores de títulos de deuda fiduciaria, se estima que la



ANSES (Administración Nacional de la Seguridad Social) habría incrementado su participación en el total, siendo titular de alrededor del 45% de las especies. Por su parte, las entidades financieras contaron con el 44% de las tenencias, mientras que los FCI fueron tenedores del 9% del total.

VIII. Inflación

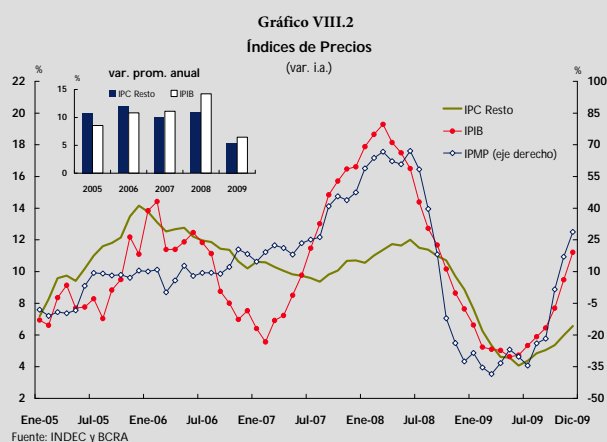
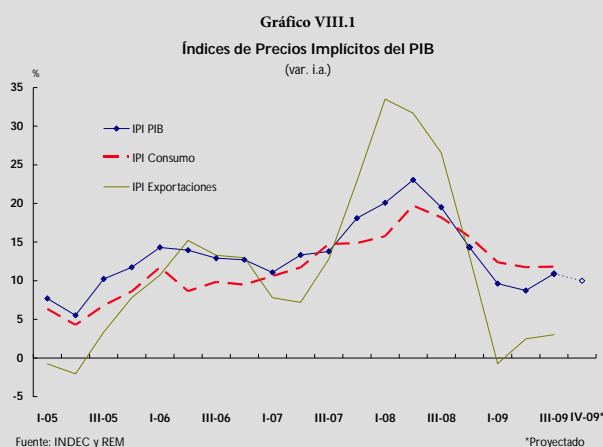
VIII.1 Síntesis

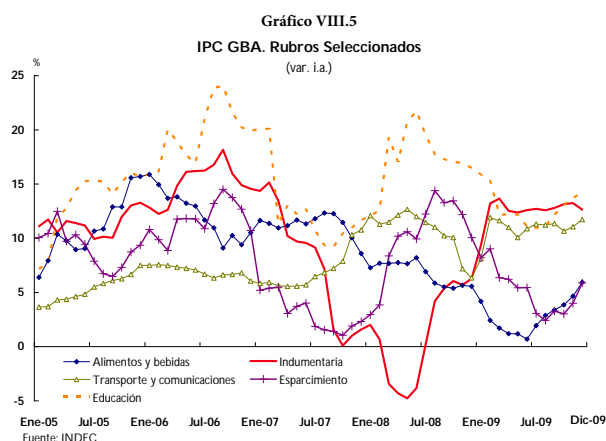
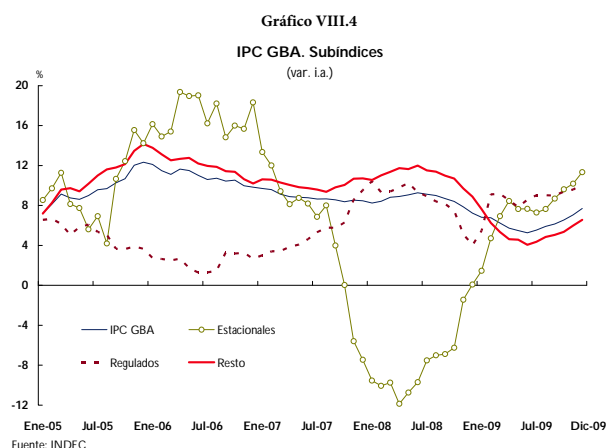
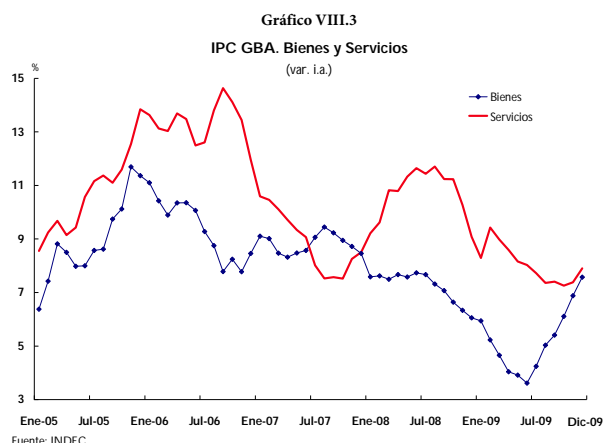
Los diferentes indicadores de precios señalan que el año 2009 terminó con una inflación menor a la de 2008, acompañando la evolución de la actividad económica y la caída de las cotizaciones de las materias primas verificada durante el primer semestre del año pasado. La desaceleración a nivel minorista se desprende mayormente del comportamiento de los precios de los bienes, en especial de los Alimentos y bebidas, que aminoraron su tasa de aumento desde mediados de 2008.

Los precios mayoristas también mostraron un menor aumento en 2009, explicado principalmente por la desaceleración de los precios de los Productos manufacturados, a lo que se agregaron reducidas presiones por el lado de los Productos primarios. De todos modos, a partir del segundo semestre del año estos precios elevaron su trayectoria interanual, reflejando en mayor parte una recuperación de los Productos primarios, a la vez que las Manufacturas comenzaron a recobrar su ritmo de aumento, aunque de modo más acotado. Paralelamente, el Índice de Costos de la Construcción (ICC) muestra tasas de incremento interanual inferiores a las de 2008, manteniendo una trayectoria relativamente estable y acusando el impacto de la menor actividad sectorial durante el año.

El crecimiento de un indicador de precios más amplio, como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, también exhibió en 2009 un comportamiento más acotado, desacelerándose hasta el segundo trimestre y recuperándose parcialmente a partir del tercero.

En adelante, en un marco de relativamente baja capacidad ociosa y de recuperación de la actividad económica, se incrementarían los riesgos de que el crecimiento de la demanda no sea acompañado por un incremento equivalente en el comportamiento de la oferta. En un escenario de estas características, para posibilitar una dinámica acotada de los precios y estabilizar las expectativas, el accionar necesariamente deberá continuar siendo gradualista y abarcar al conjunto de los instrumentos macroeconómicos disponibles.





VIII.2 Precios Minoristas

Durante 2009 la debilidad de la demanda, tanto interna como externa, y la baja de los precios internacionales respecto del pico de 2008 moderaron las presiones inflacionarias, determinando que el año termine con una inflación promedio menor a la de 2008, de acuerdo a un amplio conjunto de indicadores (ver Gráfico VIII.2).

En el caso del Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA), los precios de los bienes explicaron -por su incidencia- en gran parte la menor alza del nivel general en 2009, mientras que los servicios tuvieron una desaceleración más acotada (ver Gráfico VIII.3).

A nivel de subíndices³⁴, el IPC Resto, compuesto por bienes y servicios que no están afectados por cuestiones estacionales o regulaciones gubernamentales, fue el que lideró la desaceleración de los precios minoristas en 2009 (ver Gráfico VIII.4).

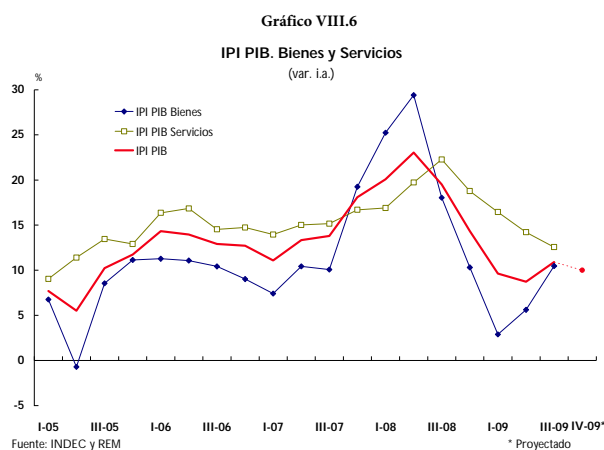
En tanto, los precios Regulados (o con alto componente impositivo) mantuvieron un ritmo de subas más elevado que un año atrás, destacándose en el último trimestre de 2009 las alzas en los combustibles para el automóvil³⁵ y en los cigarrillos. Asimismo, los ajustes en las tarifas de gas y electricidad residencial determinados a fin de 2008 volvieron a entrar en vigor en el último trimestre del año pasado, tras haber sido parcial o totalmente suspendidos en los meses de junio a septiembre.

Por otro lado, el subíndice que agrupa a los ítems Estacionales (o con marcada volatilidad en sus precios) también mostró una variación interanual por encima del nivel general, en respuesta a la evolución de los rubros Indumentaria, Turismo y alimentos frescos, en especial en los últimos meses (ver Gráfico VIII.5).

A nivel de rubros, los Alimentos y bebidas (que son los que cuentan con mayor participación en la canasta del IPC GBA) fueron los principales responsables de la moderación del IPC GBA en 2009, aunque interrumpieron la sostenida reducción en sus tasas de crecimiento a partir del tercer trimestre del año, impulsados en mayor medida por incrementos en los precios de los productos lácteos y huevos, las frutas y las verduras. La dinámica reciente de los precios de los alimentos refleja en parte las presiones de la incipiente recuperación de las cotizaciones internacionales de las materias primas agropecuarias y de la demanda interna.

³⁴ En el presente capítulo, para la apertura del IPC GBA por subíndices (IPC Resto, Estacionales y Regulados) se procedió a empalmar las series históricas (base 1999 = 100) con las variaciones mensuales publicadas a partir de abril de 2008, cuando la nueva base pasó a ser abr-08 = 100.

³⁵ Según datos de la Secretaría de Energía, los precios en surtidor de los combustibles para transporte (GNC, gasoil y nafta) en 2009 presentaron un ritmo de incremento por sobre el 20% en promedio, similar al aumento acumulado en 2008, tras crecer menos de 10% en 2007.



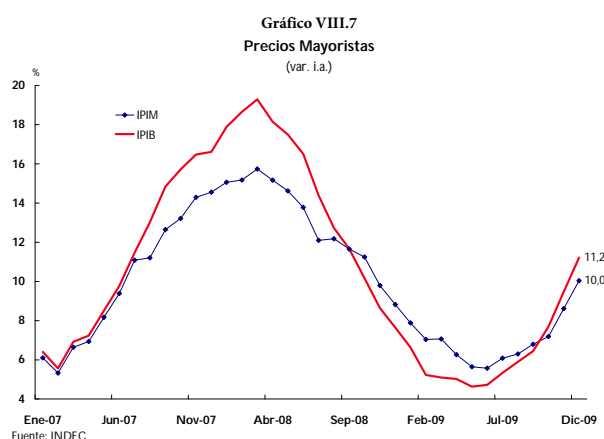
Un indicador de precios más amplio, como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, también exhibió en 2009 un comportamiento más acotado, con un aumento promedio en el año de 9,8%, según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). En el desagregado, tanto el IPI del Consumo Privado como el IPI de Exportaciones se desaceleraron durante 2009, registrando los precios implícitos de las ventas externas una mayor tasa de aumento en el tercer trimestre, en un marco de recuperación de los precios de las materias primas de exportación en los mercados globales (ver Sección II y Gráfico VIII.1).

Desagregando el IPI del PIB entre bienes y servicios, se verifica una morigeración en el ritmo de subas de los Servicios, mientras que los Bienes también se mostraron en 2009 menos dinámicos que en 2008 aunque elevaron su crecimiento interanual tras alcanzar un piso en el primer trimestre (ver Gráfico VIII.6).

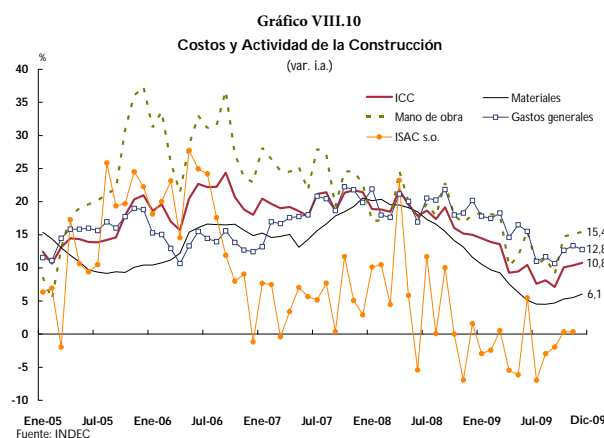
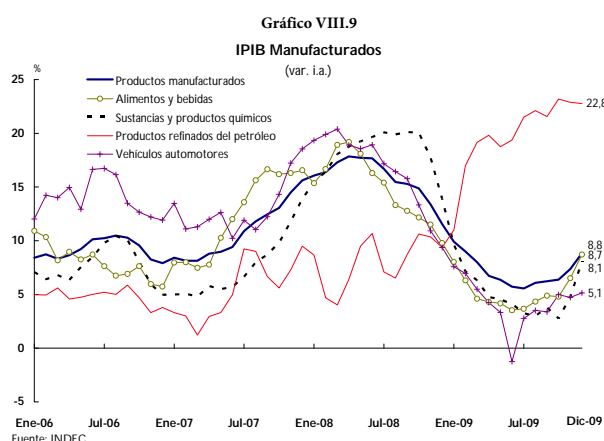
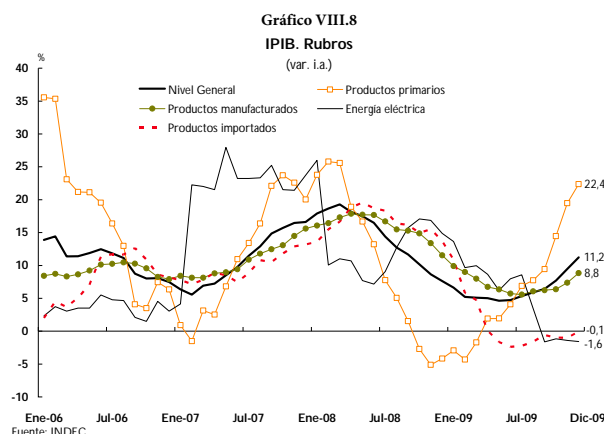
En adelante, en un marco de relativamente baja capacidad ociosa y de recuperación de la actividad económica, aumentarían los riesgos de que el crecimiento de la demanda no sea acompañado por un alza equivalente en la oferta. Para moderar la evolución de los precios y estabilizar las expectativas, será importante continuar con el accionar conjunto y coordinado de las políticas fiscal, salarial y de competencia, junto con la política monetaria del Banco Central.

VIII.3 Precios Mayoristas

Al igual que en el caso de los precios minoristas, los mayoristas registraron en 2009 variaciones inferiores a las de 2008, reflejo de la baja de los precios internacionales respecto del año previo y de la menor actividad que afectó a la economía desde fines de 2008 y se extendió hasta el primer semestre del año pasado (ver Gráficos VIII.7 y VIII.8).



Los Productos primarios mostraron una menor tasa de crecimiento promedio en 2009, dadas las importantes bajas en las cotizaciones agrícolas que tuvieron lugar a fines de 2008 y principios de 2009. De todos modos, comenzaron a incrementar su ritmo de suba en términos interanuales hacia mediados de año, reflejando, entre otros factores, una recuperación parcial de las cotizaciones agrícolas (ver Sección II). Por otro lado, aumentaron los precios de las verduras y hortalizas, según se refleja en los productos comercializados en el Mercado Central, debido a una menor oferta por la presencia de algunos problemas climáticos. Adicionalmente, las cotizaciones del sector ganadero se redujeron fuertemente durante la mayor parte del año, principalmente por menores pre-



cios del ganado en pie, que acompañan un alza en las cabezas comercializadas.

En tanto, los precios del petróleo y gas pagados por las empresas en el mercado interno subieron desde comienzos del año pasado, en línea con los mercados internacionales. El precio del barril de petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) llegó a un promedio de US\$76 en el último trimestre de 2009 tras haber tocado un piso de US\$39 en febrero (ver Sección II).

Por su parte, los precios de las Manufacturas son los que explican en mayor medida la desaceleración de los precios mayoristas en 2009, principalmente por el menor dinamismo de la demanda agregada. En particular, los Alimentos y bebidas y los productos industriales fueron los sectores más afectados por la desaceleración de la actividad durante 2009 (ver Gráfico VIII.9).

Finalmente, los precios de los Productos importados a nivel mayorista, si bien muestran tasas interanuales cercanas a cero, podrían recuperar dinamismo si se consolida el repunte en la actividad económica mundial en los próximos meses.

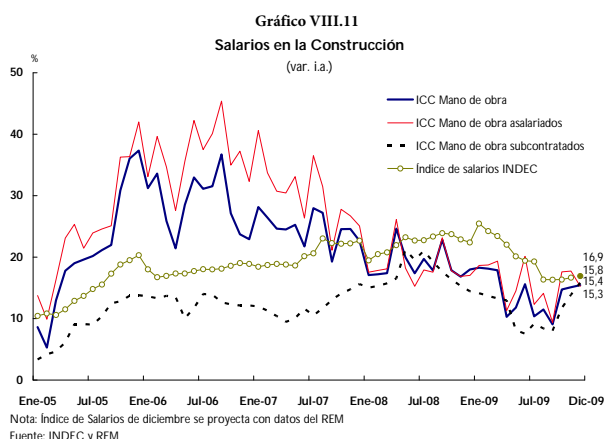
En adelante, los precios mayoristas podrían incrementar su tasa de crecimiento respondiendo a mayores presiones por el lado de los *commodities* y a una recuperación de la demanda local e internacional de manufacturas.

VIII.4 Costos de la Construcción

El Índice de Costos de la Construcción (ICC) mostró en 2009 tasas de suba interanual inferiores a las de 2008, manteniendo una trayectoria relativamente estable y acusando la debilidad de la actividad sectorial durante el año (ver Gráfico VIII.10 y Sección III).

Los precios de los Materiales se desaceleraron fuertemente desde mediados de 2008 hasta el segundo trimestre del año pasado, para luego mostrar tasas interanuales inferiores a las de los salarios y gastos generales. A partir de mediados de 2009 dejaron de profundizar la tendencia descendente debido a la recuperación de algunos ítems con alto contenido de *commodities*, como los productos de cobre.

Por su parte, los costos de la Mano de obra son el componente con mayores alzas, junto con los Gastos generales. De todas formas, en el sector Asalariado la suba en la escala salarial fue inferior a la pactada en 2008, mientras que los Subcontratos de Mano de obra, que cuentan con mayor flexibilidad, continuaron desacelerándose marcadamente hasta septiembre, acompañando el menor di-



namismo del sector. La variación del componente de Mano de obra del ICC resulta inferior a la del índice de salarios del INDEC, que capta la evolución de las remuneraciones de toda la economía (ver Gráfico VIII.11).

En tanto, los Gastos generales, que reflejan los precios de distintos servicios de la actividad de construcción, mostraron una menor variación que en 2008 aunque presentaron una ligera aceleración hacia fines del año, debido a incrementos en los precios de algunos servicios.

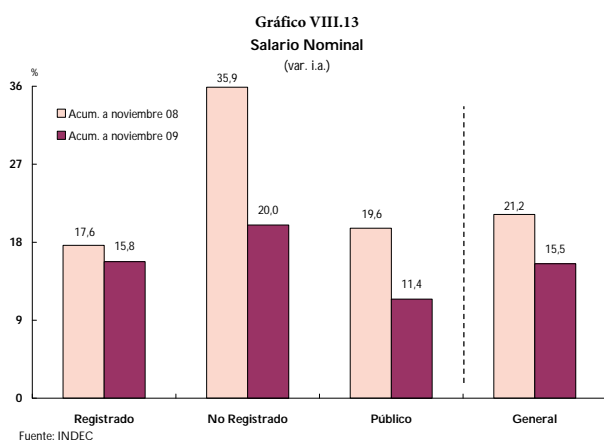
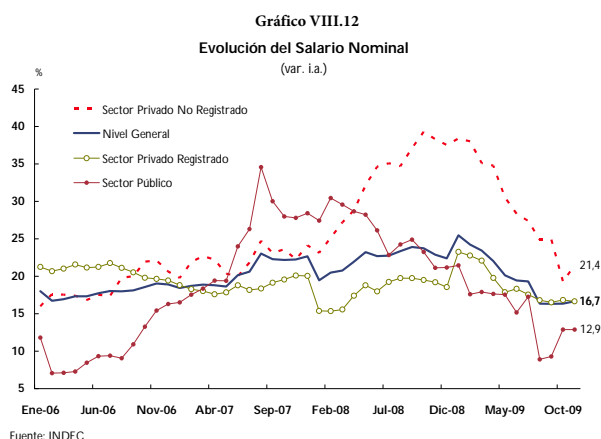
En los próximos meses el ICC seguirá con subas acotadas, en línea con la evolución prevista para el sector.

VIII.5 Salarios

Los salarios nominales continúan incrementándose, aunque a un ritmo inferior que en años previos, por el efecto del menor nivel de actividad económica sobre el mercado laboral, particularmente en la primera mitad de 2009 (ver Gráfico VIII.12).

Las remuneraciones del sector formal moderaron su aumento, reflejo de menores subas pactadas en los acuerdos salariales de 2009, tanto públicos como privados. Por su parte, el sector privado no registrado se desaceleró más, luego que su incremento prácticamente duplicara la suba del sector registrado a lo largo de 2008 (ver Gráfico VIII.13).

No obstante, con un mercado laboral que comienza a mostrar un crecimiento del empleo registrado y con una economía que consolidaría su expansión en 2010, las remuneraciones finalizarían el corriente año con un alza superior a la proyectada anteriormente, en línea con lo que captura el REM (ver Sección IX).



IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

IX.1 Síntesis

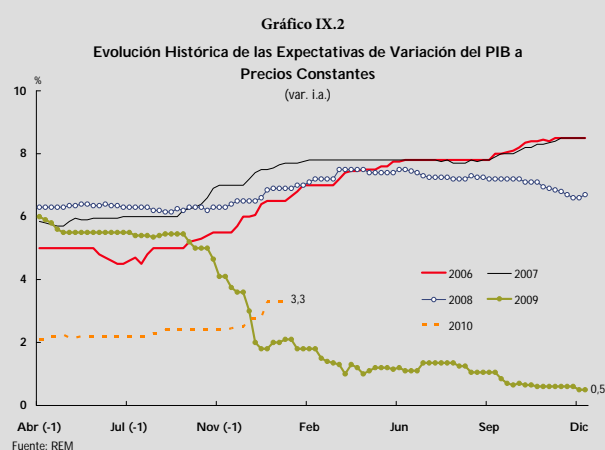
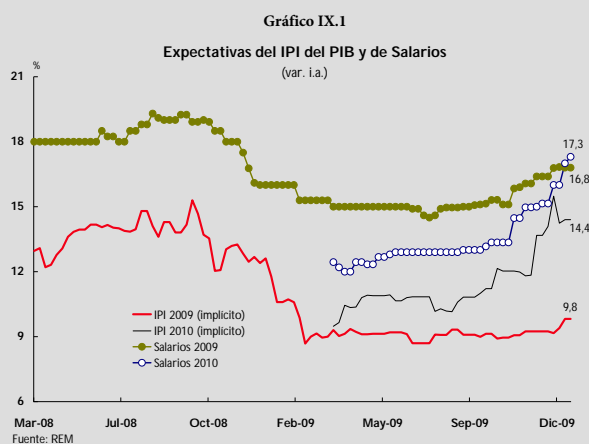
Durante el cuarto trimestre de 2009, las expectativas de variación del PIB a precios constantes para 2010 fueron corregidas al alza, proyectándose un crecimiento del Producto de 3,3%, a partir de un aumento de la contribución de todos los componentes del gasto agregado. Por el contrario, para 2009 volvieron a contraerse, a 0,5%, debido a caídas en el aporte del Consumo y la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), parcialmente compensadas por una mayor contribución de las Exportaciones Netas (XN).

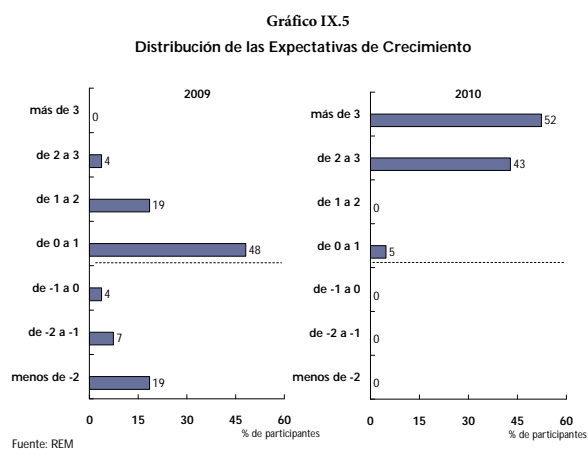
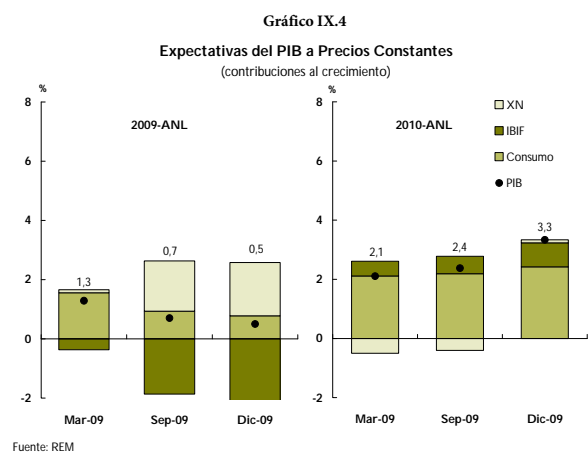
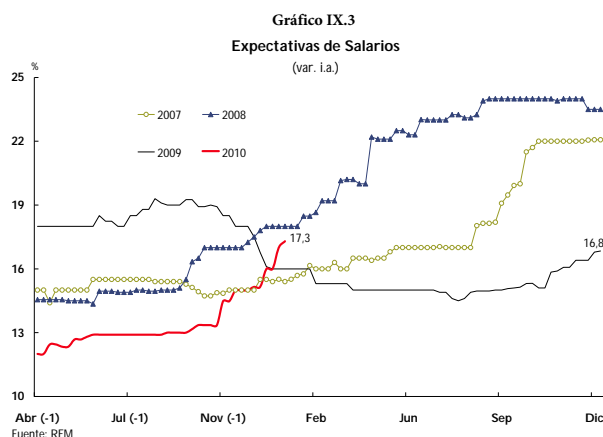
Los pronósticos de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB para el corriente año son mayores a los proyectados para 2009. Por su parte, las perspectivas de variación del Índice de Salarios para 2010 fueron corregidas al alza en las últimas semanas, conjuntamente con una previsión de caída del Desempleo en el corriente año.

En términos generales, se observó una disminución en las previsiones de tasas de interés para 2010. Por otro lado, y al igual que tres meses atrás, fueron ajustadas al alza las perspectivas de depósitos para el corriente año, y esta vez fueron acompañadas por las correspondientes a los préstamos, luego de continuos ajustes a la baja. La mediana de las estimaciones del agregado monetario M2 se incrementó a \$220.000 millones, implicando una variación interanual (i.a.) de 11,8%, ubicándose de esta manera levemente por debajo del rango previsto en el Programa Monetario (PM) 2010 (11,9% - 18,9%). En tanto, las expectativas de Tipo de Cambio Nominal disminuyeron significativamente, ubicando el valor esperado para el promedio de la variable en diciembre de 2010 en \$4,19/US\$, aunque las estimaciones muestran una importante dispersión.

Respecto a los indicadores del sector externo, los pronósticos implícitos de Balanza Comercial para 2010 prácticamente no se modificaron en relación al último **Informe de Inflación**, permaneciendo en US\$14.700 millones. De esta manera, serían ligeramente inferiores a 2009, a partir de una mejora en las perspectivas de Importaciones superior a la prevista para las Exportaciones. Por otro lado, las proyecciones de Saldo de la Cuenta Corriente para el presente año ascienden a 2,1% del Producto, y los participantes prevén una acumulación de Reservas Internacionales de US\$2.500 millones, con un stock a fines de diciembre de US\$50.400 millones. Implícitamente, se redujo levemente el déficit de la Cuenta Capital y Financiera proyectado para 2010, y sería menor al que se registraría en 2009.

Por último, aumentaron las proyecciones de Recaudación tributaria nacional, con una presión tributaria del 26,5% y un crecimiento interanual de 17,1%, superior al de 2009. En tanto, continuaron disminuyendo las expectativas de Resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) para 2010, alcanzando 1,1% del Producto.





IX.2 Evolución y Principales Resultados³⁶

Durante el cuarto trimestre de 2009, las estimaciones de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB³⁷ para el año en curso fueron mayores a las proyectadas para 2009, ubicándose en 14,4%. Por su parte, las perspectivas de variación del Índice de Salarios fueron corregidas al alza en las últimas semanas, a 17,3% (+3,9 puntos porcentuales -p.p.-), de manera que el ajuste salarial sería superior al de 2009 (ver Gráfico IX.3).

Al igual que en el último **Informe de Inflación**, se contrajeron las expectativas de crecimiento para 2009, a 0,5%, a partir de caídas en el aporte del Consumo³⁸ y la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), parcialmente compensadas por una mayor contribución de las Exportaciones Netas (XN). En tanto, para 2010 las proyecciones volvieron a incrementarse, aumentando 0,9 p.p. a 3,3%, debido a una suba de la contribución de todos los componentes del gasto agregado. También se registró un ligero aumento en el grado de dispersión entre los participantes acerca de cuál será la variación del PIB a precios constantes para 2010 (ver Gráficos IX.4 y IX.5). En tanto, la Tasa de Desocupación prevista para 2009 permaneció en 8,9%, y se redujo a 8,4% para el corriente año.

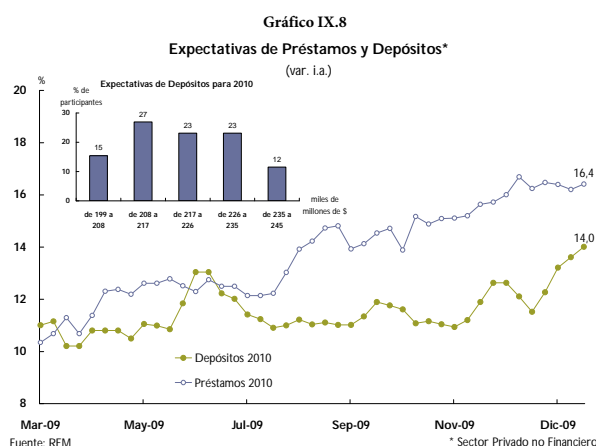
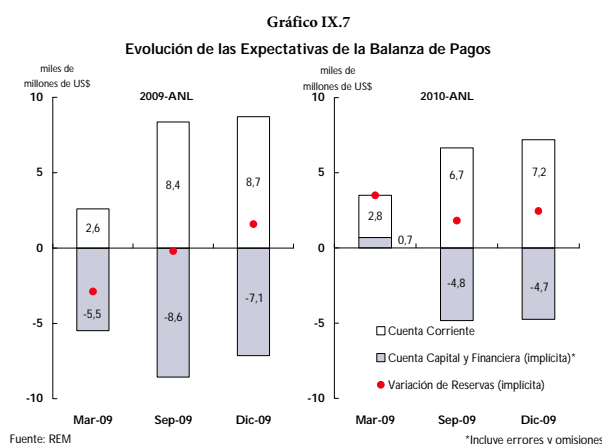
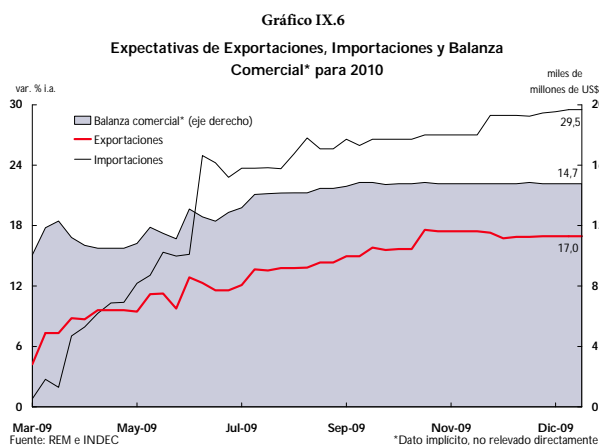
Respecto a los indicadores del sector externo, para 2010 los participantes pronostican un superávit comercial implícito levemente inferior al de 2009, a partir de una mejora en las perspectivas de Importaciones superior a la prevista para las Exportaciones. De esta manera, el saldo comercial totalizaría US\$14.700 millones (4,4% del PIB), con Exportaciones estimadas en US\$65.000 millones e Importaciones en US\$50.300 millones, prácticamente sin modificaciones respecto a las esperadas un trimestre atrás (ver Gráfico IX.6). Por su parte, las proyecciones de Saldo de la Cuenta Corriente para 2010 se ubican en 2,1% del Producto, inferior al 2,9% previsto para 2009, registrándose en términos nominales una suba de US\$600 millones, a US\$7.200 millones (ver Gráfico IX.7).

El *stock* de Reservas Internacionales en 2009 totalizó US\$47.967 millones, casi US\$1.800 millones por encima de lo esperado por el REM en septiembre pasado. Para 2010 los participantes prevén una acumulación de Reservas de US\$2.500 millones, de manera que el *stock* proyectado para fines de diciembre asciende a US\$50.400 millones. En este contexto, se redujo ligeramente el déficit implícito de la Cuenta Capital y Financiera esperado

³⁶ Corresponde a la semana estadística 346 finalizada el 13 de enero de 2010.

³⁷ Estimación implícita en las proyecciones de PIB, no relevada directamente.

³⁸ Incluye el Consumo Privado, el Consumo Público, la Discrepancia Estadística y la Variación de Existencias.



por los participantes, a US\$4.700 millones, y sería menor al estimado para 2009.

En términos generales, las perspectivas de tasa de interés para 2010 fueron ajustadas a la baja en el trimestre. En efecto, las estimaciones de la tasa BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) se redujeron 1,0 p.p., al igual que las correspondientes a la tasa de interés de plazo fijo en pesos a 30 días, a 13,0% y 12,0%, respectivamente. Por su parte, las perspectivas de la tasa de interés de Pases Pasivos en pesos a 7 días se contrajeron 80 puntos básicos (p.b.) a 10,0%, en tanto las de las Letras del Banco Central (LEBAC) en pesos a un año permanecieron en 15,0%.

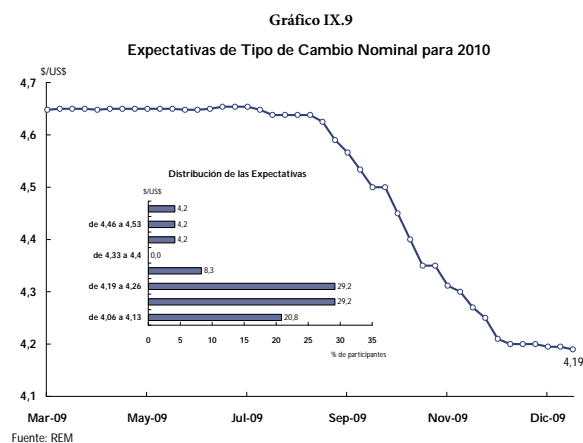
Al igual que en el último **Informe de Inflación**, las proyecciones de Depósitos totales del sector privado no financiero para el año en curso aumentaron. De esta manera, el *stock* esperado para diciembre del corriente es de \$220.800 millones, \$13.400 millones más que tres meses atrás (14,0% interanual -i.a.-). Este aumento en las previsiones de depósitos fue acompañado por una suba de los pronósticos de Préstamos al sector privado no financiero para 2010, revirtiendo en parte los continuos ajustes a la baja de los períodos anteriores. Así, totalizarían \$161.700 millones, evidenciando un alza interanual de 16,4% (ver Gráfico IX.8).

La mediana de las previsiones del Agregado Monetario M2 para el corriente año fue corregida al alza en \$8.700 millones en relación a los últimos tres meses, a \$220.000 millones. De este modo, la variación interanual alcanzaría 11,8%, situándose levemente por debajo del rango previsto en el Programa Monetario 2010 (PM 2010; 11,9% - 18,9%).

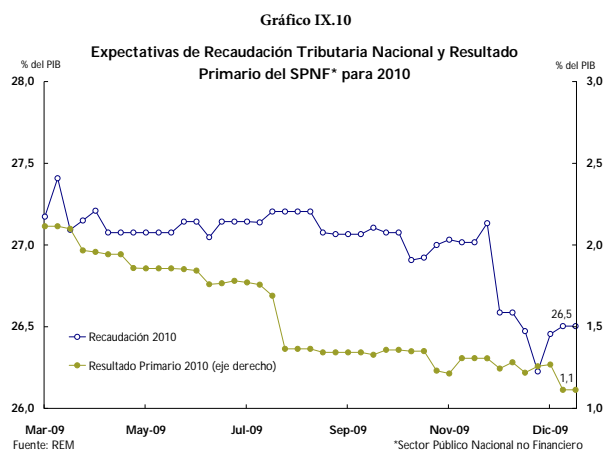
Las expectativas de Tipo de Cambio Nominal cayeron significativamente respecto del último trimestre, ubicando el valor esperado para el promedio de la variable en diciembre de 2010 en \$4,19/US\$ (-\$0,26/US\$), aunque aún se observa una elevada dispersión en las estimaciones (ver Gráfico IX.9).

Por último, las perspectivas de Recaudación tributaria nacional se incrementaron \$7.000 millones respecto de lo estimado en el **Informe de Inflación** anterior, totalizando \$357.000 millones. De esta manera, la tasa de crecimiento interanual se incrementaría del 13,2% alcanzado en 2009 a 17,1%. En tanto, la presión tributaria sería 26,5%³⁹, 0,6 p.p. menos que tres meses atrás y ligeramente por debajo de la del año previo. Por otro lado, las previsiones de Resultado Primario del Sector Público Na-

³⁹ Según surge del dato de recaudación mencionado y del PIB a precios corrientes relevado por el REM para 2010.



cional no Financiero (SPNF) para el corriente año se contrajeron \$2.600 millones, a \$15.000 millones (1,1% del PIB; ver Gráfico IX.10).



Resultados del REM. Diciembre 2009

1) Variables de Frecuencia Mensual

| VARIABLES | 2010-NOV | | |
|---|----------|---------|--------|
| | Promedio | Mediana | Desvío |
| IPC: var. 12 meses; en % | 10,0 | 8,5 | 3,9 |
| VARIABLES | 2009-NOV | | |
| | Promedio | Mediana | Desvío |
| Precios | | | |
| IPC: var. mensual; en % | 1,0 | 0,4 | 0,2 |
| IPC: var. interanual implícita en % ¹ | 8,7 | | |
| IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre) | | | |
| Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en % | 1,20 | 1,20 | 0,25 |
| Monetarias y Financieras | | | |
| Agregado Monetario M2 (\$): promedio mensual en mill. de \$ | | | |
| Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual; en mill. de \$ | | | |
| Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual; en mill. de \$ | | | |
| Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en % | | | |
| Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en % | | | |
| Tasa de Interés: Pasas Pasivos en \$ a 7 días; en % | | | |
| Tasa de Interés: BADLAR promedio mensual de bcos. priv. a 30 días en \$; en % | | | |
| Tipo de Cambio Nominal: promedio mensual; \$US\$ | | | |
| Actividad Económica | | | |
| EMAE: var. interanual; en % | 0,8 | 0,9 | 0,8 |
| EMR: var. interanual; en % | 2,6 | 1,8 | 2,1 |
| Sector Externo | | | |
| Exportaciones; en mill. de us\$ | 4,614 | 4,700 | 396 |
| Importaciones; en mill. de us\$ | 3,546 | 3,600 | 349 |
| Fiscales | | | |
| Recaudación Tributaria Nacional: en mill. de \$ | | | |
| Resultado Primario del SPNF: en mill. de \$ | 83 | 94 | 3,437 |

2) Variables de Frecuencia Trimestral

| VARIABLES | 2009-TR4 | | | 2010-TR1 | | | 2010-TR2 | | | 2009-ANL | | | 2010-ANL | | |
|---|----------|---------|--------|----------|---------|--------|-----------|-----------|--------|----------|---------|--------|-----------|-----------|--------|
| | Promedio | Mediana | Desvío | Promedio | Mediana | Desvío | Promedio | Mediana | Desvío | Promedio | Mediana | Desvío | Promedio | Mediana | Desvío |
| Actividad Económica | | | | | | | | | | | | | | | |
| PIB a precios constantes: variación interanual; en % | 1,0 | 1,2 | 1,1 | 2,5 | 2,5 | 1,3 | | | | -0,1 | 0,5 | 1,8 | 3,3 | 3,3 | 1,1 |
| PIB a precios constantes: variación interanual; en % | | | | | | | 1,144,107 | 1,139,841 | 36,895 | | | | 1,338,712 | 1,347,000 | 98,700 |
| Consumo Total a precios constantes: variación interanual; en % | 1,8 | 1,8 | 1,5 | 2,7 | 2,7 | 1,3 | | | 0,8 | 1,0 | 2,2 | 3,4 | 3,1 | 3,1 | 1,2 |
| Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes: variación interanual; en % | -4,3 | -4,1 | 4,9 | 3,2 | 3,0 | 4,9 | | | -7,9 | -9,3 | 6,5 | 4,4 | 3,9 | 3,9 | 3,0 |
| Tasa de desocupación; en % | | | | 9,3 | 9,1 | 0,7 | | | 8,9 | 8,9 | 0,6 | 8,6 | 8,4 | 8,4 | 0,9 |
| Sector Externo | | | | | | | | | | | | | | | |
| Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mill. de US\$ | 1496,0 | 1,663 | 480 | 1,441 | 1,299 | 581 | | | 8,280 | 8,718 | 1,941 | 6,901 | 7,200 | 2,337 | |
| Monetarias y Financieras | | | | | | | | | | | | | | | |
| Reservas Internacionales: fin de período; en mill. de US\$ | | | | 49,177 | 49,121 | 5,745 | 50,468 | 49,607 | 3,248 | | | 51,669 | 50,420 | 4,638 | |

¹ Esta variable no es relevada en el REM y su valor se obtiene implícitamente.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

Acum.: Acumulado

ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AFJP: Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

AIP: Aglomerados del Interior del País

ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social

AT: Adelantos Transitorios

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

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BDI: *Baltic Dry Index*

BID: Banco Interamericano de Desarrollo

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

BoE: Banco de Inglaterra

BOVESPA: Bolsa de Valores del Estado de San Pablo

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CAFCI: Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión

CBOT: *Chicago Board of Trade*

CDS: *Credit Default Swaps*

CEA: *Commodity Exchange Act*

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CFI: Coparticipación Federal de Impuestos

CFTC: *Commodity Futures Trading Commission*

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

CN: Cuentas Nacionales

CNV: Comisión Nacional de Valores

DEG: Derechos Especiales de Giro

DPN: Deuda Pública Nacional

€: Euro

EE.UU.: Estados Unidos

EM: Efectivo Mínimo

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica

EMBI: *Emerging Markets Bond Index*

EMEA: *Europe, Middle East and Africa*

EMI: Estimador Mensual Industrial

EMTA: *Emerging Markets Trade Association*

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

ETF: *Exchange-Traded Funds*

ETN: *Exchange-Traded Notes*

FAO: *Food and Agriculture Organization of the United Nations*

FCI: Fondos Comunes de Inversión

Fed: Reserva Federal de EE.UU.

FF: Fideicomisos Financieros

FFS: Fondo Federal Solidario

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

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

FSA: *Financial Services Authority*

GBA: Gran Buenos Aires

GRA: Gabriel Rubinstein y Asociados

i.a.: Interanual

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia y Estadística

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ICC: Índice del Costo de la Construcción

ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias

ICE: *Intercontinental Exchange*

IED: Inversión Extranjera Directa

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

IGA: Indicador General de Actividad

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

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

IPC Resto: IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacional y/o volátil significativo y aquellos sujetos a regulación o con alto componente impositivo

IPI: Índice de Precios Implícitos

IPI: Impuesto sobre Productos Industrializados

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos

IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

IRD: Inversión Real Directa

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

LATAM: Latinoamérica

LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)

LIBOR: *London InterBank Offered Rate*

LME: *London Metal Exchange*

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

Mercosur: Mercado Común del Sur

MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires

mill.: Millones

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario

MOI: Manufacturas de Origen Industrial

MRO: *Main Referencing Operations*

MSCI: *Morgan Stanley Capital International Index*

MULC: Mercado Único y Libre de Cambios

NYMEX: *New York Mercantile Exchange*

NIEs: *Newly Industrialized Economies*

NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

OJF: Orlando J. Ferreres

OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo

OTC: *over-the-counter*

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

PCE: *Personal Consumption Expenditure*

PEA: Población Económicamente Activa

PGN: Préstamos Garantizados Nacionales

PIB: Producto Interno Bruto

PM: Programa Monetario

PMI: *Purchasing Managers Index*

PP: Productos primarios

PPP: Paridad del Poder Adquisitivo

PN-10: Ley de Presupuesto Nacional 2010

Prom.: Promedio

Prom. móv.: Promedio móvil

\$R: Real

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado

REPRO: Programa de Recuperación Productiva

s.e.: Serie sin estacionalidad

s.o.: Serie original

S&P: *Standard and Poors* (Índice de las principales acciones en EE.UU. por capitalización bursátil)

SGOL: *ETFS Physical Swiss Gold Shares*

SIJyP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones

SIPA: Sistema Integrado Previsional Argentino

SIVR: *ETFS Silver Trust*

SPNF: Sector Público Nacional no Financiero

SPP: Sector Público Provincial

TCN: Tipo de cambio nominal

TI: Términos del Intercambio

TN: Tesoro Nacional

tn.: Tonelada

TNA: Tasa Nominal Anual

Trim.: Trimestral / Trimestre

UE: Unión Europea

US\$: Dólares Americanos

USDA: *United States Department of Agriculture*

UNG: *United States Natural Gas Fund*

UTDT: Universidad Torcuato Di Tella

Var.: variación

VE: Valor Efectivo

VIX: *CBOE Volatility Index*

VN: Valor Nominal

WTI: *West Texas Intermediate*

XN: Exportaciones Netas