



Informe de Inflación

Primer Trimestre de 2011



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación

Primer Trimestre de 2011



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación
Primer Trimestre 2011

ISSN 1668-0561
Edición electrónica

Fecha de publicación | Enero 2011

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

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

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

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 14 de enero y la próxima publicación, correspondiente al segundo trimestre de 2011, será el 28 de abril a través de internet.*

Buenos Aires, 27 de enero de 2011

Contenido

Pág. 5 | I. Visión Institucional

Pág. 12 | II. Contexto Internacional

Pág. 27 | III. Actividad Económica

Pág. 38 | Apartado 1 / Evolución reciente de la industria automotriz en Argentina

Pág. 41 | IV. Empleo y Salarios

Pág. 46 | Apartado 2 / Análisis histórico del desempleo y de la desigualdad del ingreso de Argentina

Pág. 49 | V. Sector Externo

Pág. 55 | Apartado 3 / Las ventas externas argentinas dentro del desempeño exportador de América Latina en 2010

Pág. 57 | VI. Finanzas Públicas

Pág. 64 | VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

Pág. 75 | VIII. Inflación

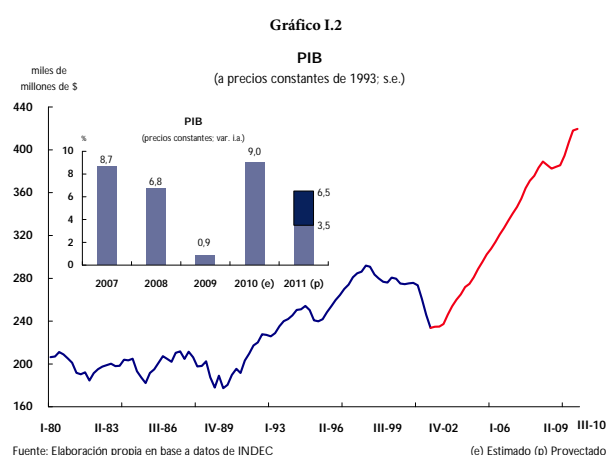
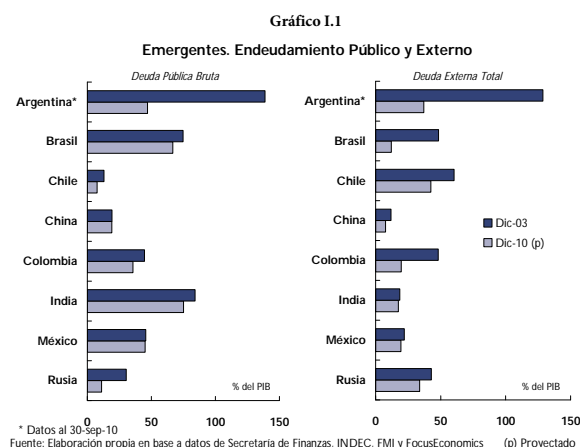
Pág. 81 | Apartado 4 / El fenómeno de La Niña y sus efectos sobre el mercado agrícola

Pág. 83 | IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

Pág. 86 | Resultados del REM. Diciembre de 2010

Pág. 87 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

I. Visión Institucional



En los últimos años, las economías emergentes lograron fortalecer sus sectores externo y fiscal, recuperar el uso de ciertos instrumentos de política económica y adquirir así un mayor espacio para el ejercicio de estrategias contracíclicas. Este mayor margen de maniobra permitió sortear eficazmente los efectos adversos de la crisis internacional. En este contexto, los objetivos tradicionales de la política monetaria se han extendido para garantizar la estabilidad financiera y la sostenibilidad del crecimiento.

Así, el concepto de equilibrio monetario ha quedado redefinido en un sentido más amplio e integrado al resto de la política económica nacional. En este escenario, la estrategia monetaria de los países desarrollados y emergentes amplió su rango de acción incorporando el uso de instrumentos convencionales y no convencionales, como son el manejo de tasas de interés, la intervención en el mercado cambiario y financiero, el control de los flujos de capitales y el financiamiento activo al sector público y privado.

En este marco, la política de este Banco Central está basada en siete grandes líneas de acción: 1) el control de los agregados monetarios tendiente a equilibrar la oferta y la demanda de dinero; 2) la recomposición del canal del crédito principalmente a través del incremento de las financiaciones a la producción; 3) la flotación administrada del tipo de cambio; 4) la acumulación de reservas internacionales; 5) la regulación macroprudencial de los flujos de capitales financieros de corto plazo; 6) la regulación y la supervisión del sistema financiero; y 7) la universalización del acceso a los servicios financieros mediante la extensión de la bancarización.

Para 2011 el Banco Central prevé un contexto macroeconómico en el cual continuarán vigentes los principales factores que condujeron a una expansión de 9% del Producto en 2010 y permitieron superar en tiempo récord el impacto de la crisis global.

El nivel de actividad seguirá reflejando un mercado interno robusto favorecido por la mejora en las condiciones del mercado de trabajo y por el gasto social, especialmente en prestaciones previsionales y transferencias sociales (ver Apartado 2). Si bien el Consumo Privado, dada su participación relativa en el PIB, será nuevamente el mayor impulsor del crecimiento, la inversión volverá a mostrar un gran dinamismo. La utilización de la capacidad instalada de la industria impulsará, como ha venido ocurriendo, ampliaciones de planta y mejoras en

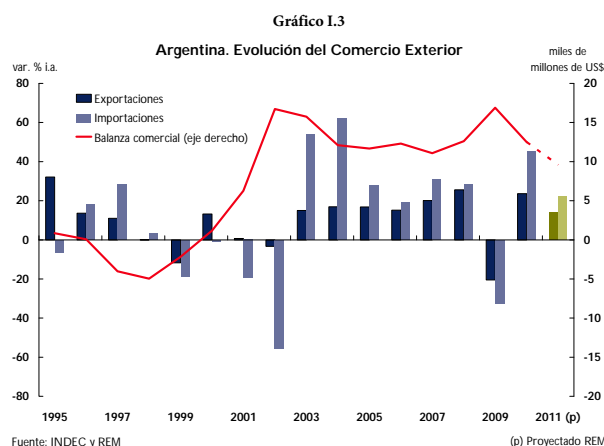
los procesos productivos, a través de la incorporación de mayor capital para abastecer una creciente demanda. Complementariamente, el gasto en capital del sector público y el Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario, contribuirían a alcanzar en 2011 una tasa de inversión récord para los últimos treinta años.

Del mismo modo, la demanda externa de productos argentinos acompañará este año la evolución de las economías de nuestros socios comerciales, especialmente Brasil y China. Se espera que, al igual que en 2010 cuando las cantidades exportadas evidenciaron un comportamiento destacado respecto de otros países de América Latina, las ventas al exterior vuelvan a crecer lideradas por las manufacturas industriales (ver Apartado 3).

Por el lado de la oferta, la producción de bienes y servicios exhibirá un crecimiento más balanceado que durante el año pasado, cuando se observó una fuerte recuperación de los sectores transables de la economía afectados por la crisis internacional y la sequía registrada durante el ciclo agrícola 2008/2009. La construcción y la industria, dentro de la cual se destaca el sector automotriz, liderarán el sector de bienes (ver Apartado 1). El comercio y el transporte seguirán impulsando la suba de los servicios, traccionados por la industria y el intercambio comercial. Complementariamente, se estima que el crecimiento de las importaciones para atender principalmente insumos para la producción e inversiones en capital y, en menor medida, al consumo, registre un alza superior al de las exportaciones. Como resultado, se espera un balance comercial nuevamente positivo, de aproximadamente US\$10.000 millones.

Dado el aumento en la cantidad de transacciones en un contexto de crecimiento económico, aumento del empleo y mejora en la distribución del ingreso, para 2011 se prevé un fortalecimiento de la demanda de dinero. Se espera que el componente transaccional de la demanda se expanda, en línea con el escenario base estimado por el Programa Monetario 2011, 27,9% y 29,2% medido por el M2 y el M2 Privado, respectivamente y que las colocaciones a plazo crezcan a tasas superiores. De esta forma, se irán recuperando los niveles de monetización, según la relación entre el M3 y el Producto, observados con anterioridad al surgimiento de la crisis internacional. Asimismo, se espera que la creación de la “Cuenta Gratuita Universal”, la instrumentación del Cheque Cancelatorio y la reducción de los costos de las transferencias desaliente el uso de dinero en efectivo, extendiendo la bancarización a favor de depósitos en el sistema financiero.

En lo que respecta a la oferta de dinero, se estima que el principal factor de expansión monetaria durante el 2011

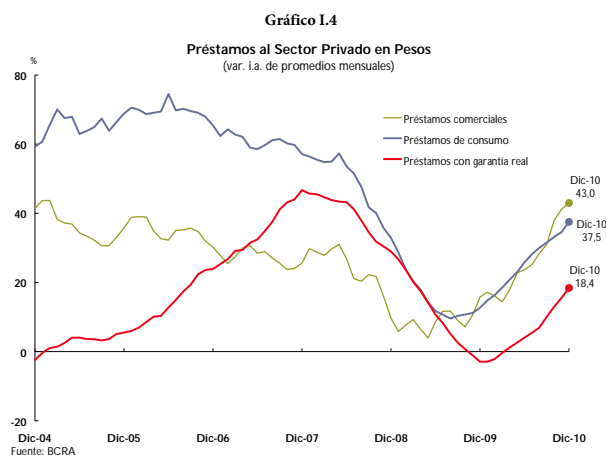


Cuadro I.1
Metas del Programa Monetario 2011

M2 Total - Escenario Base				
	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dic-11
Saldo Promedio Mensual (millones de \$)	265.514	281.499	297.191	322.426
Variación Trimestral (en %)	5,3	6,0	5,6	8,5
Tasa de crecimiento respecto a Dic-10 (en %)	5,3	11,7	17,9	27,9

M2 Privado - Escenario Base	
	Dic-11
Saldo Promedio Mensual (millones de \$)	284.903
Tasa de crecimiento respecto a Dic-10 (en %)	29,2

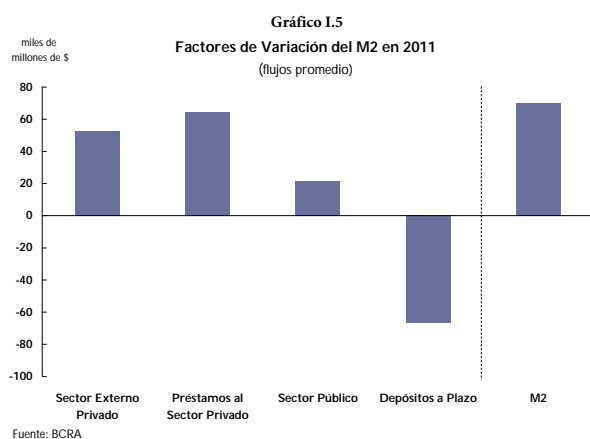
Los valores nominales se ajustarán teniendo en cuenta los valores definitivos de 2010. Para verificar el cumplimiento del Programa Monetario se considerará un rango de $\pm 4\%$ respecto a los saldos del Escenario Base.
Fuente: BCRA



sea la creación secundaria de dinero, promovida por el incremento del crédito al sector privado. Las necesidades de financiamiento provienen tanto de la trayectoria esperada para la inversión, asociadas a una oferta en crecimiento, como a la posibilidad de planificar el consumo incrementándolo en el corto plazo en un contexto de aumento del empleo y mayores ingresos futuros. La suba del crédito prevista es compatible con los bajos niveles de morosidad y de endeudamiento de empresas y familias y con la alta liquidez de las entidades financieras.

No obstante, y a pesar del aumento del financiamiento bancario durante el último año, la relación del crédito con respecto al Producto permanece en valores bajos, tanto en términos históricos como en comparación con otros países. Este limitado grado de apalancamiento de la economía no sólo acota el crecimiento potencial de la oferta, con su respectiva incidencia en el nivel de precios, sino que también reduce la efectividad de la política monetaria de manejo de tasas. Por lo tanto, es un objetivo primordial de este Banco Central crear las condiciones propicias para la profundización del crédito.

El segundo factor de expansión de la oferta de dinero estará determinado por la absorción en el Mercado Único Libre de Cambios del excedente próximo a US\$12.500 millones derivado de un saldo exportador fuertemente positivo. Con el objetivo de reducir la volatilidad cambiaria y evitar la apreciación nominal del tipo de cambio, el Banco Central continuará administrando estratégicamente su política de acumulación de reservas interviniendo en el mercado de cambios. De esta forma, la flotación administrada otorga una previsibilidad cambiaria necesaria para desarrollar estrategias económicas de ahorro e inversión en el mediano y largo plazo.



El tercer factor de la oferta que determinará la creación primaria de dinero está relacionado con la transferencia de las Utilidades y el otorgamiento de Adelantos Transitorios al Tesoro Nacional (TN). Para la programación monetaria de este año se considera un escenario base consistente con los montos previstos en el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2011, en el que conjuntamente (Utilidades y Adelantos) tendrán un efecto expansivo menor al observado en 2010. En el transcurso del año el Directorio determinará los valores a transferir al TN, de acuerdo a lo establecido por la Carta Orgánica.

Para mantener el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero se incrementará el esfuerzo de absorción a través de la colocación de letras y notas y operaciones de pase pasivo. Para el año 2011 se prevé un monto de este-

rilización 50% superior al observado durante el año 2010.

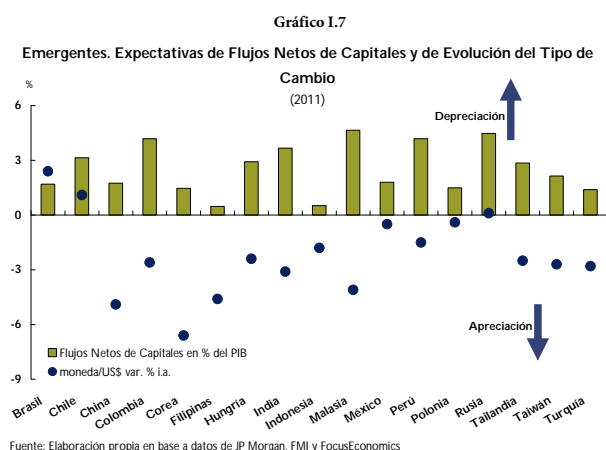
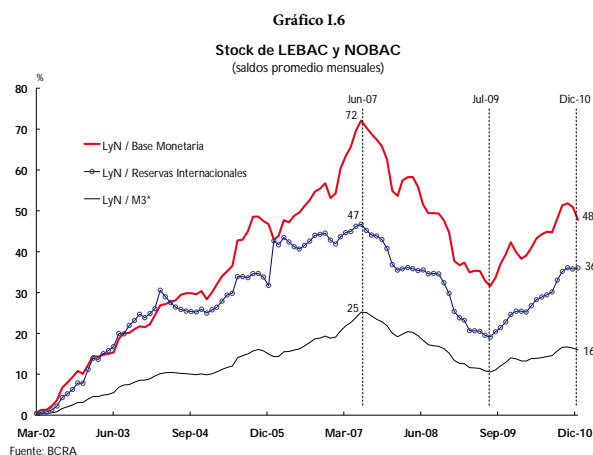
La sostenibilidad de mediano plazo de la política de esterilización depende de la evolución comparada entre el rendimiento del activo y del pasivo del balance del Banco Central. En el primero se encuentran principalmente las reservas internacionales cuyo rendimiento en pesos se vincula a la tasa de interés internacional y a la cotización del dólar. También generan ganancias de capital e intereses los títulos en cartera. Por su parte, la Base Monetaria constituye el principal pasivo de la autoridad monetaria y carece de costo financiero, mientras que las letras y notas emitidas con fines de regulación monetaria, que sí devengan intereses, explican una menor proporción de este segmento del balance.

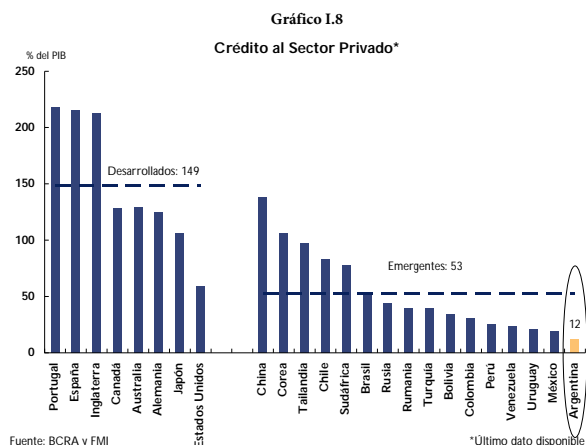
Tomando en cuenta el diferencial de rendimiento entre los activos y los pasivos del Banco Central se aprecia que existe un amplio espacio para la política de esterilización a mediano plazo. El aumento en la colocación de títulos del BCRA previsto para este año, medido en términos de las variables relevantes (Base Monetaria, Reservas Internacionales y M3*), arrojará relaciones aún por debajo de los niveles máximos alcanzados antes de la crisis internacional de 2007.

Así, el BCRA mantendrá en 2011 los principales lineamientos de la política monetaria y cambiaria desplegada a lo largo del 2010 compatibilizando los factores de la oferta de dinero (crédito, excedente de divisas en el mercado de cambios y las transferencias al TN) con los de la demanda, en un contexto de crecimiento del Producto, con el doble objetivo de aumentar el nivel de crédito y de monetización de la economía a valores más acordes con su nivel de desarrollo relativo.

Otras opciones de política monetaria, estudiadas tanto a nivel teórico como implementadas en el ámbito internacional, no resultarían apropiadas en un país con una estructura productiva heterogénea y un sistema financiero pequeño como el de la Argentina. Una abrupta apreciación nominal del peso, como consecuencia de una actitud pasiva del Banco Central en el mercado cambiario intensificaría la primarización del entramado productivo y perjudicaría a sectores con mayor capacidad de generación de valor agregado y empleo. Por otro lado, la volatilidad cambiaria resulta contraproducente para el objetivo de estabilidad financiera.

Alternativamente, un pronunciado aumento de la tasa de interés de referencia incrementa el costo del financiamiento. Dadas las reducidas dimensiones del canal de crédito, esta estrategia tendría escaso efecto para modifi-

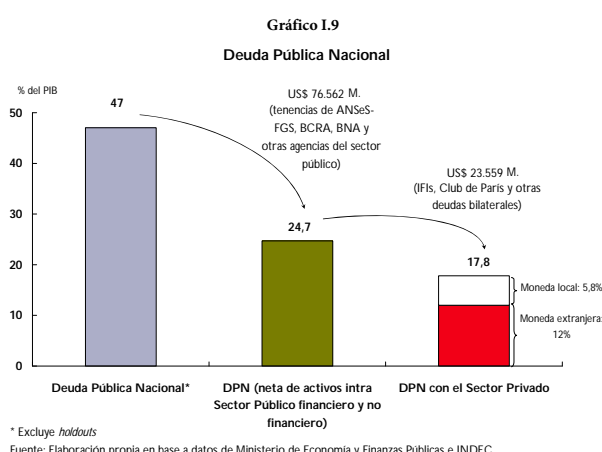




car los costos del crédito al consumo. Podría tener un efecto contractivo relativamente más fuerte en el crédito comercial y, sobre todo, en el hipotecario y de inversión. En general, cualquier instrumento que induzca una reducción del crecimiento del crédito es claramente contradictoria con el objetivo mencionado anteriormente de vigorizar la política monetaria mediante la reconstrucción del canal del crédito y proveer un adecuado nivel de financiamiento consistente con las altas tasas de inversión que demanda una economía en crecimiento.

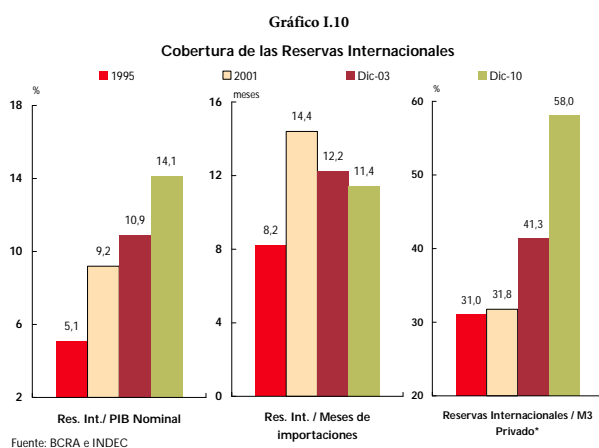
Por otro lado, una suba sustantiva de la tasa incentivaría un flujo adicional de divisas en el mercado cambiario y mayores presiones de apreciación como se observa en otros países de la región. Siendo necesario un mayor esfuerzo por parte del BCRA para absorber y luego esterilizar esa demanda.

El Poder Ejecutivo Nacional dispuso mediante el Decreto N° 2054 de 2010 la integración del Fondo de Desendeudamiento Argentino por US\$7.504 millones con reservas de libre disponibilidad para la atención de los servicios de la deuda pública con tenedores privados. La política de desendeudamiento externo en el que se enmarca esta operación plantea un manejo de pasivos que disminuye el riesgo de *roll-over* de las obligaciones del sector público y reduce el grado de dependencia de los flujos internacionales, que ha sido históricamente uno de los focos de vulnerabilidad de la economía.



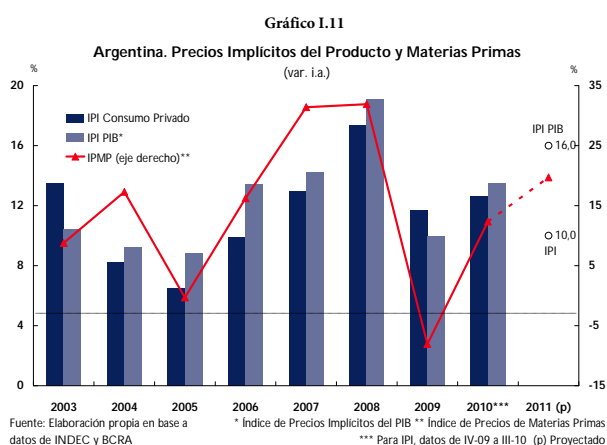
La política de manejo de pasivos del Gobierno ha dado buenos resultados: a septiembre de 2010, la Deuda Pública Nacional, excluyendo la deuda no presentada a los Canjes 2005 y 2010, totalizó US\$160.890 millones que representa un 47% del PIB. Sólo el 38% de la deuda (18% del PIB) corresponde a obligaciones con el sector privado, el resto se asocia principalmente con deuda intra sector público y con organismos internacionales, que presentan un menor riesgo de refinanciación. Más importante aún, el endeudamiento público denominado en moneda extranjera en manos de tenedores privados asciende a aproximadamente a 12% del PIB.

Al igual que en 2010, cuando las reservas internacionales se incrementaron en US\$4.222 millones luego de la cancelación de obligaciones en moneda extranjera por US\$6.570 millones, se espera que en 2011 se recuperen íntegramente los fondos que se utilicen para pagar deuda, mientras se garantiza la estabilidad de la paridad cambiaria adecuada para el desarrollo de la industria, el despliegue del mercado interno y el aumento del empleo, pilares de la actual política macroeconómica de este Gobierno.



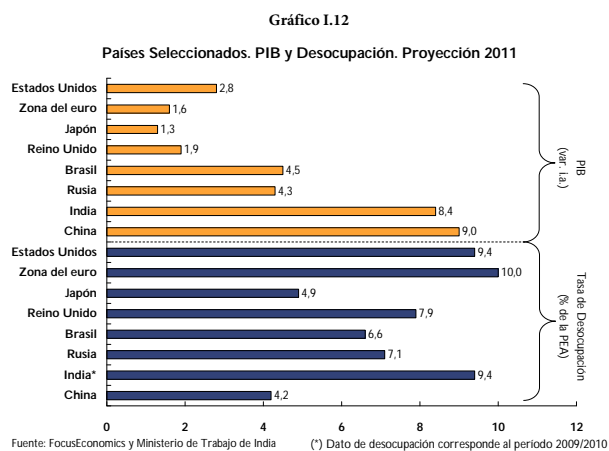
En materia de precios, se prevé cierta moderación de la variación de los valores de los alimentos, particularmente si en el sector ganadero no se repiten los *shocks* de oferta que caracterizaron los primeros meses de 2010 y la presencia de los recientes eventos climáticos incentivan la faena de carne. No obstante, la recuperación de las cotizaciones internacionales de los *commodities*, dada la sostenida demanda mundial de estos productos y los eventuales efectos climáticos sobre las cosechas del ciclo 2010/2011 (ver Apartado 4), constituye una potencial fuente de presión sobre los precios internos, dada la alta correlación entre las cotizaciones internacionales de los productos agropecuarios y la dinámica interna de precios, en especial de los alimentos. Sin embargo, en un marco de permanencia de las condiciones estructurales de equilibrio del sector externo y fiscal, y contando con un adecuado nivel de reservas internacionales, se limitan los riesgos asociados a cualquier espiralización en la dinámica de los precios.

En síntesis, se espera que en 2011 el Producto de Argentina se expanda aproximadamente 6%, manteniendo las tendencias de inclusión social y mejora en la distribución del ingreso. En el balance de riesgos de esta dinámica se destacan los que podrían provenir del contexto internacional. Sin embargo, se estima baja la probabilidad de que el proceso de crecimiento se pueda ver afectado por nuevos episodios de estrés a nivel global. Más bien se espera la reiteración de un escenario similar al de 2010 con una economía global creciendo a dos velocidades.



Durante 2011 el escenario internacional estará caracterizado por la incertidumbre en torno a la evolución de Europa y Estados Unidos. Serán determinantes en esta comparación de trayectorias la forma en la que el Banco Central Europeo administre las diferentes medidas de contención aplicadas y eventualmente, el proceso de reversión de las mismas. Los planes de ajuste adoptados, que prevén una reducción sustancial del déficit fiscal con un estrecho cronograma de cumplimiento, constituyen un fuerte condicionante para el crecimiento de la región, con potenciales repercusiones en el resto de las economías. En lo que respecta a Estados Unidos, la clave residirá en el impacto del plan de reactivación reciente, que incluye mayor provisión de liquidez al mercado y nuevas medidas fiscales. No obstante, elevadas tasas de desempleo en combinación con la comprometida posición patrimonial de las familias y la falta de reactivación del crédito, mantendrá débil el gasto privado, componente de mayor incidencia en el nivel de actividad.

La persistencia de desequilibrios macroeconómicos en ambas regiones naturalmente tensiona la relación de sus monedas. El euro tendería a debilitarse, dada la crisis



que persiste en algunos países de la zona, mientras que la política monetaria más laxa de Estados Unidos presionaría a la baja el valor del dólar. La incertidumbre respecto al panorama internacional proviene justamente de la interacción de estos factores, a lo que se sumará una persistente volatilidad en la cotización euro/dólar en el año.

Finalmente, los flujos de capitales continuarán dirigiéndose hacia las regiones en desarrollo dada la incertidumbre sobre la recuperación de las economías avanzadas, la liquidez internacional y los diferenciales de rendimiento. En este contexto, junto con las mejoras en los indicadores de riesgo país, las presiones a la apreciación cambiaria darán lugar a nuevas intervenciones en el mercado cambiario y a la implementación de medidas fiscales, financieras y de regulación a los capitales de corto plazo en estas economías.

II. Contexto Internacional

II.1 Síntesis

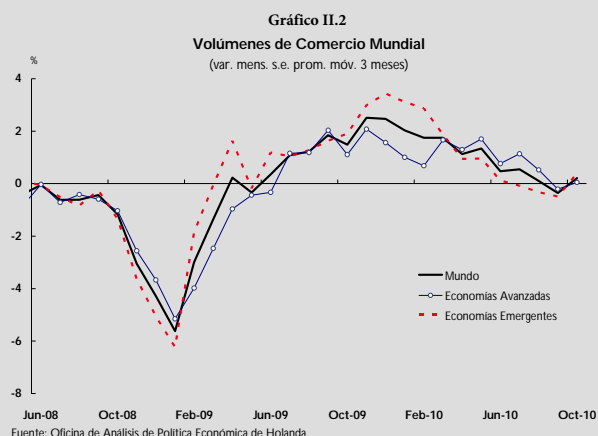
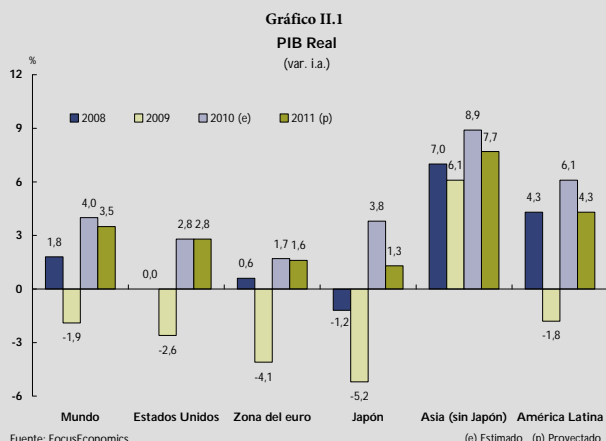
En la segunda parte de 2010, el crecimiento económico mundial continuó desacelerándose y habría finalizado el año con una expansión de 4% impulsada principalmente por las economías en desarrollo, mientras que los volúmenes de comercio mundial crecieron en torno a 11,4%, ubicándose aún por debajo de los niveles alcanzados en 2008. Se prevé que en los países avanzados el gasto privado interno continúe débil y las expectativas de inflación se mantengan contenidas. De esta manera, las economías desarrolladas crecerían 2,2% en 2011, por debajo de los registros de 2010. Para las naciones emergentes también se espera una desaceleración económica, por el menor dinamismo de la demanda externa y de la inversión. En 2011 estos países volverán a ser los impulsores de la mayor actividad mundial, previéndose una expansión conjunta de 6,4%. Los principales socios comerciales de Argentina (Brasil y China) mostrarían cierta moderación en el crecimiento, en la medida en que sus políticas económicas se orienten a contener la inflación y a mejorar sus posiciones fiscales.

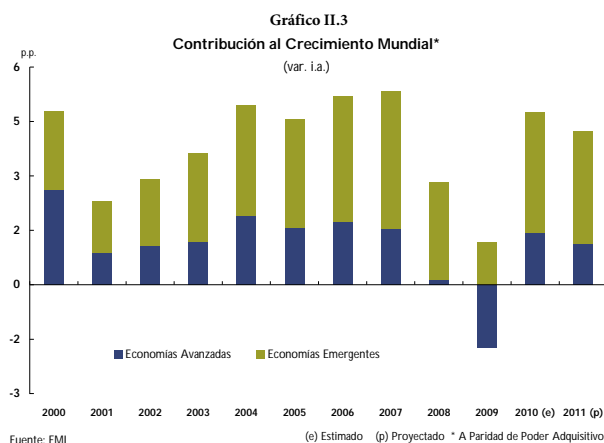
Estados Unidos prolongó sus medidas de expansión de liquidez y aprobó un plan de estímulo fiscal. Estas políticas buscan apuntalar la actividad económica y evitar un proceso deflacionario, en un contexto en el que la fragilidad del mercado de trabajo y la situación patrimonial de las familias, entre otros factores, limitan la expansión del consumo, lo que mantiene a su vez cautos a los inversores. En Europa, la conjunción de diversos factores mantiene débil la expectativa de la actividad económica de la zona, pudiendo afectar el crecimiento mundial. Además de los importantes déficits fiscales y requerimientos de financiamiento de corto plazo que presentan ciertos países, se suman la situación comprometida de los sistemas financieros de algunas economías y los riesgos del impacto de los deterioros en los precios de los activos o eventuales reestructuraciones sobre el balance de los sistemas bancarios con alta exposición a las naciones vulnerables. Los planes de ajuste fiscal implementados, que proyectan una fuerte reducción del déficit en un corto cronograma, constituyen un factor de riesgo para el crecimiento económico de la región. Asimismo, persistirá en los próximos meses la incertidumbre en torno a la dinámica de la deuda de las naciones más expuestas de la zona del euro.

Los continuos desequilibrios macroeconómicos en Estados Unidos y Europa tensiona la relación de sus monedas. El euro tendería a debilitarse dada la crisis que persiste en algunos países de la zona, mientras que la política monetaria laxa de Estados Unidos presionaría a la baja el valor del dólar. Así, con incertidumbre acerca de cuál de estos factores primará sobre el valor de las monedas, se prevé que persista la volatilidad en la cotización euro/dólar.

En los meses recientes se registraron mayores presiones inflacionarias en los países emergentes originadas, en gran medida, por el alza de las cotizaciones internacionales de las materias primas. En respuesta, algunas autoridades comenzaron a aplicar una política monetaria menos expansiva. Este es el caso de China que volvió a incrementar los encajes bancarios y elevó la tasa de interés con el objetivo de adecuar el ritmo de expansión económica a tasas de inflación más moderadas; política que, dada su participación en el comercio internacional, afectaría el crecimiento mundial.

Para los países emergentes la elevada liquidez internacional, los diferenciales de rendimientos y las favorables perspectivas económicas seguirían estimulando los flujos de capitales hacia las regiones en desarrollo, intensificando las tensiones cambiarias en 2011, proyectándose mayores controles sobre los capitales de corto plazo. Por su parte, se prevé continúen las presiones inflacionarias, dado que las cotizaciones de los productos primarios seguirán elevadas por las condiciones climáticas y una demanda sostenida.





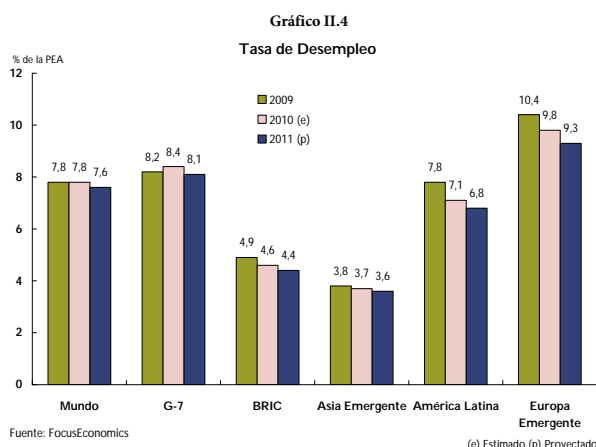
II.2 Economía Global

En línea con lo previsto un trimestre atrás, el ritmo de crecimiento económico mundial siguió desacelerándose, mientras que la mayor actividad continuó siendo motorizada por los principales países emergentes. El año 2010 habría finalizado con un crecimiento global de 4%. El 70% de este crecimiento se explica por el desempeño de las naciones en desarrollo.

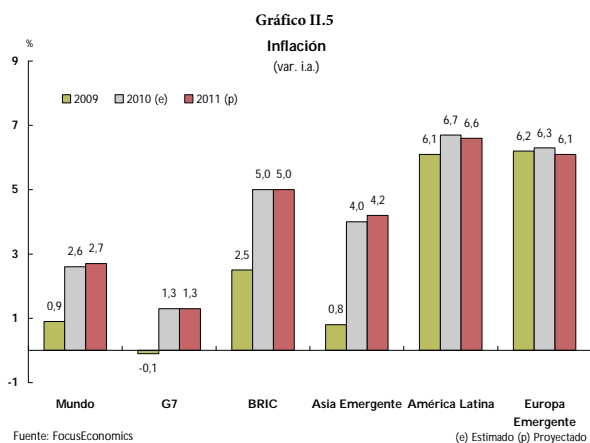
Los factores que limitaron la expansión económica durante 2010 persistirían en 2011, perfilándose un ritmo de incremento de la actividad mundial ligeramente inferior, de 3,5%. Tres cuartas partes de este crecimiento estará una vez más explicado por el impulso de las economías en desarrollo (ver Gráfico II.3).

Los volúmenes del comercio internacional en el cuarto trimestre del año disminuyeron el ritmo de crecimiento que venían registrando. En 2010, las cantidades intercambiadas habrían aumentado 11,4%, manteniéndose aún por debajo de los niveles de mediados de 2008, anteriores a la profundización de la crisis financiera internacional. Para el 2011 se espera que crezcan cerca de 7%, en línea con la desaceleración prevista para la expansión global.

En la mayor parte de las economías avanzadas se mantendría la fragilidad del mercado de trabajo y continuarían los procesos de recomposición patrimonial con expectativas inflacionarias contenidas. De esta manera, se proyecta un crecimiento de 2,2% en 2011 (-0,5 puntos porcentuales -p.p.- respecto un año atrás; ver Gráficos II.4 y II.5).

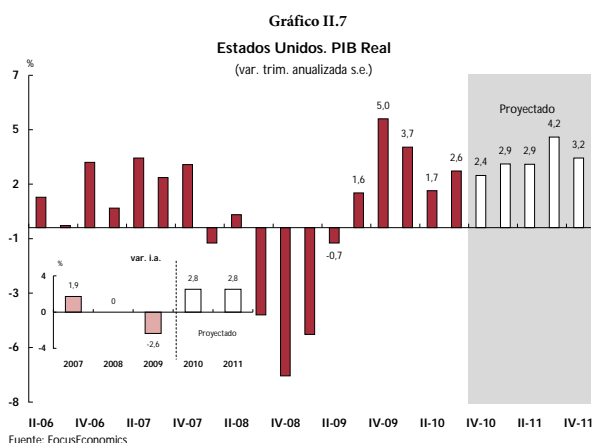
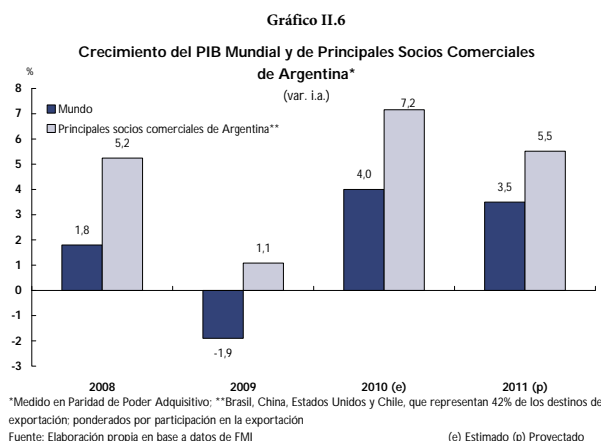


En las economías emergentes también se espera una desaceleración del ritmo de expansión económica para 2011, asociada al menor ritmo de crecimiento de la demanda externa y la disminución de la contribución de la inversión. Para 2011 se proyecta un incremento del Producto para las regiones emergentes de 6,4%, 0,6 p.p. por debajo de la expansión de 2010.



Los principales socios comerciales de la Argentina (en particular Brasil y China) mostrarían cierta moderación en el crecimiento económico, aunque mantendrían una importante expansión. En este escenario, las políticas se orientarían a contener los procesos de aceleración inflacionaria registrados recientemente y a mejorar sus posiciones fiscales (ver Gráfico II.6).

En el caso particular de China, ante el fuerte dinamismo económico y la aceleración de la suba de los precios, la autoridad monetaria decidió implementar nuevas medidas de carácter contractivo. La continuidad y profundización de este sesgo monetario y su potencial impacto sobre el crecimiento de



China ha sido percibido por el mercado como un factor de riesgo sobre la trayectoria de la economía mundial.

La persistencia de elevada liquidez, los diferenciales de rendimientos y las favorables perspectivas económicas seguirían estimulando los flujos de capitales hacia las regiones en desarrollo, intensificando las tensiones cambiarias. Se espera que se profundicen las medidas de regulación de la cuenta capital y el uso de otros instrumentos ante la apreciación constante de las monedas, las potenciales burbujas sobre los precios de los activos y el crecimiento excesivo del crédito en relación a sus fundamentos o capacidades productivas. En este contexto, cobrará mayor relevancia la esterilización que llevarán adelante los bancos centrales como consecuencia de la intervención en los mercados cambiarios. Asimismo, continuarán vigentes los debates sobre la evolución de la competitividad externa y la conveniencia y/o capacidad de contención de las mayores presiones inflacionarias, en una situación en la que el aumento de tasas interés estimula aún más el ingreso de capitales de corto plazo.

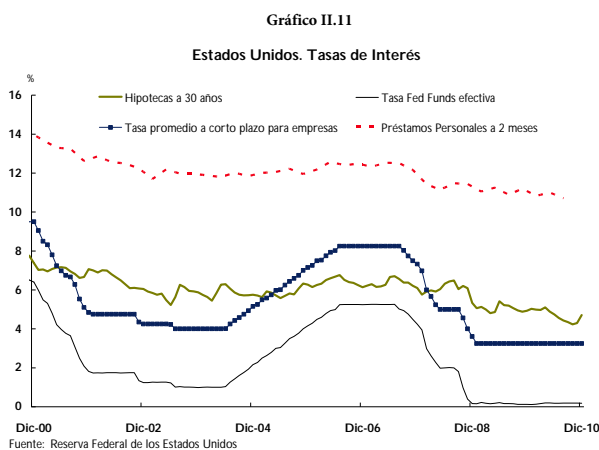
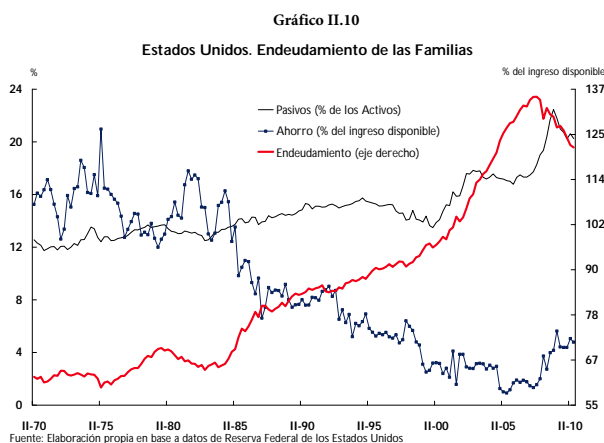
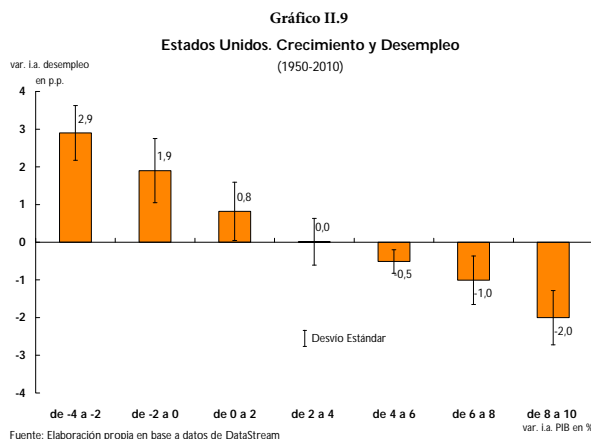
Además de los temores que genera al mercado la política económica más restrictiva en China por su potencial impacto sobre el crecimiento global, el escenario internacional estará caracterizado por la incertidumbre en torno a si la crisis financiera en algunos de los países de la zona del euro podrá ser contenida, agravado por las consecuencias –en materia de crecimiento y empleo– de la implementación en diversos países de planes de ajuste fiscal que limitarían aún más la recuperación económica.

La persistencia de desequilibrios macroeconómicos en las principales economías avanzadas tensiona la relación de sus monedas. El euro tendería a debilitarse dada la crisis que persiste en algunos países de la zona y su potencial impacto sobre el sistema financiero regional, mientras que la política monetaria más laxa de Estados Unidos presionaría a la baja el valor del dólar. Así, se prevé que continúe la volatilidad en la cotización euro/dólar dada la incertidumbre acerca de cuál de estos factores contrapuestos primará sobre el valor de las monedas.

II.3 Economías Avanzadas

Estados Unidos

El Producto de Estados Unidos durante el tercer trimestre del año pasado se expandió 2,6% trimestral anualizado sin estacionalidad (s.e.; ver Gráfico II.7). Hacia fines de 2010, la actividad económica estadounidense comenzó a evidenciar algunos signos positivos. La mayor debilidad del dólar impulsó la demanda externa, en tanto que aún en un escenario en el que el mercado de trabajo continúa exhibiendo una significa-



tiva fragilidad, el Consumo Privado registró un comportamiento mejor al esperado, impulsado por la mejora del ingreso disponible (ver Gráfico II.8).

Si bien en diciembre la tasa de desempleo se redujo 0,4 p.p. hasta 9,4% de la Población Económicamente Activa (PEA), la misma registra desde inicios de 2009 valores superiores al 9%. Esto llevó a que la duración promedio del desempleo se duplicara en los últimos dos años.

La relación histórica entre crecimiento y empleo da cuenta que durante los períodos en que el PIB tuvo una expansión de entre 2% interanual (i.a.) y 4% i.a., la reducción interanual promedio del desempleo fue casi nula (ver Gráfico II.9). Para lograr una disminución significativa del desempleo, la economía norteamericana tendría que verificar durante varios años tasas de crecimientos superiores al 4% i.a.. De manera consistente con la evidencia histórica y dada la variación del Producto prevista para el presente año, se espera una reducción leve de la tasa de desempleo.

Más allá de la mejora marginal de diversos indicadores de la actividad económica norteamericana en los meses recientes, para 2011 se prevé una expansión de 2,8%, similar a la registrada en 2010. Este desempeño estaría determinado por un limitado crecimiento del consumo de las familias en un escenario en donde los factores que condicionaron la evolución del mismo durante el año previo se mantendrían.

Si bien la riqueza de las familias en el tercer trimestre del año recuperó parte de la caída verificada entre abril y junio, aún se ubica en niveles similares a los del primer trimestre de 2005. Asimismo, las condiciones imperantes en el mercado inmobiliario hacen prever que los precios de las viviendas se mantendrán estables, por lo que la riqueza de las familias no tendería a aumentar de forma significativa. Sumado a estos factores se destaca que más allá de la disminución reciente, el nivel de endeudamiento de los hogares norteamericanos es aún elevado en un contexto de alto desempleo (ver Gráfico II.10).

Estos factores que condicionan al consumo de las familias también estarían limitando la normalización del mercado de crédito norteamericano. A pesar de la flexibilización de los requisitos de acceso al crédito observada desde mediados de año y la suba del ingreso disponible, que mejoran la posición de las familias a la hora de pedir financiamiento, los préstamos personales e hipotecarios continúan en descenso. Por su parte, las perspectivas de un crecimiento débil en el gasto de consumo desalienta la inversión, limitando la expansión del crédito empresarial. Además, más allá de los esfuerzos realizados por la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) desde fines de 2007, la reducción de la tasa de interés de referencia no se reflejó de manera significativa sobre las tasas de

los préstamos personales y, fundamentalmente, sobre las tasas de más largo plazo como la de los créditos hipotecarios (ver Gráfico II.11).

Ante este escenario, la autoridad monetaria reforzó la política de reducción de la tasa de interés con diversas medidas tendientes a incrementar la liquidez del mercado. Sin embargo, del análisis surge que la mayor disponibilidad de los fondos, en un escenario de tasa de interés de referencia históricamente baja, no ha ayudado a incrementar el financiamiento al sector privado no financiero, de hecho, en los últimos años este sector redujo su nivel de endeudamiento (ver Gráfico II.12).

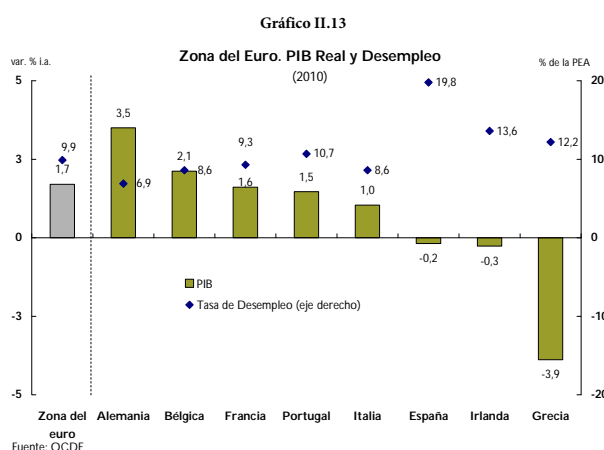
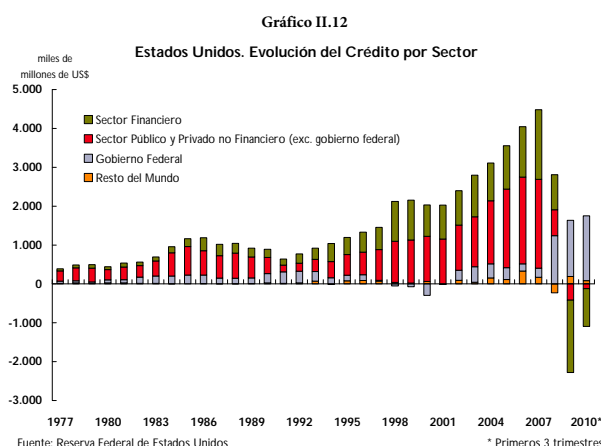
En este contexto, la Fed lanzó el segundo programa de expansión monetaria (*quantitative easing II* -QEII) por un monto de US\$600.000 millones (4,1% del PIB), que se adicionan a las medidas anunciadas en los meses previos de recompra con vencimientos de títulos del Tesoro¹.

En materia fiscal el gobierno aprobó la extensión por dos años de los programas de recortes impositivos que se implementaron en 2001 y 2003. Asimismo, el paquete incluyó la reducción en 2 p.p. de las cargas sociales del empleador y el otorgamiento de beneficios adicionales a los desempleados hasta finales de 2011. Se prevé que el costo fiscal total de esta extensión por dos años sea de aproximadamente US\$858.000 millones (6% del PIB). En la actualidad el déficit fiscal proyectado en el Presupuesto para 2011 y 2012 es de 8,5% y 7%.

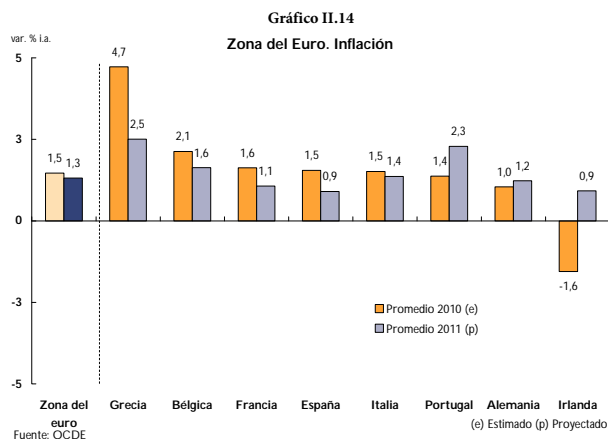
En 2011 diversos factores seguirían limitando el desempeño del Consumo Privado. En este contexto, y sumado al desvanecimiento del efecto recomposición del ciclo de inventarios y al débil desempeño del mercado inmobiliario, se observaría una menor contribución de la Inversión al crecimiento. Con todo, en 2011 la economía norteamericana crecería a un ritmo similar a la del 2010.

Europa

La economía europea presenta una dinámica de crecimiento aún más moderada que la de Estados Unidos. Durante el tercer trimestre de 2010, el PIB de la zona del euro aumentó 1,5% trimestral anualizado s.e., con una contribución similar de todos los componentes de la Demanda Agregada. Así, el año pasado habría finalizado con un crecimiento de 1,7%, en tanto para 2011 se espera una expansión de la actividad económica similar, con una notoria disparidad entre los países miembros de la zona (ver Gráfico II.13).

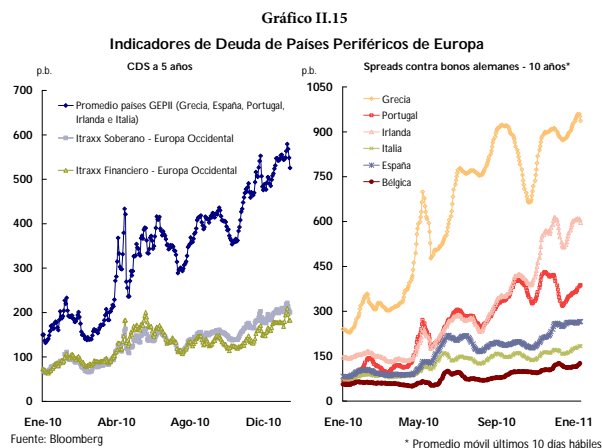


¹ Para mayor información ver **Informe de Inflación** Cuarto Trimestre de 2010, Capítulo II. Contexto Internacional.



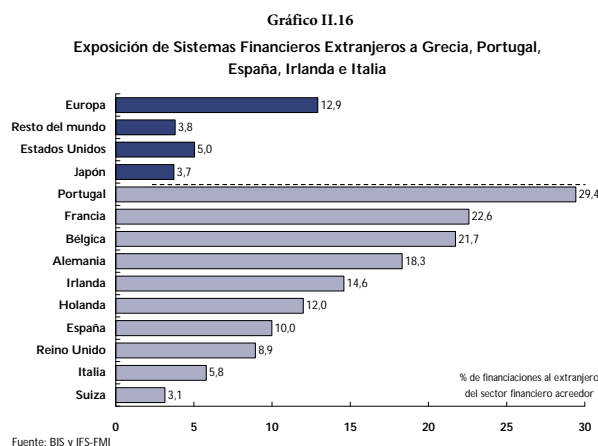
Los indicadores adelantados de actividad económica del cuarto trimestre presentaron resultados mixtos. La producción industrial continuó creciendo en términos interanuales aunque mantuvo la tendencia a la desaceleración iniciada a mediados de 2010. La suba de la actividad en este sector estuvo determinada principalmente por Alemania, en tanto que el menor dinamismo registrado desde junio del año pasado respondió a la evolución de la industria en otros países centrales, tales como Italia y España.

En el mercado de trabajo aún persiste una elevada tasa de desempleo, que alcanzó un nivel promedio en 2010 cercano a 10% de la PEA, siendo el mayor porcentaje desde 1998. En un análisis por país, se destaca que las economías con mayor desempleo de la zona del euro son España, Irlanda y Portugal (19,8%, 13,6% y 10,7% de la PEA, respectivamente).



La heterogeneidad entre países en lo que respecta a crecimiento económico y tasas de desempleo también se hace extensiva a la evolución de los precios (ver Gráfico II.14). Si bien el aumento de los precios, en el promedio de la zona, se ubicó en un rango cercano a la meta del Banco Central Europeo (BCE), algunas de las economías más débiles, a pesar de la desaceleración en el ritmo de aumento de los precios, aún registran tasas de inflación por encima de la media de la región, lo que reduce su competitividad externa.

Desde mediados de octubre volvieron a intensificarse las preocupaciones en lo que respecta a la posibilidad de refinanciación de los vencimientos de deuda de algunas economías vulnerables de la zona del euro, con especial énfasis en países como Irlanda, Portugal y España (además de Grecia y, en menor medida, Italia²). Las calificadoras de riesgo revisaron a la baja sus evaluaciones para diversas economías de la zona del euro, de modo que los *spreads* de la deuda de los países en situación más vulnerable siguieron ampliándose y marcando nuevos máximos (ver Gráfico II.15).



A la situación comprometida de los sistemas financieros de algunas economías, como Irlanda, España y Portugal, se suman los riesgos del impacto de deterioros en los precios de los activos o eventuales reestructuraciones sobre el balance de sistemas bancarios con alta exposición a las economías vulnerables (ver Gráfico II.16). Asimismo, persiste una alta dependencia del sistema bancario respecto del fondeo mayorista, con fuertes vencimientos de deuda en 2011 -sobre todo en el primer semestre-.

En el contexto de diversidad de realidades económicas, el BCE decidió mantener la tasa de interés de referencia inalterada en 1%. Asimismo, continuó realizando esfuerzos para apuntalar a los mercados a partir de crecientes compras de tí-

² La situación de Bélgica (con alta exposición a economías en problemas, como Irlanda) también comenzó a estar en el centro de las preocupaciones de los inversores en los últimos meses.

tulos públicos de las economías más débiles, mantenimiento de las líneas especiales de liquidez -que originalmente iban a levantarse en diciembre- y la recapitalización del propio BCE.

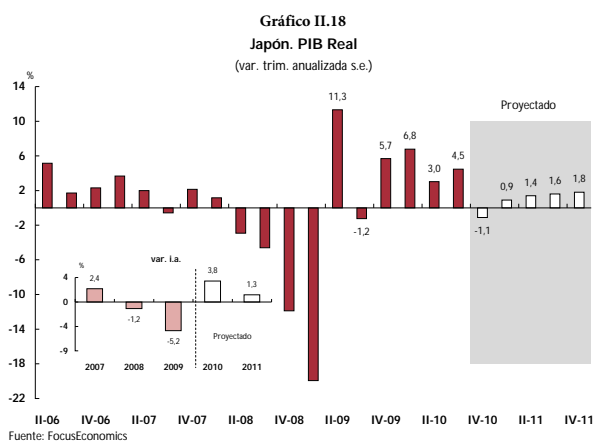
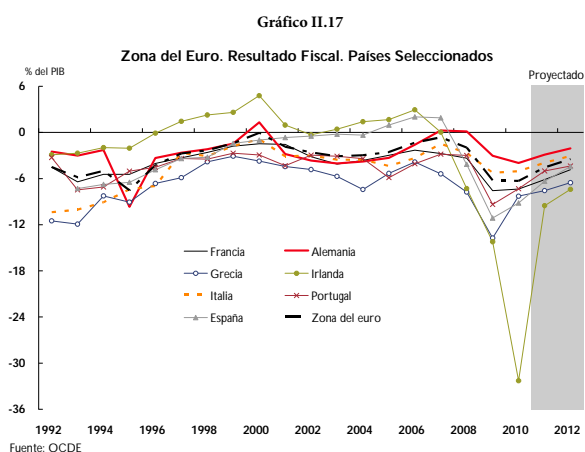
En materia fiscal, el déficit previsto en 2010 para la zona del euro es de 6,2% del PIB, y para 2011 de 4,9%. Sin embargo, también aquí las diferencias son muy marcadas entre los países. En Alemania, una de las naciones con mejor posición fiscal, el déficit representó cerca de 4% del PIB, en tanto en Irlanda el resultado fiscal para 2010 habría sido de -32% del Producto, con un fuerte deterioro en el último año consecuencia del salvataje al sistema financiero (ver Gráfico II.17). Contrastes similares se observan al analizar la deuda pública. Los planes de ajuste adoptados, que prevén una reducción sustancial del déficit fiscal con un estrecho cronograma de cumplimiento, constituyen un riesgo significativo para sostener el crecimiento de la región.

La tensión en los mercados europeos se mantendría en los próximos meses, por la incertidumbre con respecto a la situación presupuestaria de las economías más débiles (aplicabilidad y efectos de las medidas de ajuste anunciadas, costos asociados a salvatajes de bancos), la posibilidad de que otras economías se vean obligadas a solicitar ayuda³ o que deba avanzarse en la reestructuración de deudas.

Pese a que se espera que estos focos de tensión sigan generando volatilidad en 2011, se considera que la situación de crisis extrema está contenida, al tiempo que las autoridades han dado claras señales con respecto a su voluntad de evitar eventos de carácter sistémico que afecten al euro⁴. En tal sentido, queda por verse como evoluciona la situación a lo largo de 2011, con importantes vencimientos de deuda pública española y portuguesa en marzo-abril, junio-julio y octubre. Por su parte, ya se debate la posibilidad de que se implementen medidas adicionales⁵, mientras que deberán definirse cuáles serán los detalles del mecanismo permanente para administrar crisis que reemplazará a la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, a su vencimiento en 2013. Diversos analistas proponen establecer un esquema de reestructuración de deudas.

Japón

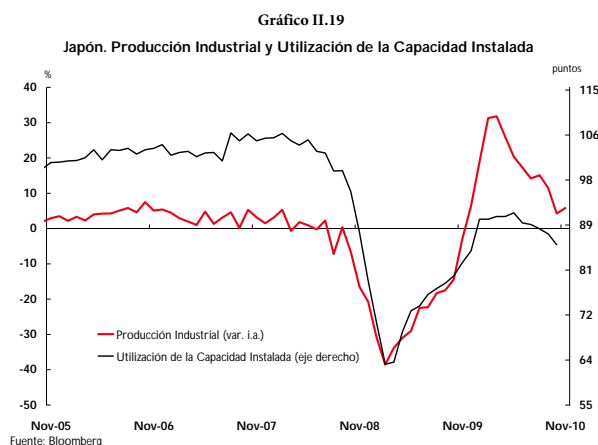
La economía japonesa creció 4,5% trimestral anualizado s.e. en el tercer trimestre del año, acumulando así el cuarto período consecutivo de crecimiento superior al 3% (ver Gráfico II.18). De este modo, se estima que 2010 habría finalizado



³ Tras el salvataje de Grecia en el segundo trimestre del año, en noviembre Irlanda debió solicitar asistencia (para recapitalizar bancos y para cubrir necesidades financieras).

⁴ Dado que las autoridades han decidido mantener un comportamiento de tipo reactivo, evaluando su respuesta caso por caso, no se descartan episodios de rápido deterioro en los mercados debido a problemas de coordinación.

⁵ Ampliación del Mecanismo de Estabilidad Financiera, eventuales compras de títulos públicos a gran escala por parte del BCE, mantenimiento de sus medidas extraordinarias de liquidez, realización de nuevos *stress tests* para bancos, etc.



con un aumento del nivel de actividad económica de 3,8% i.a.. El marcado crecimiento de 2010 respondió principalmente a las medidas de estímulo fiscal, a la recuperación de la demanda externa y a la recomposición de *stocks*. Para el año en curso, previéndose el paulatino desvanecimiento de los planes de estímulo y, terminado el ciclo de acumulación de inventarios, se pronostica una significativa desaceleración de la tasa de crecimiento del Producto (1,3%).

Los indicadores adelantados de actividad económica exhibieron un debilitamiento durante el último trimestre. En particular, la producción industrial presentó una marcada desaceleración, asociada al efecto base de comparación y a la menor expansión de la demanda interna y externa. Así, pasaría de una expansión anual de 15,8% en 2010 a 0,3% este año⁶, aún por debajo de los niveles previos a la crisis (ver Gráfico II.19). De este modo, la utilización de la capacidad instalada permanecería en niveles relativamente bajos.

La tasa de desocupación se ubicó en 5,1% de la PEA, permaneciendo en torno al máximo valor de la serie (5,6% en julio de 2009) iniciada en el año 2000.

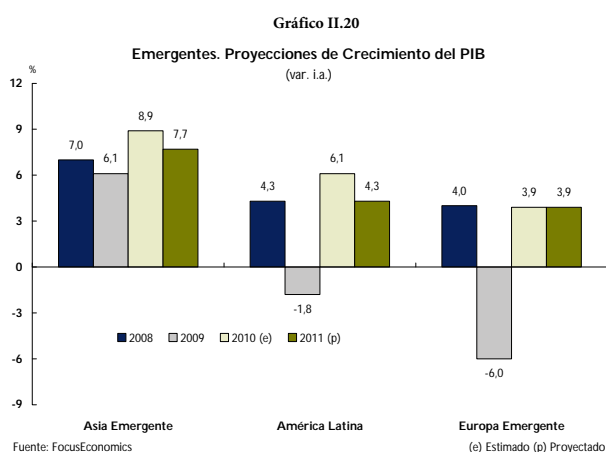
En el plano fiscal, el déficit financiero de la economía japonesa habría finalizado 2010 en 8,8% del PIB y se ubicaría en un nivel similar durante el presente año. La deuda pública de Japón, la más elevada entre las principales economías del mundo, se incrementaría 9 p.p. hasta 234% del Producto en 2011.

Tras un período de deflación que duró más de 20 meses, los precios al consumidor comenzaron a mostrar variaciones levemente positivas en el último trimestre del año. Para el corriente año se espera un incremento del nivel de precios a nivel nacional de 0,4%.

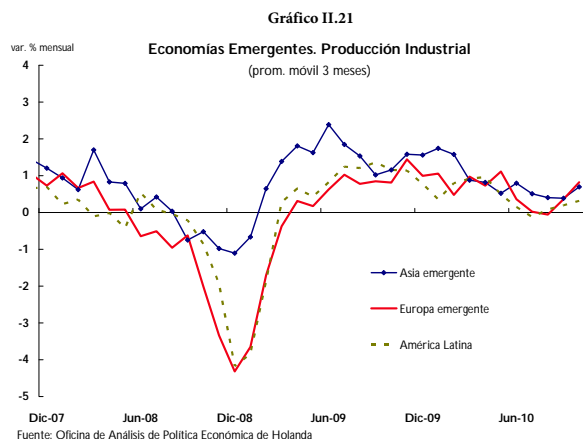
En este marco, el Banco de Japón (BoJ) mantuvo su tasa de interés de referencia cercana al 0% y continuó inyectando liquidez en el mercado a través de la compra de activos y líneas de préstamos a bancos. Se espera que este sesgo de política se prolongue al menos durante todo el primer semestre del año en curso.

II.4 Economías Emergentes

En el último trimestre de 2010, las economías emergentes continuaron mostrando un comportamiento más dinámico que las avanzadas, aunque también exhibieron una desaceleración de su ritmo de expansión. Para 2011 se espera una nueva moderación en la tasa crecimiento, no obstante seguirían siendo el motor del crecimiento global (ver Gráfico II.20).

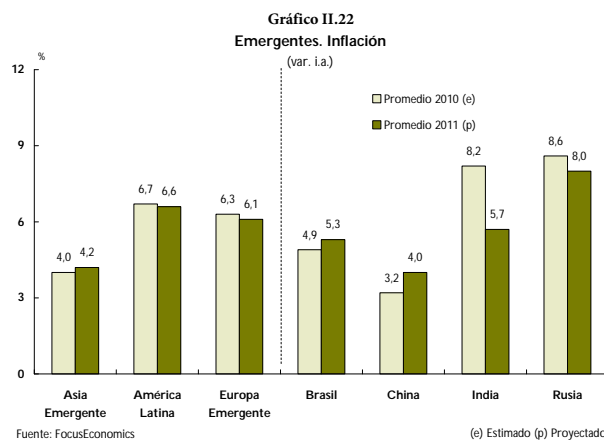


⁶ De acuerdo a los pronósticos de FocusEconomics del 23 de diciembre de 2010.



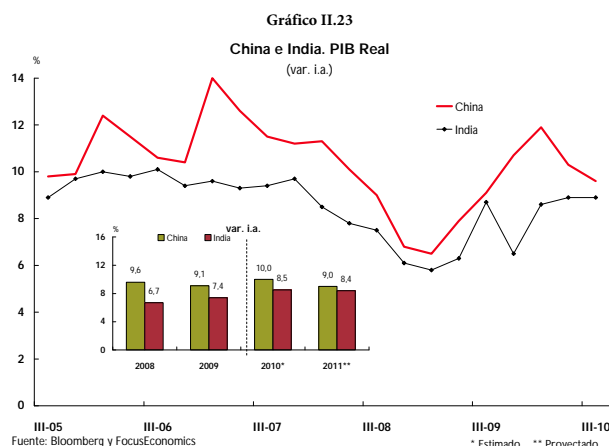
La actividad industrial en las regiones emergentes mejoró a lo largo de 2010, principalmente en Asia, que sigue liderando el crecimiento para el conjunto de estos países (ver Gráfico II.21). Asimismo, el consumo se incrementó, aunque en Europa emergente se observó un menor dinamismo. Acompañando la trayectoria económica, y contrastando con la evolución verificada en las economías avanzadas, en general, los mercados de trabajo siguen exhibiendo signos de mejora, al reducirse la tasa de desempleo, lo que permitiría dar soporte al gasto de las familias.

Si bien las proyecciones de inflación se incrementaron para la mayoría de los países emergentes, principalmente por efecto del alza de las cotizaciones de los productos primarios, la suba de los precios se mantendría contenida en 2011 (ver Gráfico II.22).



La combinación de mayores alzas en los precios y la dinámica de los flujos de capitales hacia países emergentes plantearían desafíos significativos para las autoridades monetarias en 2011. Para evitar mayores apreciaciones de sus monedas, necesitarán continuar con sus políticas de intervención en los mercados y regular la entrada de capitales de corto plazo. En este marco, cobrarán relevancia los costos de esterilización, la efectividad de la tasa de interés doméstica en un contexto de amplia liquidez internacional y la calibración de los controles de capitales.

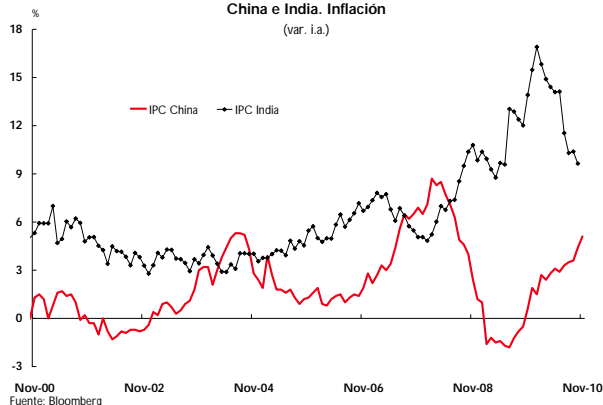
En este escenario de recuperación económica, se prevé una política fiscal tendiente a mejorar las finanzas públicas luego del relativo deterioro reciente producto de una combinación de menores ingresos, que en parte acompañaron el débil desempeño económico, y mayores gastos, en un marco de la aplicación de una política fiscal contracíclica.



Las perspectivas de expansión de Europa emergente mejoraron en el último trimestre, previéndose una suba del PIB de 3,9% en 2011, similar a la estimada para 2010. Por primera vez desde 2007, todos los países de la región evidenciarían variaciones positivas del Producto.

En tanto, las proyecciones de actividad económica para Asia emergente siguieron incrementándose, ubicando a la expansión esperada para 2011 en 7,7%. Las dos principales economías de la región, China e India, seguirán liderando el crecimiento. Más allá de los temores del mercado en torno al impacto de una política económica más restrictiva en China, aún se espera una expansión del Producto de este país asiático en torno a 9%.

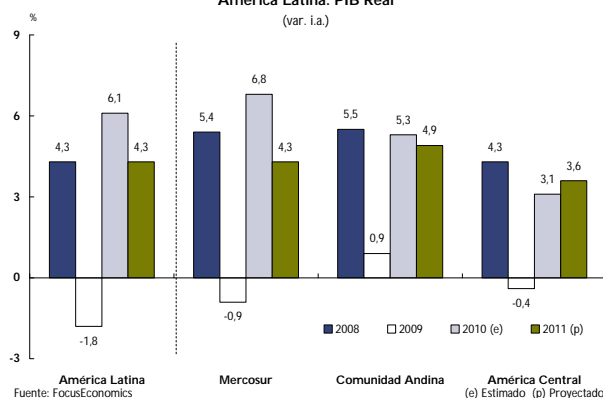
Gráfico II.24

China e India. Inflación
(var. i.a.)

El fuerte crecimiento económico de China en 2010 fue impulsado por la demanda interna (ver Gráfico II.23). En un escenario de ligera apreciación cambiaria del renminbi respecto al dólar (2,6% i.a.), el superávit comercial acumulado en los últimos 12 meses aumentó en términos interanuales.

Se observan buenas perspectivas de crecimiento así como una sólida posición externa y fiscal del país. En este contexto, las autoridades estarían buscando adecuar el ritmo de expansión a niveles consistentes con tasas de inflación más moderadas, ya que el índice de precios minoristas alcanzó en noviembre la variación más alta desde julio de 2008 (5,1% i.a.), principalmente impulsado por los precios de los alimentos que crecieron 11,7% (ver Gráfico II.24).

Gráfico II.25

América Latina. PIB Real
(var. i.a.)

La autoridad monetaria intensificó el uso de medidas de carácter contractivo, aumentando las exigencias de reservas a los bancos en cuatro oportunidades desde octubre pasado y elevando la tasa de interés de referencia en dos oportunidades. Este comportamiento fue percibido por el mercado como un riesgo de desaceleración de la economía global, lo que generó cierta volatilidad financiera. En materia fiscal, tras el retiro de las medidas de estímulo lanzadas a finales de 2008, se espera que el déficit fiscal en 2011 sea menor al del año pasado (2,7% del PIB en 2010 y 1,8% en 2011), con un mayor énfasis en el gasto social y menor en infraestructura. El endeudamiento público sería en el corriente año de 17,5% del Producto.

América Latina

América Latina continuó expandiéndose en el cuarto trimestre aunque, en línea con la tendencia global, a un ritmo inferior. La demanda interna y el mayor dinamismo de la interacción comercial externa, en especial con otras regiones emergentes, permitieron la continua mejora económica de la región. De esta manera, aumentaron levemente las proyecciones de crecimiento para 2010 a 6,1%, moderándose a 4,3% en 2011. Así, el año pasado sería el de mayor crecimiento para la región desde 2004.

No obstante, se destaca que el comportamiento por subregiones fue heterogéneo, registrándose un crecimiento superior en América del Sur (ver Gráfico II.25).

El alza de los precios de las materias primas impactó positivamente sobre los términos de intercambio de los países de América Latina, donde se concentran los principales exportadores de *commodities*, mientras que Cen-

Gráfico II.26

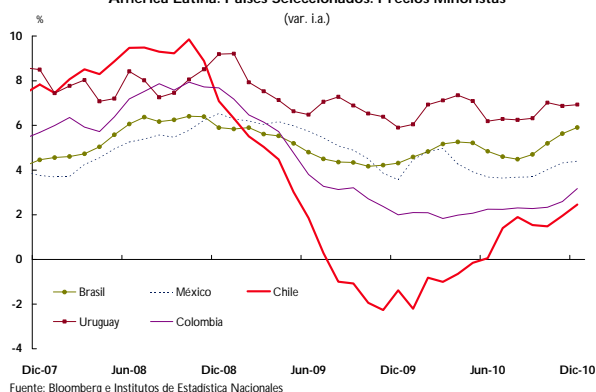
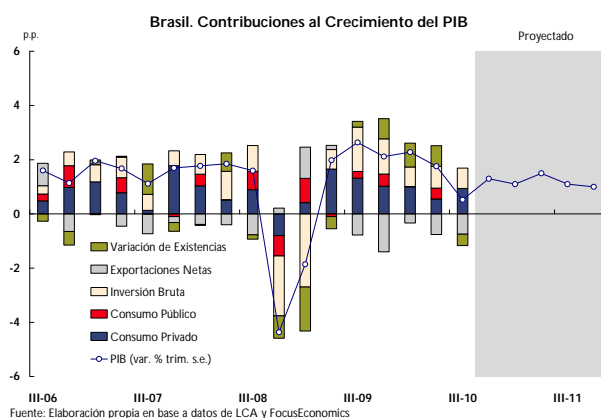
América Latina. Países Seleccionados. Precios Minoristas
(var. i.a.)

Gráfico II.27

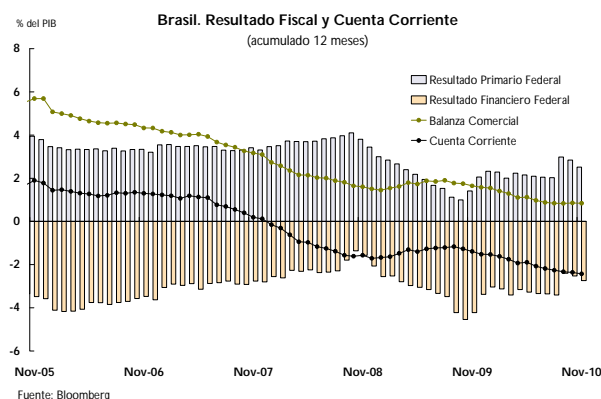


troamérica sufrió un impacto negativo por constituir un importador neto de estos productos.

La suba de las cotizaciones de los *commodities* tuvo impacto en la dinámica de los precios en la región aunque para 2011 las perspectivas de inflación se mantienen en niveles similares a los registros de 2010, en torno a 6,5% (ver Gráfico II.26).

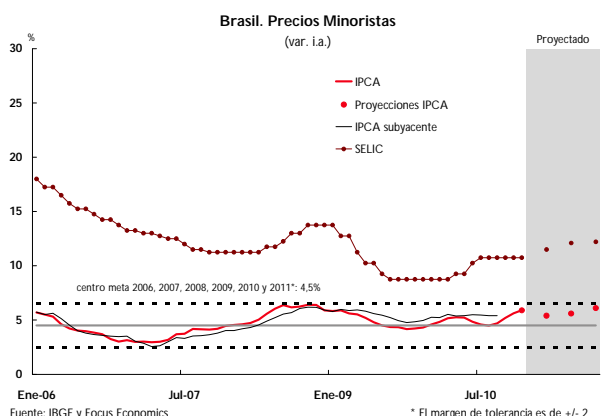
En Brasil, el principal socio comercial de Argentina, el Producto habría crecido 7,6% en 2010, y se estima un incremento de 4,5% para el corriente año, que continuaría siendo impulsado por la sólida demanda interna (ver Gráfico II.27). En los últimos meses de 2010 la producción industrial siguió creciendo, al tiempo que los indicadores de confianza anticipan para 2011 una continuidad de esta tendencia. Asimismo, el desempleo se encuentra en el mínimo nivel de la última década.

Gráfico II.28



Sin embargo, en los meses recientes se observó una aceleración de la inflación, a lo que se suman las preocupaciones por la fuerte apreciación del tipo de cambio relacionada con el ingreso de capitales. La conjunción de estos factores impacta en la competitividad de la economía, que junto a la fuerte expansión de las importaciones (consecuencia del nivel de actividad), se vio reflejada en la reducción del saldo comercial y el deterioro de la Cuenta Corriente (ver Gráfico II.28).

Gráfico II.29

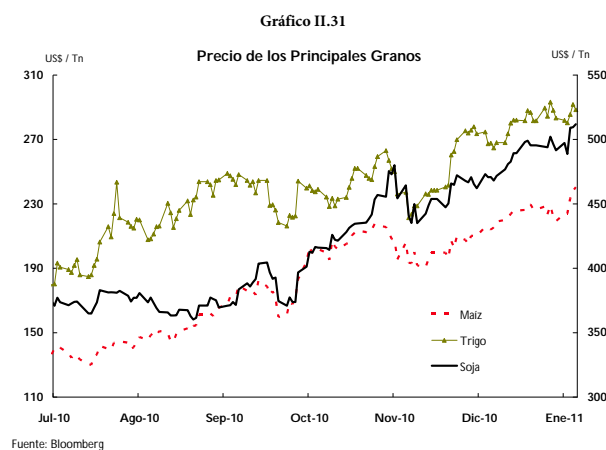
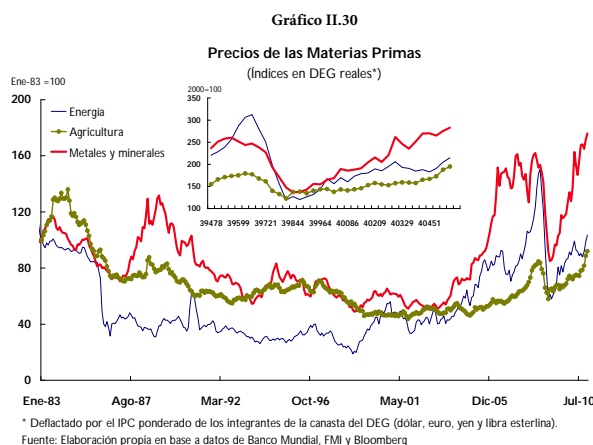


Luego de las sucesivas subas en la tasa del impuesto a la entrada de capitales⁷, el Banco Central de Brasil impuso a los bancos un encaje del 60% sobre las posiciones de cambio vendidas que excedan los US\$3.000 millones o su propio capital de referencia a partir de abril de 2011. Dicho encaje se deberá depositar en el Banco Central y no devengará intereses. Asimismo, la autoridad monetaria volvió a intervenir en los mercados de futuros del real. Estas medidas buscan desincentivar aquellas posiciones que especulan con una apreciación de la moneda brasileña. Por su parte, frente a la mayor inflación, se proyecta que el Banco Central de Brasil (BCB) aumente la tasa de referencia SELIC durante el primer trimestre de 2011⁸ (ver Gráfico II.29).

En este contexto, y con la llegada de un nuevo gobierno, se realizaron algunos anuncios, entre los que se destacan un recorte fiscal, la baja de la meta de inflación para 2013, reducción de impuestos para aumentar la competitividad en ciertos sectores productivos y privatizaciones

⁷ El BCB en octubre aumentó en dos oportunidades, con dos semanas de diferencia, la tasa del Impuesto sobre las Operaciones Financieras (IOF) que grava las aplicaciones de capital extranjero en activos de renta fija brasileña y fondos de inversión. Para mayor información ver **Informe de Inflación** Cuarto Trimestre de 2010, Capítulo II. Contexto Internacional.

⁸ Posterior a la fecha de cierre estadístico de este informe, el 19 de enero de 2011, el BCB subió la tasa SELIC en 0,5 p.p. hasta 11,25%.



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

		Campaña 2009/10 (mill. Tn.)	Campaña 2010/11 (mill. Tn.) OCTUBRE	Campaña 2010/11 (mill. Tn.) ENERO	Efecto sobre el precio
Soja	Oferta total*	304,1	315,7	315,8	-
	Demanda total	238,5	252,4	255,5	+
	Stocks finales	60,4	61,4	58,3	+
Trigo	Oferta total*	848,0	838,0	843,3	-
	Demanda total	652,6	663,3	665,3	+
	Stocks finales	195,4	174,7	178,0	-
Maíz	Oferta total*	961,6	967,7	963,1	+
	Demanda total	813,7	835,4	836,1	+
	Stocks finales	148,0	132,4	127,0	+
Arroz	Oferta total*	532,7	547,0	547,1	-
	Demanda total	437,3	452,7	452,8	+
	Stocks finales	95,4	94,3	94,4	-

*La Oferta total incluye la producción total + stocks iniciales

Estimado a enero 2011.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA

(para mejorar la infraestructura especialmente para los eventos deportivos de 2014 y 2016).

En México, la actividad económica mostró cierta moderación en la segunda parte de 2010, que continuaría durante el año en curso. De todas formas, el Producto se expandió el año pasado cerca de 5%, reflejando tasas similares a las registradas en los períodos previos al inicio de la crisis *subprime*. No obstante, la inflación siguió acelerándose y se ubica por encima de la meta. El banco central mantuvo la tasa de interés de referencia inalterada por decimosexto mes consecutivo priorizando dinamizar la economía. Durante 2011, el resultado primario del sector público mostraría cierta recuperación, básicamente a partir de un menor nivel de gasto.

Por su parte, en Chile se exhibiría una leve aceleración en el ritmo de crecimiento de la actividad durante el corriente año. Si bien la inflación minorista se encuentra en línea con la meta establecida por el banco central, en los últimos meses mostró cierta aceleración. En este marco, la autoridad monetaria continuó incrementando la tasa de interés de referencia, que en la actualidad se ubica en 3,25%. Cabe destacar que el Banco Central de Chile anunció recientemente un programa de intervención cambiaria para aumentar alrededor de 40% sus reservas internacionales hasta un nivel cercano al 17% del PIB a fines de 2011, suavizando los efectos de la entrada de capitales especulativos en el peso chileno. En el plano fiscal, se observaría una mejora en las cuentas públicas, impulsada tanto por mayores ingresos como por menores erogaciones en términos del Producto.

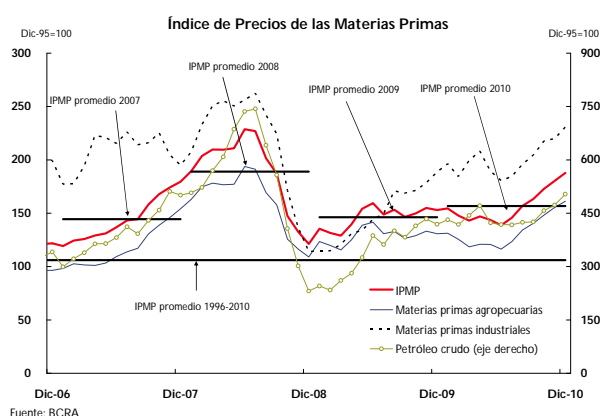
Para el resto de los países de América Latina se espera un crecimiento levemente inferior en 2011 respecto del año pasado.

II.5 Precios de las Materias Primas

En el cuarto trimestre de 2010 las cotizaciones de las materias primas continuaron con la marcada tendencia alcista, ubicándose en valores superiores a los de un año atrás. La incertidumbre que caracterizó a la economía mundial en relación a la evolución de la zona del euro, la debilidad de la recuperación de la actividad en algunos países avanzados y la intensificación de una política monetaria menos flexible en China imprimieron cierta volatilidad en las cotizaciones de los productos primarios. Con todo, los precios de las materias primas continúan en niveles elevados en términos reales (ver Gráfico II.30).

Los *commodities* agrícolas siguieron afectados por problemas climáticos en distintas regiones productoras, en un contexto en el que la demanda se mantiene sostenida. La sequía en Su-

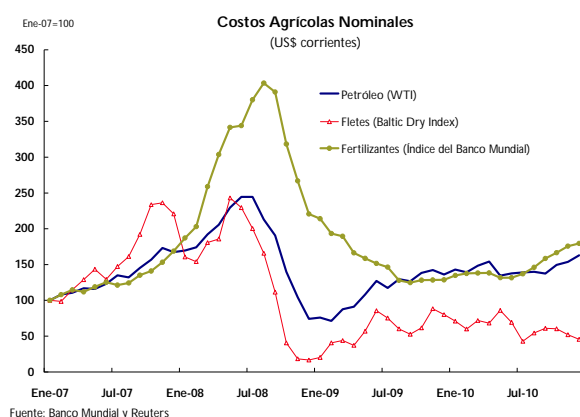
Gráfico II.32



América, asociada al fenómeno de La Niña, impactó en las producciones de soja y maíz principalmente, reduciendo los rendimientos de los cultivos (ver Apartado 4). Asimismo, la falta de humedad en Estados Unidos e inundaciones en el este de Australia impulsaron al alza el precio del trigo. Así, a fin de 2010, las cotizaciones de las materias primas agrícolas se ubicaron 27,9% por encima de los precios de un año atrás, y alcanzaron los máximos valores desde mediados de 2008 (ver Gráfico II.31 y Cuadro II.1).

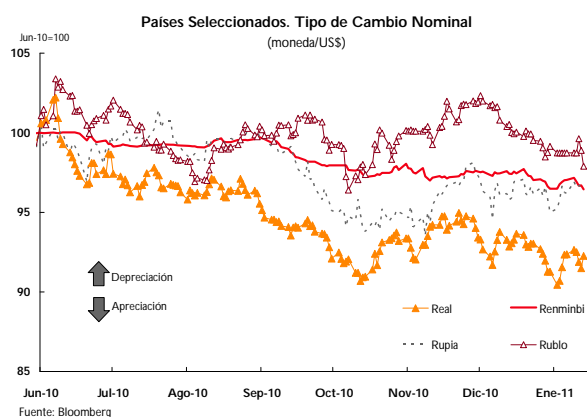
Por otra parte, las cotizaciones de los metales y minerales subieron en los últimos meses, continuando con la tendencia evidenciada desde julio, aunque las variaciones fueron menores que en el caso de los productos agrícolas. Los precios de estas materias primas industriales se ubicaron 38,6% por encima de su nivel de un año atrás, comportamiento asociado principalmente al fuerte crecimiento económico de los principales países emergentes.

Gráfico II.33



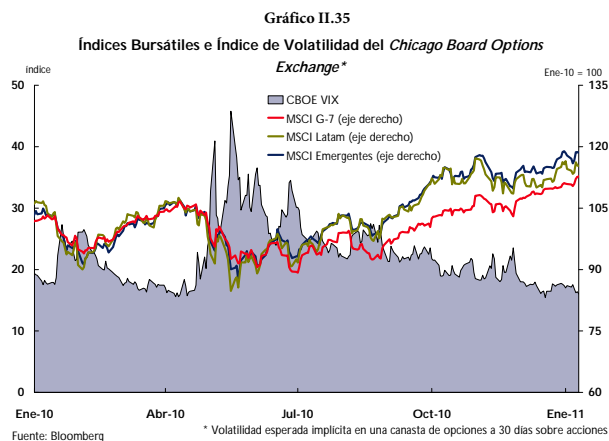
En este contexto, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA, que refleja la evolución ponderada de las cotizaciones de los productos primarios más relevantes en las exportaciones argentinas, creció en el promedio del cuarto trimestre del año 16%, aumentando 18% en términos interanuales (ver Gráfico II.32). De esta manera, el IPMP resultó 77% superior al promedio histórico de la serie iniciada en 1996. Se destacan las subas interanuales del maíz (52,2%), trigo (48,6%), del aceite de soja (41,4%), de la carne (33,7%), del cobre (31%), de los porotos de soja (21,6%) y del petróleo (20,2%). Por su parte, la cotización del acero creció 13,9%, mientras que la de los *pellets* de soja lo hizo en 8% y la del aluminio en 7,8%. En particular, el mayor impulso a los precios de los productos agropecuarios en el primer semestre provino de la carne, que registró alzas interanuales sistemáticas de dos cifras, con un significativo aumento en los meses de marzo y abril. Si bien desde agosto de 2010 las cotizaciones de este producto volvieron a acelerar su ritmo de suba, el alza de los granos ganó protagonismo.

Gráfico II.34



Los costos de producción y comercialización tuvieron poca influencia en las alzas de los precios. A pesar de la suba del petróleo, las tarifas de fletes marítimos para cargamentos secos a granel se mantuvieron estables en este último trimestre. En particular, el *Baltic Dry Index* (BDI -que posee alta volatilidad-) disminuyó 0,2% en el promedio del trimestre, al tiempo que se ubica 31,3% por debajo de los valores de un año atrás. Por su parte, los precios de los fertilizantes aumentaron 18,2% en el periodo (35,5% i.a.), y alcanzaron en diciembre el valor más alto desde marzo de 2009 (ver Gráfico II.33).

El panorama hacia 2011 es favorable para las cotizaciones, teniendo en cuenta el crecimiento previsto de la economía mundial, en particular de las regiones emergentes, así como también factores estructurales entre los que se encuentran la

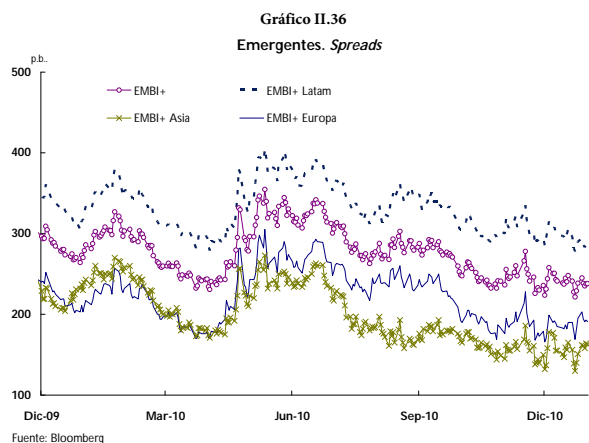


creciente demanda de alimentos en el mundo emergente y el desarrollo de la industria de biocombustibles. Adicionalmente, los riesgos climáticos (principalmente el impacto de La Niña en Sudamérica) seguirán presionando al alza de los precios por lo menos hasta mediados de 2011, sobre todo considerando el escenario actual de reducidos niveles de *stocks*, que incrementan el potencial disruptivo de eventuales pérdidas de producción.

II.6 Flujo de Capitales

En los últimos meses se mantuvo el interés por los activos de economías emergentes, incluyendo a los de América Latina. La persistencia de fuertes ingresos de capitales en las regiones emergentes responde a la conjunción de las favorables perspectivas macroeconómicas que se tienen para estas naciones y la debilidad que presentan las economías del mundo desarrollado, en un contexto de mayor apetito por el riesgo. En efecto, el índice VIX (*CBOE Volatility Index*) pasó de 21% a 16% en los últimos tres meses, volviendo a valores similares a los observados a principios de año. La continuidad de los flujos de fondos hacia las economías en desarrollo conllevó mayores expectativas de apreciación cambiaria, generando incentivos adicionales al ingreso neto de capitales hacia estas regiones⁹.

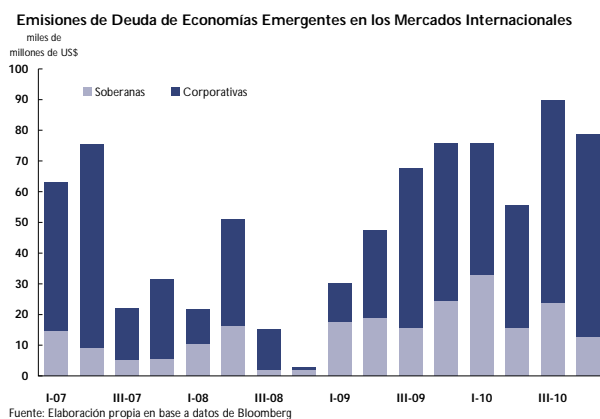
En este contexto, las monedas emergentes continuaron apreciándose frente al dólar, generando incentivos para que las autoridades monetarias intenten contener este fenómeno, destacándose el caso del real brasileño, la moneda *benchmark* de América Latina (ver Gráfico II.34).



Asimismo, se observó una mejora en los índices bursátiles de los emergentes, un recorte en los *spreads* de su deuda soberana y un continuo dinamismo en las operaciones de financiamiento llevadas a cabo en los mercados internacionales. Así, en el caso de los mercados de acciones (según el índice MSCI, medido en dólares) se registró un avance trimestral de 4,7% para la generalidad de los emergentes y de 2,4% para América Latina (ver Gráfico II.35). En materia de deuda soberana, según el índice EMBI+ los *spreads* se redujeron en el trimestre casi 35 puntos básicos (p.b.) tanto para la generalidad de los emergentes como para América Latina (ver Gráfico II.36). En lo que respecta al mercado primario de deuda, las colocaciones de emergentes en los mercados internacionales fueron por montos todavía significativos (aunque con una merma con respecto a nivel récord del trimestre anterior), sobre todo para las emisiones de empresas (ver Gráfico III.37).

⁹ Como aproximación a los ingresos de capitales hacia los emergentes, se destaca que, según datos compilados por *Emerging Portfolio Fund Research*, el agregado de los fondos especializados en acciones y activos de renta fija de emergentes registraron ingresos crecientes en el último trimestre de 2010 y cerraron el año con récord de ingresos. En el caso de los fondos especializados en deuda, se destaca para todo el 2010 el incremento observado para aquellos que se especializan en activos en moneda local.

Gráfico II.37



En la medida en que no surjan nuevos eventos de turbulencia que incentiven la preferencia por activos financieros de países industrializados, se estima que en 2011 los flujos de capitales hacia las regiones emergentes se mantendrán elevados. Según estimaciones¹⁰, en el año los flujos netos privados de capitales sumarían US\$833.500 millones para todos los emergentes, similares a 2010 (aunque representarían todavía por debajo del monto alcanzado en 2007). El 50% del total se dirigiría a Asia emergente, y el resto en partes iguales hacia América Latina y Europa emergente. Frente a las sostenidas presiones a la apreciación de sus monedas, las autoridades monetarias de las economías emergentes continuarán con su política de intervención cambiaria. En este escenario, cobrará mayor relevancia la esterilización que llevarán adelante los bancos centrales y el uso más intensivo de medidas complementarias como regulación al ingreso de capitales de corto plazo.

¹⁰ De acuerdo al *Institute of International Finance*.

III. Actividad Económica

III.1 Síntesis

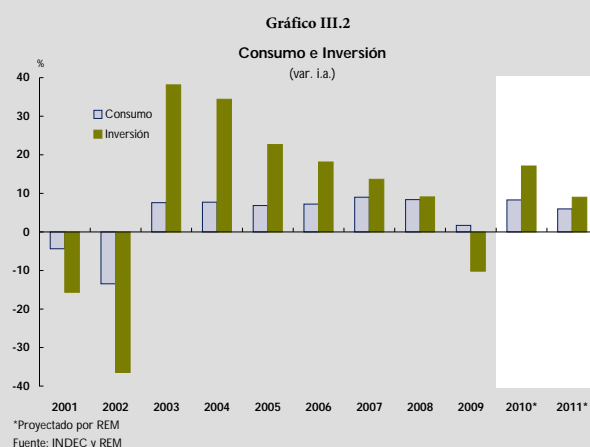
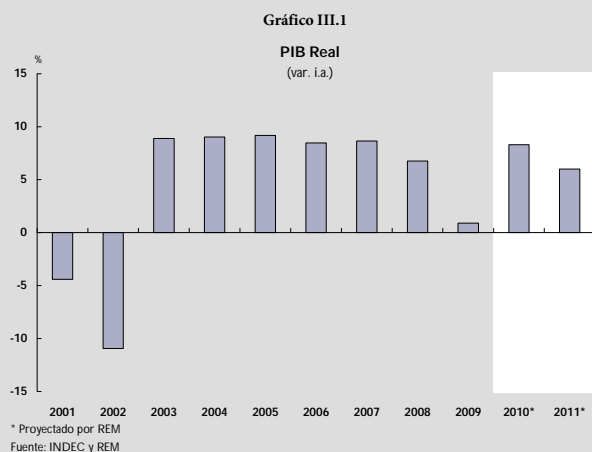
El año pasado evidenció un fuerte crecimiento económico cercano al 9%, mostrando una importante recuperación respecto a lo observado en 2009 y recobrando un desempeño similar al promedio del ciclo expansivo 2003-2008. Para 2011 se prevé la continuidad del dinamismo del Producto, basado en la consolidación del mercado interno, con una suba entre 3,5% y 6,5%, inferior a la de 2010. La desaceleración respondería, entre otros factores, al menor crecimiento de nuestros principales socios comerciales, a la reducción del aporte del sector agropecuario y a la mayor base de comparación. El piso de la banda estimada, tomando en cuenta el arrastre estadístico del año 2010 en 2011, se explica en la eventualidad de un giro adverso en el contexto internacional.

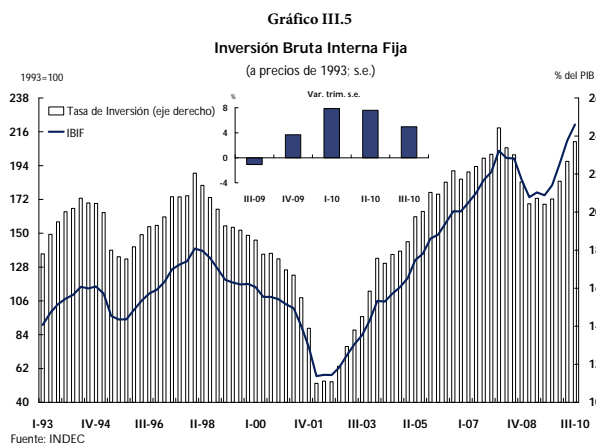
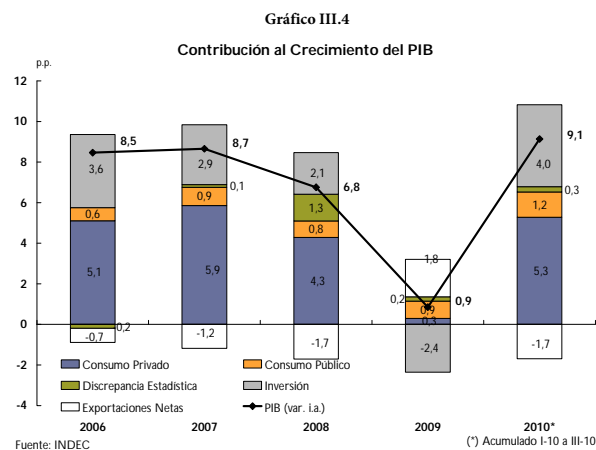
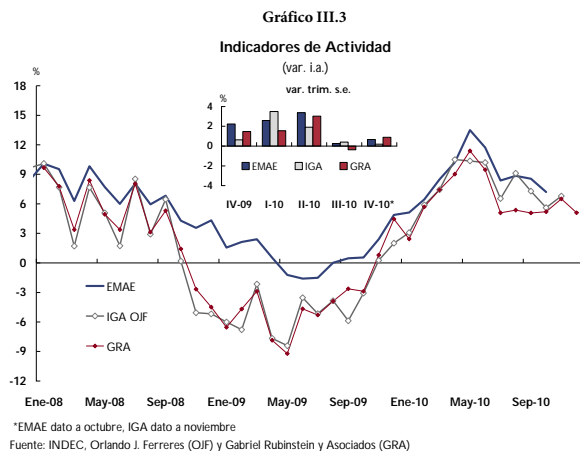
Desde el punto de vista de la demanda, en 2011 se estima que el gasto interno volvería a crecer. Luego de alcanzar un elevado nivel a fines de 2010, la inversión sería el componente más dinámico de la economía y se ubicaría en los máximos valores de los últimos treinta años. El gasto de las empresas en Equipo durable de producción continuaría incrementándose, ante la necesidad de reemplazar equipos y ampliar la capacidad productiva en varios sectores frente a una demanda interna sostenida. Por su parte, la inversión en Construcción permanecería firme, previéndose un importante impulso de la inversión pública. De este modo, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) se expandiría en 2011 por encima del promedio de la economía, llevando la Tasa de Inversión a cerca de 24% del PIB, superando los registros de 2008.

El Consumo Privado sería el principal impulsor de la economía, favorecido por las perspectivas económicas positivas, la mejora del mercado laboral y el aumento de los ingresos, tanto salariales como los provenientes de las transferencias gubernamentales al sector privado. Adicionalmente, si bien desde bajos niveles de endeudamiento, se prevé que las condiciones en el mercado de crédito continúen favoreciendo la financiación al consumo alentando el aumento del gasto de los hogares. En tanto, el Consumo Público mantendría una trayectoria expansiva similar a la de los años previos.

En cuanto al sector externo, se proyecta que las exportaciones vuelvan a crecer en el corriente año, impulsadas principalmente por el desempeño de las ventas de productos industriales, en un contexto donde la producción agropecuaria realizaría un aporte menor respecto a lo sucedido en 2010. En tanto, las importaciones registrarían un alza superior, especialmente si se confirma un crecimiento más cercano al 6,5%. De este modo, las Exportaciones Netas volverían a contribuir de manera negativa al aumento del Producto durante 2011.

Por el lado de la oferta, continuaría incrementándose la producción de bienes y de servicios, exhibiendo un crecimiento más balanceado que durante el año pasado. La industria y la construcción serían las ramas que liderarían la producción de bienes, mientras que la sequía podría afectar la producción agropecuaria, principalmente de maíz y soja. Desde el punto de vista de los servicios, el comercio y el transporte contribuirían con fuerza al aumento del sector, motorizados por la industria y el comercio internacional, demandando a su vez mayores servicios de intermediación financiera.





III.2 Demanda

El año pasado finalizó con un fuerte incremento de la actividad económica, que habría estado en torno a 9% en todo 2010, alza similar al promedio del ciclo expansivo 2003-2008. Para 2011 se prevé una continuidad en la tendencia creciente ante un mercado interno que permanecería sólido, aunque la suba del PIB sería inferior a la de 2010 (ver Gráfico III.1).

El consumo fue el principal impulsor del crecimiento económico en 2010, beneficiado por el alza del empleo, los salarios y los mayores niveles de crédito disponibles. Si bien se espera que las perspectivas favorables se mantengan este año, las tasas de crecimiento serían más moderadas que el año pasado. De esta forma, y dada su participación en el Producto, el consumo volvería a ser el principal factor de expansión económica en 2011 (ver Gráfico III.2).

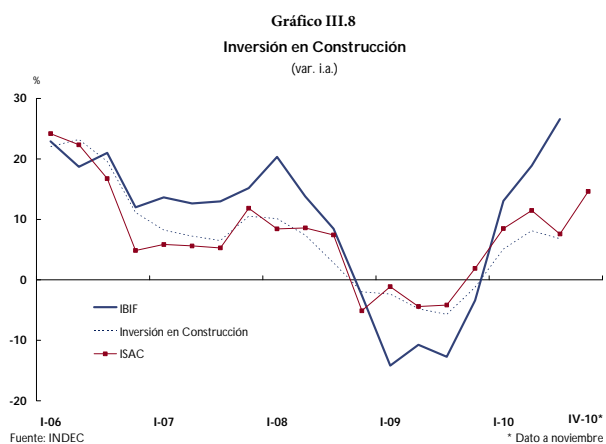
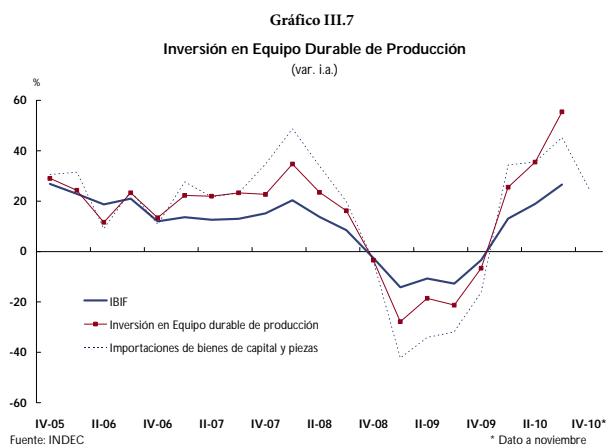
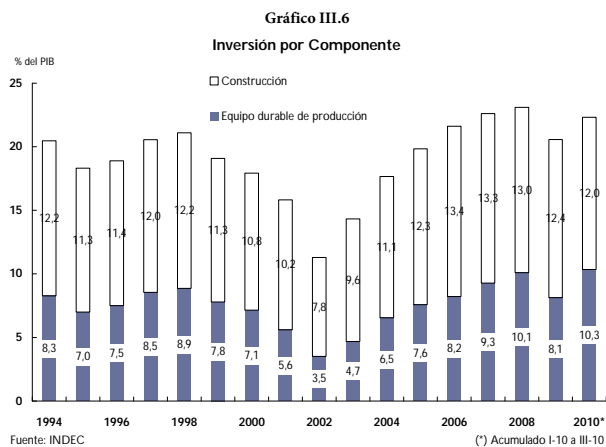
La inversión volvería a exhibir un importante dinamismo aunque con cierta desaceleración, luego del significativo aporte al crecimiento realizado el año pasado, cuando estuvo impulsada por la compra de equipo durable destinado a incrementar la capacidad productiva de las empresas. En este escenario, la Tasa de Inversión alcanzaría un nuevo récord este año ubicándose en torno a 24% del PIB.

En un marco de aumento de las cantidades exportadas (19%), el fuerte crecimiento de las importaciones que acompañó el dinamismo del nivel de actividad generó que en 2010 el sector externo contribuyera negativamente al alza del Producto (ver Gráficos III.3 y III.4). En el corriente año, las compras externas continuarían incrementándose por encima de las exportaciones, que podrían verse afectadas por el avance del fenómeno “La Niña” (ver Apartado 4), generando una nueva contribución negativa de las Exportaciones Netas al PIB.

Con todo, se prevé que este año continúe la fase expansiva, aunque a un ritmo inferior al observado en 2010. Teniendo en cuenta el arrastre que dejó el año pasado y los factores mencionados anteriormente, se espera que en 2011 el Producto se expanda en un rango de 3,5%-6,5%, donde el crecimiento inferior se verificaría únicamente en el caso de que el contexto internacional se deteriorara fuertemente (ver Sección II).

Inversión

La inversión se incrementó fuertemente en 2010, siendo el componente más dinámico de la demanda, luego de la caída exhibida en 2009 tras la profundización de la crisis



internacional (ver Gráfico III.5). El incremento del gasto se concentró en la adquisición de equipo durable destinado a elevar la capacidad productiva de las empresas, destacándose la compra de bienes importados. Así, la Tasa de Inversión habría finalizado el año pasado en torno a 23% del PIB, cercana al máximo de las últimas dos décadas registrado en 2008 (ver Gráfico III.6).

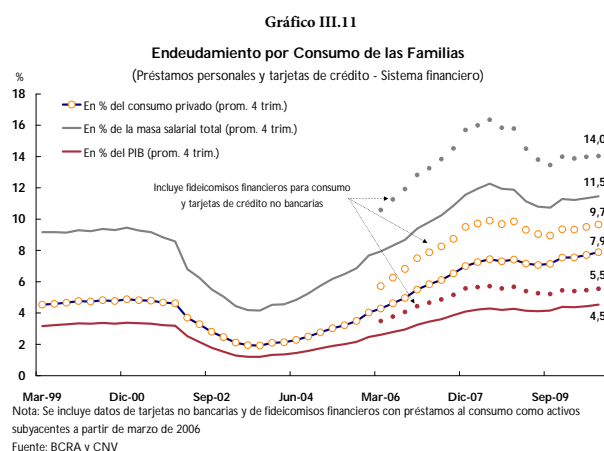
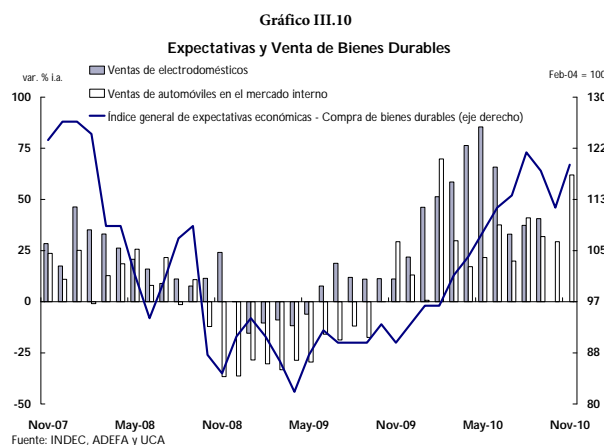
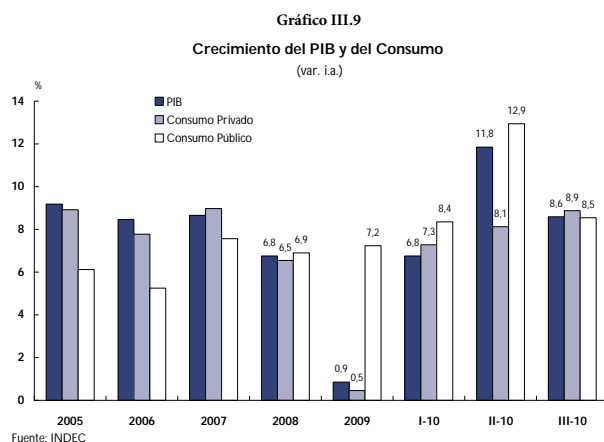
En un contexto de importante crecimiento económico, las empresas decidieron en 2010 aumentar considerablemente sus niveles de inversión para abastecer la pujante demanda interna. En particular, las inversiones se enfocaron en incrementar la capacidad de producción y mejorar la eficiencia de los procesos productivos, luego de la fuerte caída del gasto en Equipo durable en 2009. Así, el año pasado la adquisición de equipos se expandió en torno a 40%, impulsada fundamentalmente por la compra de equipos de origen importado, que creció más de 50% en relación con 2009 (ver Gráfico III.7). De esta forma, la inversión en Equipo durable de producción en relación al Producto superó el 10% en 2010, alcanzando la máxima participación y ubicándose 3 puntos porcentuales (p.p.) por encima del promedio de los últimos 15 años.

La expansión de la inversión estuvo favorecida por los incentivos otorgados por el Gobierno (fiscales y en términos de reducción del costo de financiamiento), con programas como la Ley de Promoción de Inversiones en Bienes de Capital y el lanzamiento del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario, con participación del Banco Central, a mediados de año. En relación con la línea del Bicentenario, desde su puesta en marcha se realizaron tres licitaciones por un total de \$1.025 millones, con la participación de 8 bancos con proyectos de inversión en diversos sectores (ver Sección VII)¹¹.

Por su parte, el gasto en Construcción también se recuperó, con una expansión más moderada, del descenso de 2009. El incremento estuvo ligado al desempeño de todos los bloques, destacándose el fuerte repunte de las construcciones petroleras que habrían aumentado 50% en 2010 tras la caída del año anterior, pero aún se encuentran en niveles inferiores a los de 2008 (ver Gráfico III.8).

Se prevé que la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) continúe en ascenso este año, mostrando cierta desaceleración con respecto al marcado incremento de 2010. La mayor moderación vendría por el lado del Equipo durable, ya que se espera que la Construcción mantenga el

¹¹ Ver comunicaciones "P" 49.744, 49.771 y 49.797 del BCRA.



ritmo de crecimiento de la segunda mitad de 2010, especialmente motorizada por las obras de infraestructura pública. En este contexto, la Tasa de Inversión continuaría en ascenso y podría finalizar el año por encima de 24% del PIB, marcando un nuevo máximo desde inicios de la década del '80.

Consumo

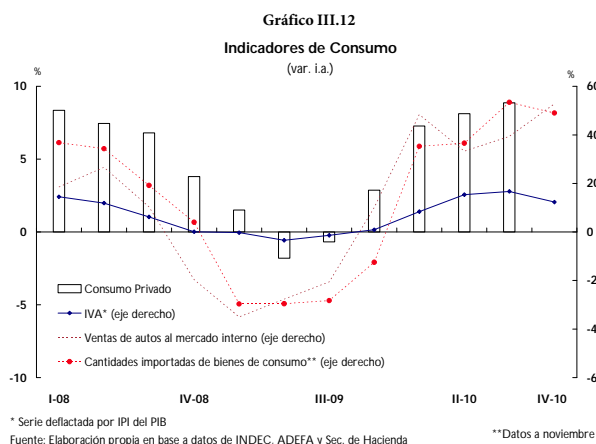
El consumo generó la mayor contribución al crecimiento de la economía en 2010, explicando más del 70% del incremento del PIB. Se destacó el fuerte aumento del Consumo Público, aunque dada su mayor participación en la economía el Consumo Privado fue el que más contribuyó a la expansión del Producto (ver Gráfico III.9).

En un escenario de aumento del empleo y de los salarios y ante la mejora de las expectativas de ingresos futuros, las familias decidieron incrementar sus niveles de gasto. Adicionalmente, se observó una suba en el nivel de endeudamiento de las familias que aprovecharon los descuentos y promociones de casas de electrodomésticos y tarjetas de crédito y la mayor disponibilidad de financiamiento en general (ver Gráfico III.10). En efecto, tanto los préstamos personales como las financiaciones con tarjeta de crédito crecieron 32,1% y 43,5% respectivamente en 2010. Aún así, el nivel de endeudamiento de las familias continúa en niveles reducidos, de acuerdo con la comparación tanto con otros periodos como en términos internacionales¹² (ver Gráfico III.11).

El Consumo Privado también se vio favorecido por el incremento de las transferencias gubernamentales, entre las que se destacaron la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH) y los pagos a jubilados y pensionados. En particular, el efecto de la AUH en el consumo tuvo impacto pleno en 2010 dado que su lanzamiento se produjo en diciembre de 2009. El monto de la asignación se elevó 22% en septiembre del año pasado hasta \$220 por hijo y el programa brindó cobertura a más de 3,6 millones de niños y adolescentes. Al mismo tiempo, en el marco de la Ley de Movilidad Previsional, en 2010 se otorgaron aumentos para las jubilaciones y pensiones de 8,2% y 16,9% en marzo y septiembre, respectivamente, además del pago extraordinario que se concedió en diciembre.

El incremento del consumo se pudo observar, entre otros indicadores, en el desempeño de las importaciones de bienes de consumo, que habrían aumentado en torno a 30% en cantidades el año pasado, y en la venta de automóviles que alcanzó un nuevo récord histórico de 660

¹² Para mayor información consultar la edición de septiembre de 2010 del Boletín de Estabilidad Financiera (BEF), elaborado y difundido por el BCRA.

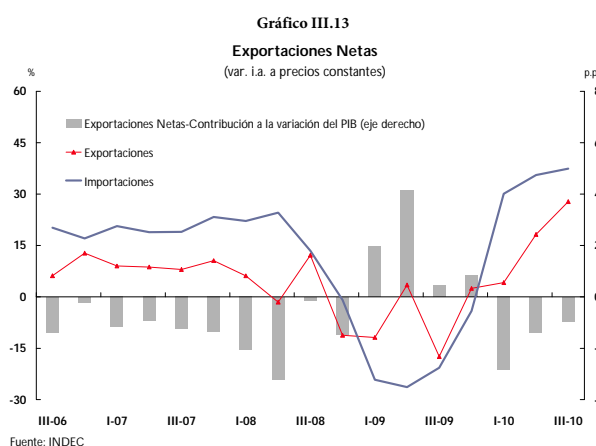


mil unidades, 8% por encima del anterior récord registrado en 2008 (ver Gráfico III.12).

Se prevé que en 2011 el Consumo Privado continúe creciendo aunque a tasas más moderadas que el año pasado, impulsado principalmente por el incremento del empleo y los salarios y por el alza de las transferencias gubernamentales. De esta forma, y dada su participación en el Producto, el Consumo Privado volvería a ser el principal factor de expansión económica.

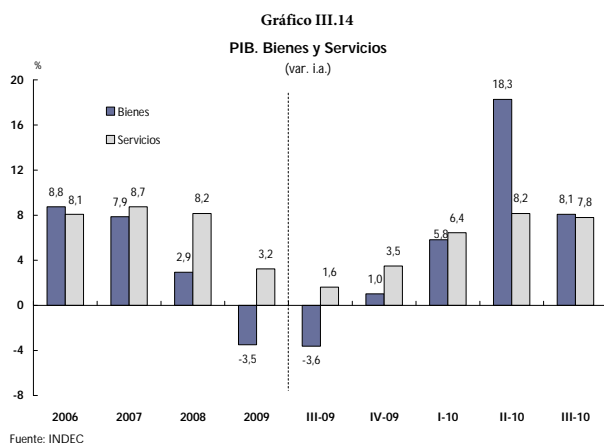
El Consumo Público, que en 2009 había sido el componente de la Demanda que había mostrado el mejor desempeño, volvió a crecer a tasas elevadas en 2010. Se prevé que este año el Consumo Público continúe exhibiendo un desempeño favorable, a un ritmo algo inferior al de 2010.

Exportaciones Netas

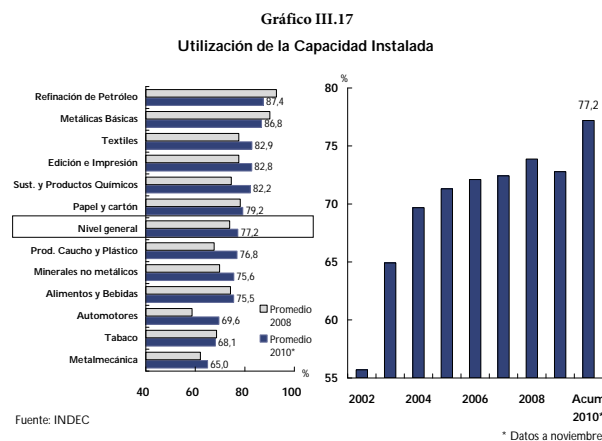
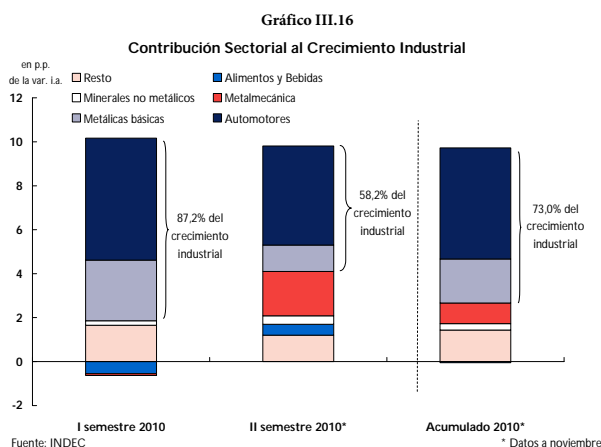
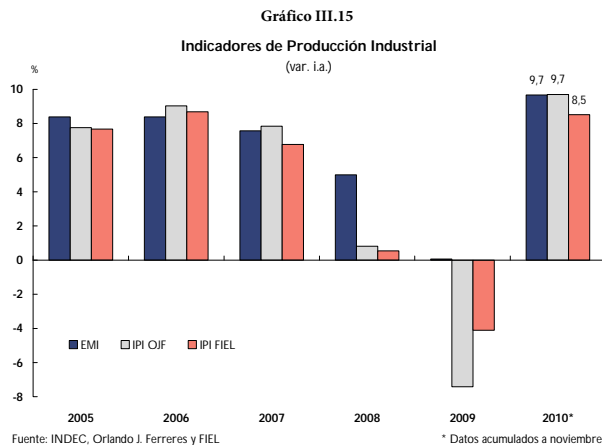


A pesar de registrarse una significativa recuperación de las cantidades exportadas, el fuerte incremento de los volúmenes importados por la mejora de la actividad económica determinó que el sector externo contribuyera negativamente al crecimiento de la economía, como ocurrió en los últimos años con excepción de 2009 (ver Gráfico III.13).

El crecimiento de las cantidades exportadas en 2010 estuvo impulsado por el fuerte aumento de la cosecha agrícola que posibilitó un alza de las cantidades vendidas de productos primarios, de aproximadamente 60% i.a.. También se apreció un considerable aumento de los volúmenes exportados de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) en torno al 26% i.a., principalmente de las ventas de automóviles a Brasil (ver Apartado 3). Se prevé que este año las cantidades exportadas se incrementen nuevamente, en la medida que el fenómeno “La Niña” no impacte significativamente en la cosecha gruesa (particularmente soja y maíz), reduciendo el saldo exportable de estos productos.



En tanto, las cantidades importadas se elevaron fuertemente en 2010, acompañando el dinamismo del nivel de actividad, motorizadas tanto por las compras de bienes de consumo como por la adquisición de bienes de capital y sus piezas y accesorios, en línea con el alza de la inversión. Aunque a menor ritmo, también se elevaron las compras de combustibles y lubricantes y de bienes intermedios para la industria. En 2011 las cantidades importadas seguirían en ascenso ante el incremento de la absorción interna, previéndose que continúen creciendo las compras de bienes de consumo y capital.



Así, se espera que este año el sector externo vuelva a contribuir en forma negativa a la expansión del PIB, donde el resultado final dependerá de la cosecha agrícola y del impacto de las cuestiones climáticas.

III.3 Comportamiento de la Oferta

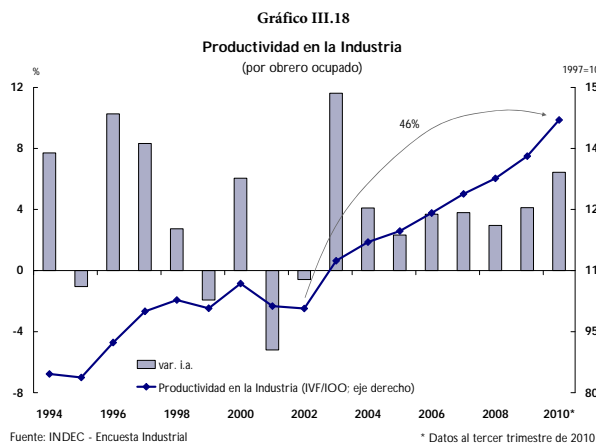
Durante los últimos meses de 2010 la actividad económica local creció con mayor fuerza, tras la menor expansión observada en el tercer trimestre y el fuerte incremento del primer semestre (ver Gráfico III.3). Los mayores niveles de gasto interno y el aumento de la demanda del exterior favorecieron el alza de la producción, tanto de bienes como de servicios. El efecto positivo de la producción de granos en el valor agregado, que impactó fundamentalmente en el crecimiento interanual del segundo trimestre, se fue diluyendo. Sin embargo, la producción de bienes continuó creciendo a tasas superiores que las de los servicios a partir del fuerte impulso que tuvo la industria (ver Gráfico III.14).

Para 2011 se prevé que continúe incrementándose la producción de bienes y de servicios, exhibiendo un crecimiento más balanceado que durante el año previo. La industria y la construcción serían las ramas que liderarían la producción de bienes, en un contexto donde la sequía podría afectar negativamente la producción agrícola. Por el lado de los servicios, el comercio y el transporte seguirían contribuyendo con fuerza al aumento del sector, motorizados por la industria y el comercio internacional, demandando a su vez mayores servicios de intermediación financiera.

Industria

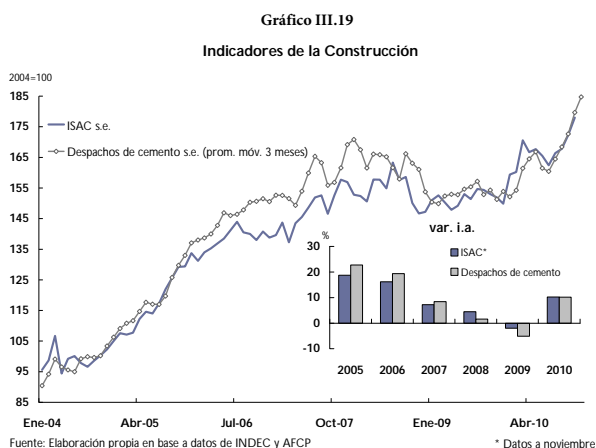
El sector industrial finalizó el año creciendo con fuerza, lo que determinó un aumento significativo con respecto a 2009. La expansión de la demanda internacional y el sostenido incremento del gasto de las familias alentaron a las empresas a elevar los niveles productivos. De este modo, el sector permaneció como uno de los principales impulsores del avance económico, escenario que se mantendría en los próximos meses (ver Gráfico III.15).

En lo que respecta a los sectores industriales, se observó en el segundo semestre una mayor difusión de la contribución al crecimiento industrial que durante los primeros meses de 2010. Si bien los automotores y las metálicas básicas siguieron creciendo a buen ritmo y fueron los que lideraron la expansión en el año, el resto de las industrias continuó ganando dinamismo (ver Gráfico III.16).



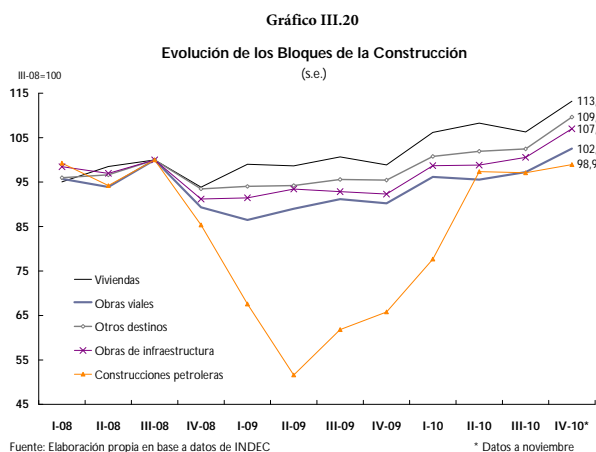
En particular, la industria automotriz experimentó un sostenido aumento de la producción, alcanzando niveles récord. Las exportaciones, principalmente a Brasil, impulsaron al sector, al tiempo que las ventas de producción nacional al mercado interno crecieron con más fuerza (ver Apartado 1). Las industrias de metales básicos y de productos textiles también continuaron elevando la producción, pero redujeron el ritmo de expansión ante una base de comparación más elevada.

Por su parte, acompañando la evolución de la construcción, se incrementó la producción de minerales no metálicos como los pisos y revestimientos cerámicos, los ladrillos y el cemento, con ventas de este último rubro al mercado interno que registraron un máximo histórico al superar las diez millones de toneladas. En tanto, la industria metalmeccánica aceleró marcadamente su expansión, impulsada por el aumento en la producción de electrodomésticos y por el alza en la fabricación de maquinaria agrícola.



También mostraron alzas los sectores productores de caucho y plástico, edición e impresión, químicos, y alimentos. En particular, la industria alimentaria retomó su sendero de crecimiento, impulsada por la molienda de cereales y oleaginosas, los productos de confitería y la industria láctea, mientras que los derivados de las carnes rojas profundizaron su caída.

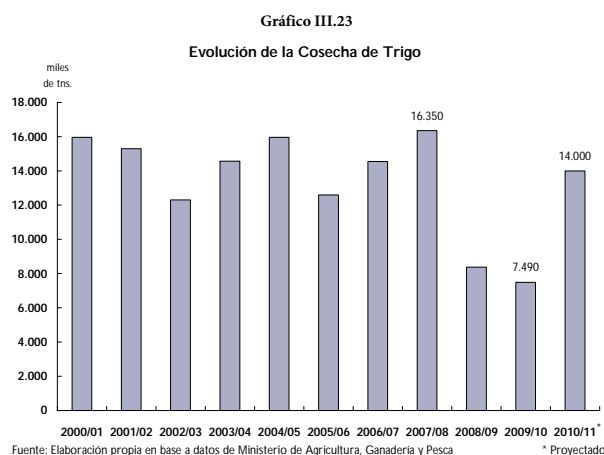
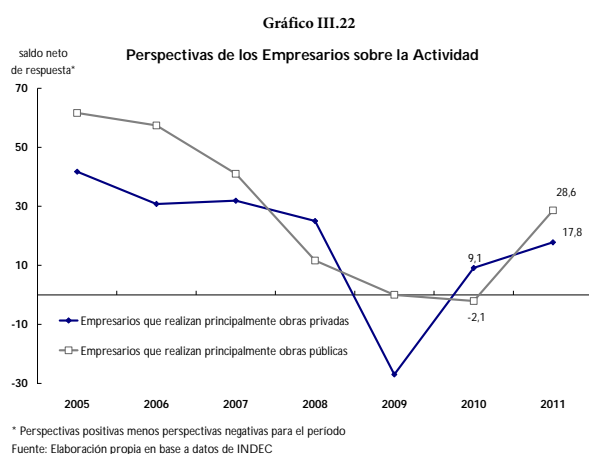
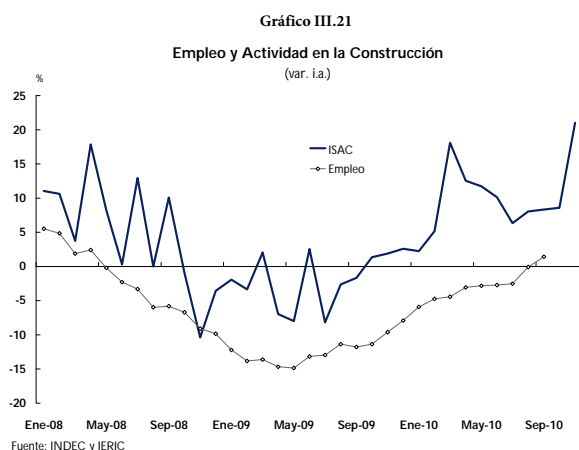
El incremento en la actividad se reflejó en los niveles de utilización de la capacidad instalada (UCI; ver Gráfico III.17). En este sentido, la UCI a nivel general alcanzó un récord histórico en noviembre pasado (83,4%) y se ubicó en 77,2% en el promedio del año, con niveles máximos en algunos casos. En particular, la UCI registró niveles récord en el sector automotor (84,2%), la industria metalmeccánica (76,3%) y los minerales no metálicos (85%). El incremento en la UCI fue acompañado por una suba en la productividad en algunos sectores, la mayor desde 2003, lo que permitió seguir aumentando la producción en esos casos (ver Gráfico III.18).



Para 2011 se prevé que la industria siga experimentando una sostenida expansión, si bien se observaría una desaceleración ante la mayor base de comparación, los tiempos de maduración de las inversiones y la menor expansión esperada del consumo interno y de los principales socios comerciales.

Construcción

El sector de la construcción registró un nuevo aumento de la actividad en el cuarto trimestre de 2010, finalizando el año en niveles récord (ver Gráfico III.19). El sostenido



nido crecimiento de la economía está generando capacidad de ahorro y aún encuentra al sector como alternativa de inversión. Durante 2011, se espera que la construcción continúe creciendo a un ritmo semejante al exhibido durante 2010.

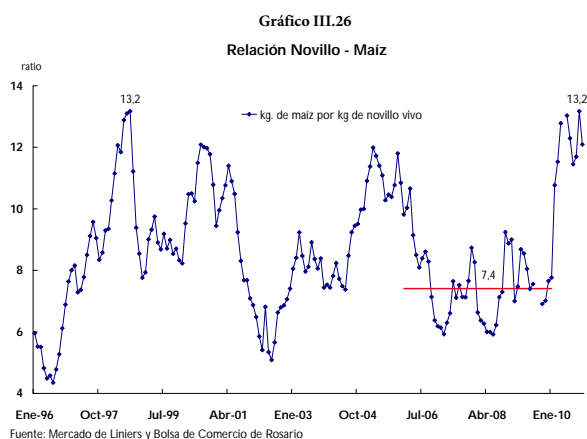
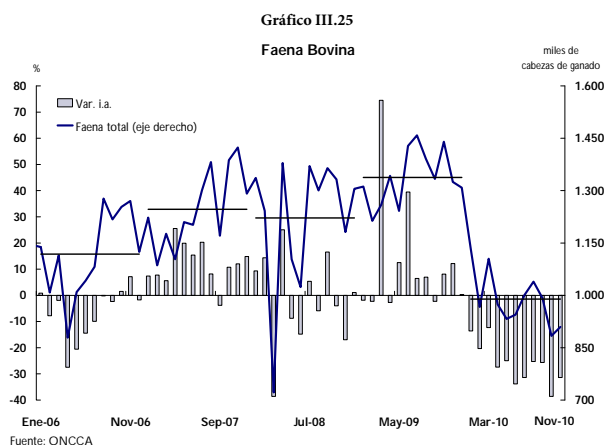
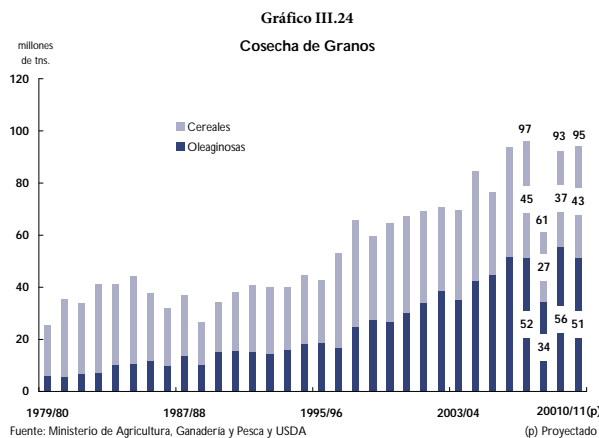
Tanto las construcciones vinculadas al sector privado como las relacionadas al sector público exhibieron un fuerte dinamismo en los últimos tres meses de 2010, superando el nivel de actividad registrado el año previo y también en su mayoría por encima de los niveles récords de 2008 (ver Gráfico III.20). Las obras destinadas a la vivienda crecieron con fuerza en los últimos meses, superadas a su vez por las edificaciones con fines industriales y comerciales, ante la expansión de la actividad en estos sectores. Las construcciones petroleras siguen recuperándose de la caída sufrida en 2009, pero a menor ritmo que en el primer semestre de 2010. En cuanto a las construcciones vinculadas principalmente al sector público, tanto las de infraestructura como las obras viales exhibieron una aceleración en los últimos meses del año pasado.

En este marco, el empleo formal del sector continuó recuperándose en la segunda mitad de 2010, tal como ocurrió desde principios de año. A partir de septiembre pasado la cantidad de puestos laborales registrados en la construcción comenzó a exhibir tasas de crecimiento interanuales positivas (ver Gráfico III.21). Sin embargo, registró una caída durante 2010 con respecto al año anterior y aún se mantiene por debajo de los niveles de fines de 2008.

Para 2011 se prevé que la construcción exhiba nuevamente un crecimiento de la actividad, en torno al experimentado durante 2010. Las inversiones del sector privado seguirían aumentando, principalmente en el primer semestre, mientras que las obras del sector público ganarían dinamismo. En particular, de acuerdo a la encuesta cualitativa realizada por el INDEC a los empresarios del sector que realizan principalmente obras públicas, el 28,6% neto espera un incremento de la actividad en 2011, mientras que en los vinculados a las obras privadas esa proporción alcanza a 17,8% (ver Gráfico III.22).

Sector Agropecuario

El sector agropecuario mostró una caída de la actividad en el último trimestre de 2010, con divergencias entre las actividades que lo componen. Mientras que la producción agrícola registró un fuerte aumento, la ganadería exhibió una baja. En tanto, en el año el resultado final ha sido ampliamente positivo, principalmente por la recu-



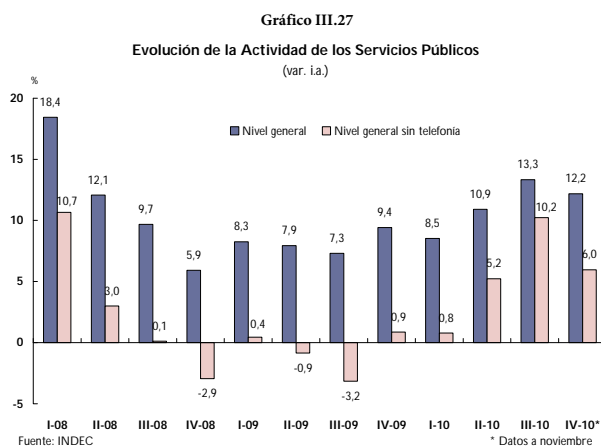
peración de la producción agrícola, tras la sequía que afectó al ciclo 2008/09.

El mayor dinamismo del sector agrícola en el último trimestre del año obedeció a las condiciones favorables para el desarrollo de las actividades vinculadas a la cosecha de grano fino de la campaña 2010/11. En particular, la cosecha de trigo experimentaría un aumento del orden del 87% con respecto al ciclo previo, al situarse en torno a las 14 millones de toneladas (ver Gráfico III.23). La superficie sembrada con este cereal alcanzó las 4,35 millones de hectáreas, un 22,5% por encima de la campaña precedente, mientras que los rindes obtenidos hasta el momento superan las expectativas iniciales ante las condiciones climáticas propicias en el momento de desarrollo de los cultivos. En este sentido, es probable que el rendimiento nacional del trigo se ubique por encima del máximo registrado en la campaña agrícola 2007/08. También experimentó un desarrollo favorable la cebada cervecera, con un aumento estimado de la producción a 2,33 millones de toneladas (72% con respecto a la campaña 2009/10), impulsado por el incremento tanto de la superficie sembrada como de los rindes obtenidos hasta el momento.

Las perspectivas para la actividad agrícola hacia mediados de 2011 son menores a las que se estimaban hace un trimestre atrás, aunque en general los niveles de actividad permanecen cercanos al récord histórico alcanzado en el ciclo 2007/08 (ver Gráfico III.24).

En particular, las condiciones climáticas desfavorables provocadas por el efecto de “La Niña”, con precipitaciones por debajo de lo normal, ponen en riesgo el desarrollo de los cultivos de maíz y soja, reduciendo las proyecciones para la campaña 2010/11. En particular, se espera una recolección de maíz de 21 millones de toneladas (7,4% por debajo del ciclo previo), afectada por la caída de los rindes con respecto al ciclo anterior, a pesar del aumento en la superficie sembrada a 4 millones de hectáreas (+9%). En tanto, la producción de soja alcanzaría las 48 millones de toneladas, 9% por debajo de la campaña anterior, ante la reducción de los rindes por el efecto de la sequía.

El sector pecuario siguió experimentando una caída de la actividad por cuarto trimestre consecutivo, con una fuerte baja de los animales faenados en comparación con el año previo (ver Gráfico III.25). A la menor cantidad de animales livianos disponibles para enviar al matadero, como resultado del proceso de liquidación de rodeo y particularmente de vientres en 2009, se habría sumado la retención de ganado para recomponer la capacidad productiva, en un contexto de precios crecientes.



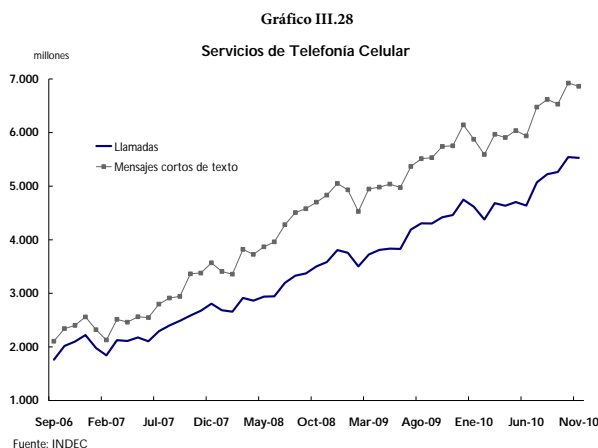
Para 2011 se espera que continúe la tendencia a la baja de la producción por el impacto generado en el ciclo ganadero durante 2009, que redujo la oferta de terneros. Si bien una agudización de la sequía podría llevar a algunos productores sin posibilidades alternativas de alimentación a adelantar el envío de animales a faena, la decisión no es tan probable ya que los productores cuentan con reservas de pasturas y la relación entre el precio del maíz y el del novillo es favorable para la alimentación de los animales (ver Gráfico III.26).

Por su parte, la producción de leche volvió a crecer en el último trimestre de 2010, continuando con la tendencia de los períodos previos. Sin embargo, también este sector podría verse afectado por la falta de agua y forraje en las cuencas lecheras, afectando negativamente la producción en la primera mitad de 2011.

Servicios

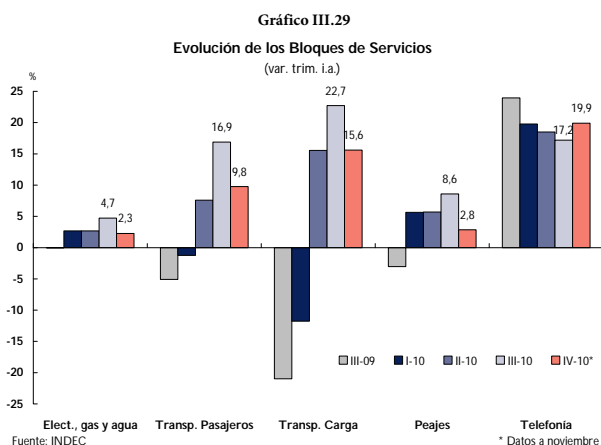
El consumo de servicios públicos siguió creciendo en el último trimestre de 2010, alcanzando niveles máximos a finales de año. El desempeño favorable continuaría durante 2011, alentado por el aumento de la producción de bienes y del comercio internacional pero, acompañando al resto de la economía, exhibiría una desaceleración en el ritmo de crecimiento (ver Gráfico III.27).

Las comunicaciones siguieron siendo las principales impulsoras de los servicios en el trimestre, debido fundamentalmente al mayor uso del celular, tanto de las llamadas como del envío de mensajes de texto. Asimismo, los avances tecnológicos y las nuevas aplicaciones disponibles están incentivando el uso de la telefonía móvil (ver Gráfico III.28).



El resto de los servicios registró un crecimiento interanual en el trimestre, pero a un menor ritmo que en el período previo, ante una base de comparación más elevada (ver Gráfico III.29). El transporte de carga mostró nuevamente un fuerte aumento, favorecido por la evolución de la industria y la mayor producción de granos finos. También fue importante el incremento del transporte de pasajeros, vinculado principalmente al aumento del turismo tanto local como internacional.

La mejora del sector estaría favorecida por la introducción de feriados adicionales, que comenzó a regir en el mes de noviembre. Este nuevo calendario, que favorece al turismo, tiene a su vez un impacto positivo sobre el comercio y la demanda de hoteles y restaurantes, que se verá con más fuerza durante 2011. En particular, en el acumulado del tercer trimestre, se observó una suba de



las pernoctaciones en los hoteles de todo el país, tanto por parte de residentes como de no residentes.

En tanto, el uso de peajes mostró un menor dinamismo, al igual que el suministro de electricidad, gas y agua.

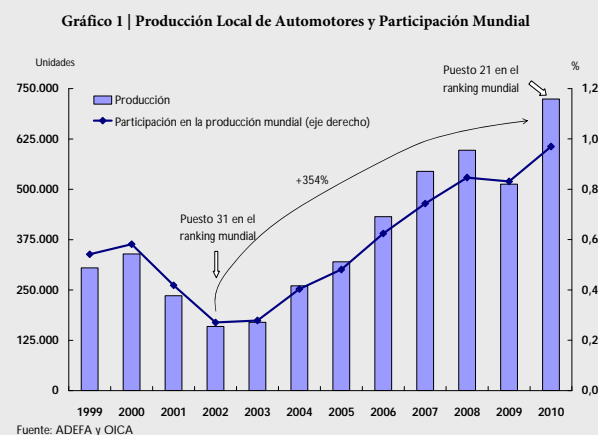
Para 2011, se proyecta que el consumo de servicios continúe expandiéndose, en línea con la evolución de la producción de bienes. El alza prevista en la industria seguirá impulsando al transporte de carga y a las actividades comerciales, haciendo a su vez necesarios mayores servicios de intermediación financiera.

Apartado 1 / Evolución reciente de la industria automotriz en Argentina

Durante los últimos años, el sector automotor argentino presentó un sostenido desarrollo, que le permitió ocupar un lugar más relevante en el mercado internacional. La industria local consiguió, para determinados modelos, posicionarse como fuente de abastecimiento regional, e incluso como proveedor global.

La industria automotriz cuenta con una rica trayectoria dentro de la rama fabril nacional, iniciándose la producción local hace casi 100 años, y cuenta en el presente con 11 terminales automotrices (en 2011 se inaugura una nueva planta) y aproximadamente con 400 empresas autopartistas. La importancia del tramado automotriz se denota en su tamaño, dado que representa 4,1% del valor agregado manufacturero, 0,8% del PIB, sin considerar las actividades conexas. Este sector también contabiliza el 33% de las exportaciones industriales.

Tras la crisis que afectó al país en 2001/02, la producción de automotores exhibe una fuerte tendencia positiva que ha permitido lograr en 2010 niveles récord de manufactura, al alcanzar las 724 mil unidades (ver Gráfico 1). De este modo, la fabricación de vehículos aumentó 42,2% con respecto al año 2009 y 354% en relación a los niveles observados en 2002, superando el máximo previo de 597 mil vehículos fabricados en 2008.



La evolución reciente permitió que la industria local aumente su participación en el mercado mundial, alcanzando aproximadamente una cuota del 1% de la producción global. De este modo, se logró un mayor protagonismo, al superar la participación de 0,6% alcanzada durante el ciclo expansivo previo. La mayor relevancia de Argentina en el plano internacional forma parte de un cambio de escenario, en el que los países emergentes con acceso a un amplio mercado están ganando participación a nivel global en detrimento de los países tradicionalmente productores. En particular, China se ubica como el principal fabricante, Estados Unidos fue desplazado al tercer lugar, mientras que

Brasil e India se posicionan en el sexto y séptimo puesto en el ranking, respectivamente.

El aumento de la participación de la producción local en el mundo estuvo acompañado con mayores inversiones de las terminales, ampliando la capacidad instalada de la industria automotriz y modernizando los procesos. En este marco, se observó un continuo lanzamiento de nuevos modelos durante el último ciclo, con una tendencia a una mayor especialización y con un fuerte componente de asignaciones regionales exclusivas, a fin de lograr un aumento en la escala de producción y una mayor inserción exportadora. En particular, en el periodo 2005-2010 se comenzaron a fabricar 17 modelos nuevos en Argentina, 13 con asignaciones exclusivas (una a nivel mundial) y 4 compartidos con Brasil (ver Cuadro 1)¹³.

Cuadro 1 | Lanzamientos de Nuevos Modelos Producidos en Argentina con Exclusividad Regional

Año	Modelo	Producción
2005	Nueva Toyota Hilux Toyota Hilux SW4	
2006	VW Suran Peugeot 307 Sedán	
2007	Nueva Sprinter Citroën C4	
2008	Fiat Siena Peugeot 207 Ford Focus VW Fox Fiat Palio	
2009	Renault Symbol GM Agile Restyling Ford Ranger VW Amarok	
2010	Renault Fluence Peugeot 408	

Fuente: ADEFA

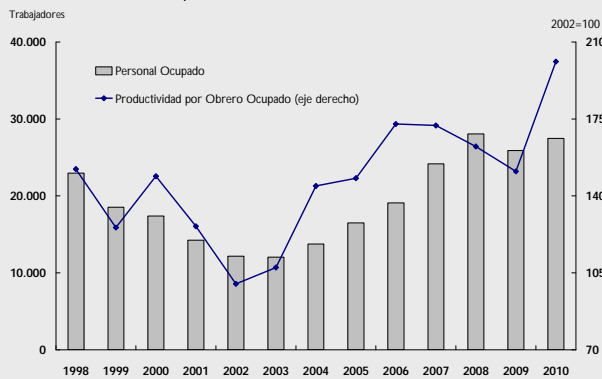
El desempeño del sector tuvo un impacto positivo sobre la evolución del empleo. La cantidad de puestos de trabajo directos se incrementó de 12.166 en 2002 a 27.454 en 2010, lo que implicó un aumento del 126% de la dotación en el período 2003-2010. La especialización y la aplicación de nuevas tecnologías, permitieron un aumento de la productividad laboral en el sector, que se duplicó entre los años 2003-2010 (ver Gráfico 2).

La demanda externa ha sido un factor clave dado el sesgo exportador que ha adquirido la industria automotriz en los últimos años. La estrategia de producción regional de las empresas automotrices, beneficiada por los acuerdos internacionales de comercio, generó que las exportaciones ganaran participación como destino de la producción nacio-

¹³ Esta tendencia se afianzaría en los próximos años, dadas las inversiones anunciadas y en ejecución del orden de los US\$5.000 millones para el período 2009-2013.

nal, pasando de representar en promedio el 40% de la producción local en el ciclo previo a superar el 60% en la actualidad (ver Gráfico 3).

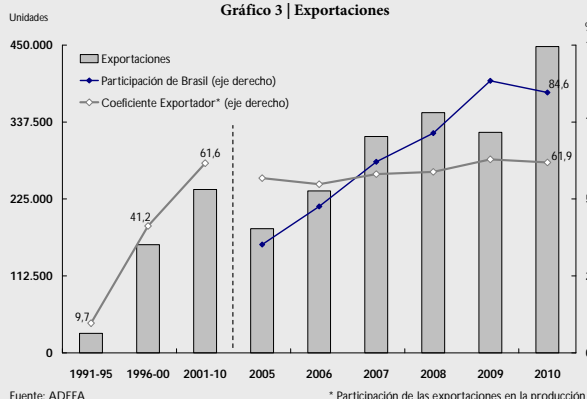
Gráfico 2 | Indicadores del Mercado Laboral Automotor *



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ADEFA y SilyP *Nota: considera al personal ocupado en las terminales

Este escenario se vio fortalecido en 2008 cuando se negoció un nuevo acuerdo automotriz con Brasil, con vigencia a partir de julio y hasta el 30 de junio de 2014. La finalidad del acuerdo es lograr una integración efectiva y consolidar la industria automotriz del MERCOSUR sobre la base de un proceso virtuoso de especialización productiva y complementación industrial. En el acuerdo se estableció un modelo de administración del comercio bilateral entre Argentina y Brasil para los productos del sector automotriz, otorgando a los bienes que se comercializan entre las partes, dentro de los parámetros acordados, un 100% de preferencia arancelaria. Entre las condiciones se determinó una regulación del comercio bilateral que establece mayor protección a Argentina, al exigirle un saldo comercial más balanceado que a su contraparte, favoreciendo al continuo desarrollo del sector local.

Gráfico 3 | Exportaciones



Fuente: ADEFA

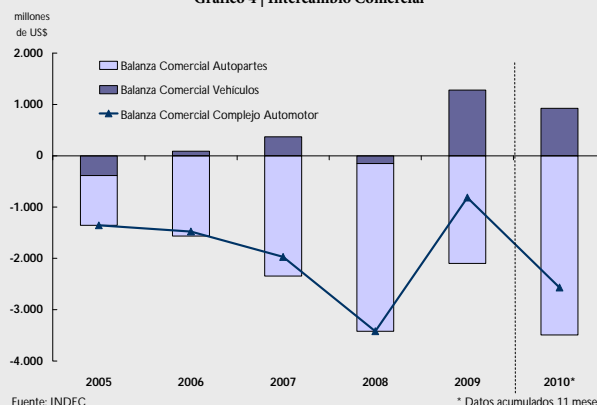
* Participación de las exportaciones en la producción

Como resultado, las exportaciones exhibieron un sostenido aumento, hasta alcanzar un máximo en 2010 de 448 mil vehículos y lograr una participación de un tercio de las ventas externas de productos industriales del país (33,5% en el acumulado 11 meses). En consecuencia, la balanza comercial de vehículos volvió a registrar un superávit en 2010, manteniéndose el saldo negativo para el comercio de autopartes (que incluye también las destinadas al mercado de reposición; ver Gráfico 4). En tanto, Brasil se consolidó como el principal destino de las ventas externas argentinas

de automotores, incrementando su participación de 35,1% en 2005 a 84,6% en 2010, lo que constituyeron envíos por US\$4.900 millones en los primeros once meses del año. De este modo, adquiere mayor relevancia para el desarrollo del sector la evolución de la economía del principal socio comercial del bloque. En tanto, también existen acuerdos del sector automotriz con Uruguay, México y Chile, pero el impacto en términos de comercio ha sido inferior.

Por otro lado, la fortaleza del mercado interno fue también un factor que benefició a la expansión de esta industria. Así, las ventas de autos en la plaza local exhibieron un incremento del 748% entre 2002 y 2010 (ver Gráfico 5). Al igual que la producción, la comercialización interna de autos registró un récord en 2010, alcanzando las 698 mil unidades, con un aumento del 35,6% de las ventas de producción nacional. A pesar de la suba de las ventas en los últimos años, la industria nacional fue reduciendo su participación.

Gráfico 4 | Intercambio Comercial

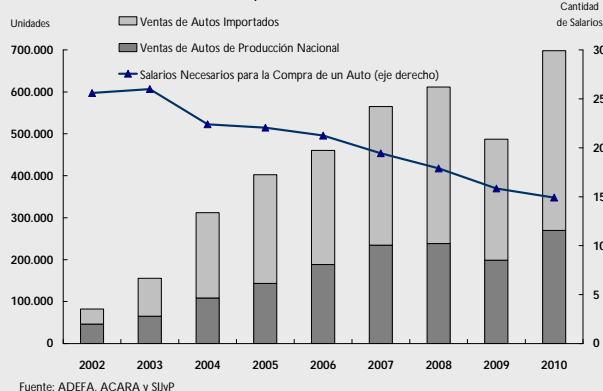


Fuente: INDEC

* Datos acumulados 11 meses

El dinamismo del mercado local estaría favorecido por el menor costo relativo en términos históricos de los automotores. Mientras que en el año 2003 eran necesarios 26 salarios promedios del sector registrado para adquirir un automóvil de la categoría más vendida, esta cantidad se redujo a 15 en 2010.

Gráfico 5 | Ventas de Autos en la Plaza Local



Fuente: ADEFA, ACARA y SilyP

La fuerte expansión del sector automotor en 2010 lo convirtió en uno de los impulsores del crecimiento industrial, siendo responsable del 52,2% del aumento manufacturero con respecto al año anterior, al aportar 5,1 puntos porcen-

tuales a la suba. En tanto, las perspectivas son favorables para 2011. Si bien se espera una moderación en el ritmo de crecimiento, dada la base de comparación elevada y la desaceleración de la demanda brasileña, la producción se incrementaría en torno al 12% y alcanzaría un nuevo récord de 840 mil unidades. De igual magnitud es el crecimiento estimado para las exportaciones, mientras que las ventas al mercado interno se elevarían en torno al 6%.

IV. Empleo y Salarios

IV.1 Síntesis

El escenario de fuerte crecimiento económico y las perspectivas favorables impulsaron la creación de nuevos puestos laborales y provocaron una reducción en la tasa de desempleo, que ya alcanzó registros por debajo de los observados en 2008, retrotrayendo la cantidad de personas sin trabajo a niveles que no se observaban desde inicios de la década del noventa.

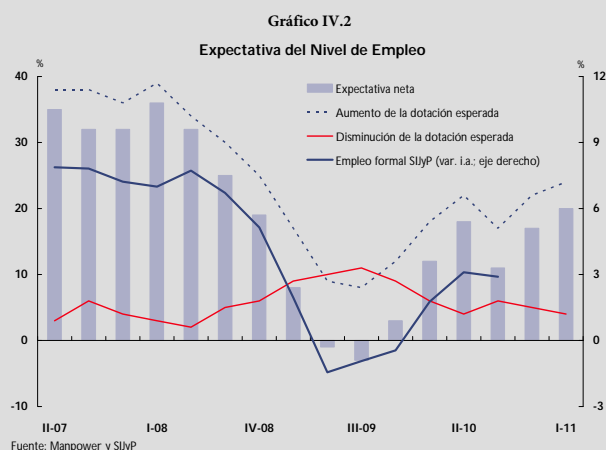
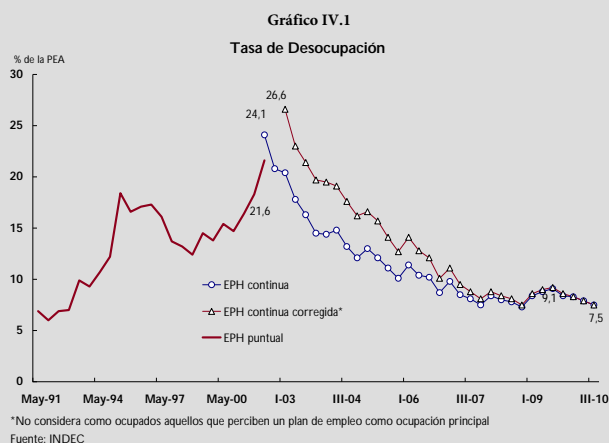
En el tercer trimestre de 2010 la Tasa de Desocupación se redujo hasta 7,5% de la Población Económicamente Activa (PEA), registrando una caída de 1,6 puntos porcentuales (p.p.) respecto al año previo y de 0,3 p.p. en comparación con el tercer trimestre de 2008, período anterior a la profundización de la crisis internacional. A su vez, la Tasa de Empleo continuó aumentando en el tercer trimestre hasta 42,5%, en torno al mayor valor de la serie.

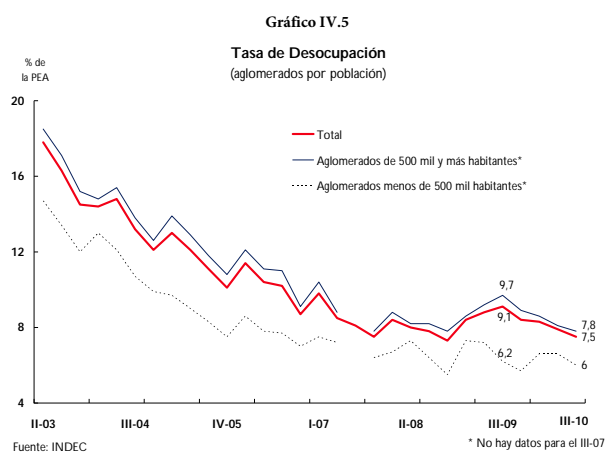
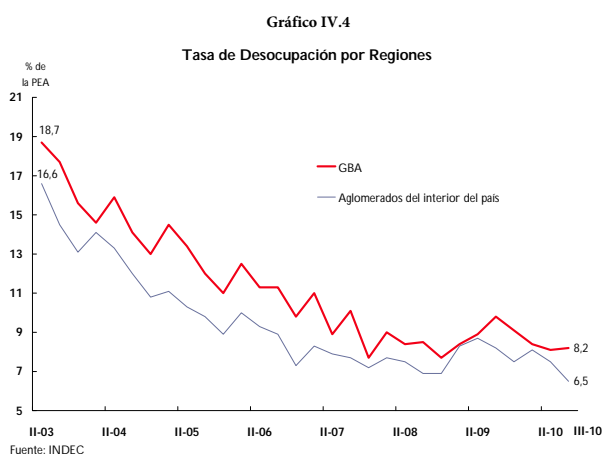
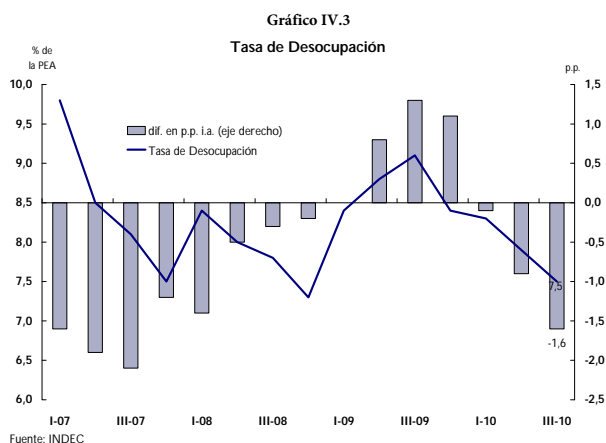
Entre julio y septiembre también se acentuó la mejora en la calidad de ocupación con un fuerte incremento en la cantidad de empleos plenos y una considerable reducción en la subocupación. En tanto, en un contexto de crecimiento de la actividad económica, la relación laboral formal consolidó su recuperación, creciendo por tercer período consecutivo. No obstante esto, el impacto del aumento del empleo formal sobre la tasa de informalidad no fue pleno, dado que la cantidad de trabajadores informales también se elevó en términos interanuales (i.a.).

Por su parte, en el tercer trimestre la Tasa de Actividad bajó 0,2 p.p. i.a. hasta 45,9%, en un marco donde, aunque más personas ingresan al mercado laboral acompañando el crecimiento económico, lo hacen a tasa moderada.

En el último trimestre de 2010 el mercado laboral siguió evolucionando favorablemente de manera que habría continuado la disminución del desempleo. Al respecto, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) señala una Tasa de Desocupación para fin de 2010 menor a la registrada en diciembre de 2009. Para 2011 se espera un crecimiento paulatino del mercado laboral y una nueva reducción del desempleo aunque, en ambos casos, con registros más moderados. En un mercado más maduro y consolidado es de esperar que la demanda de nuevas posiciones laborales se incremente de forma cada vez más lenta, como se evidencia en las expectativas de empleo y de demanda laboral de las consultoras privadas.

En cuanto a los ingresos, en 2010 las negociaciones salariales nominales finalizaron por encima de las alcanzadas durante 2008 y 2009. En tanto, la participación de los asalariados en la economía habría continuado en expansión. Para el año que comienza, las primeras negociaciones de acuerdos salariales resultaron principalmente en una asignación de suma fija a cuenta, posponiendo las paritarias hacia el segundo trimestre de 2011.





IV.2 Empleo

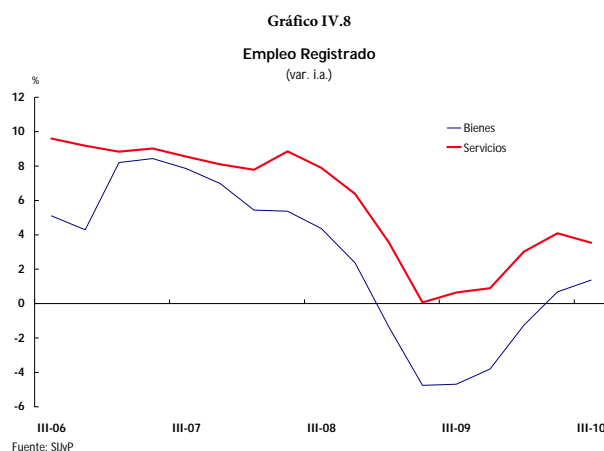
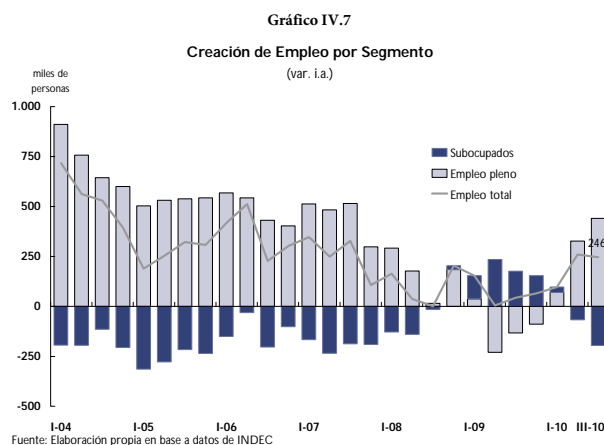
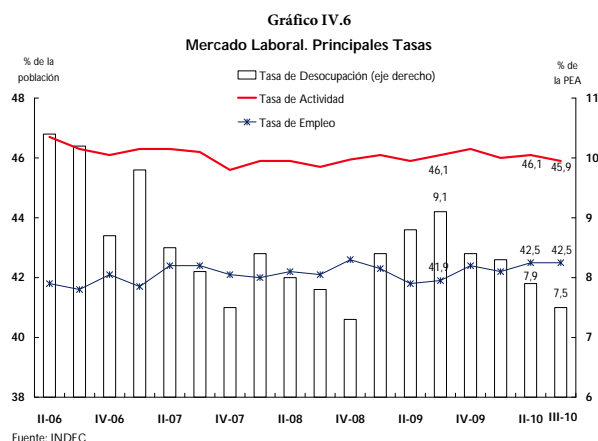
El mercado laboral continúa exhibiendo una importante creación de nuevos empleos, en un marco de crecimiento y favorables perspectivas para el contexto macroeconómico. En particular, los registros de desempleo se ubican actualmente por debajo de los observados antes de la profundización de la crisis internacional y en los menores valores desde inicio de la década del noventa.

De acuerdo con los últimos datos disponibles de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), la Tasa de Desocupación fue de 7,5% de la Población Económicamente Activa¹⁴ (PEA) en el tercer trimestre de 2010, disminuyendo 1,6 puntos porcentuales (p.p.) con respecto a la observada durante el año previo y 0,3 p.p. en relación con en el tercer trimestre de 2008 (ver Gráfico IV.3). Así, los desocupados totales en el tercer trimestre alcanzaron a 852 mil personas en los 31 aglomerados urbanos relevados, la menor cantidad desde fines de 2007.

La caída del desempleo en relación a un año atrás fue generalizada a todas las regiones, mostrando una baja de 1,7 p.p. en los Aglomerados del Interior del País (AIP) y un descenso de 1,6 p.p. en el Gran Buenos Aires (GBA). En el interior el desempleo llegó hasta 6,5%, la menor tasa en la historia de la serie que se inicia en 2003, en un contexto de aumento del empleo y de estabilidad de la fuerza laboral (ver Gráfico IV.4). En tanto, dentro del GBA el desempleo al tercer trimestre se mantuvo relativamente más estable (8,2% en el tercer trimestre), a pesar de haberse verificado un alza de la tasa de ocupación, por el incremento de la participación de la población en la fuerza laboral.

Observando la evolución entre las distintas regiones, se aprecian trayectorias dispares. Por un lado, Cuyo exhibió la Tasa de Desocupación más baja (4,5%), al contener el aglomerado de San Luis (1,8%), seguida por la región Patagónica (4,9%). En tanto, la región Pampeana evidencia la mayor mejoría bajando 2 p.p. en el trimestre hasta 7,2%, destacándose el aglomerado de La Plata que se redujo a 4,7% (-4,2 p.p. trim.). Por otro lado, el Noreste elevó su tasa hasta 5,1%, luego de mantenerse como la región con el menor registro desde fin de 2008. El GBA continúa con tasas de desocupación más elevadas. Así, los aglomerados de menos de 500 mil habitantes, que representan sólo cerca de 20% de la población total relevada en la EPH, mostraron una Tasa de Desocupación que bajó a 6%, resultando inferior a la de los aglomerados con más de 500 mil habitantes, que descendió en menor medida, a 7,8% (ver Gráfico IV.5).

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



El descenso del desempleo respondió principalmente al incremento de la ocupación, mientras la fuerza laboral aumentó levemente. En particular, la Tasa de Empleo¹⁵ se ubicó en 42,5% de la población, 0,6 p.p. por encima del año anterior (ver Gráfico IV.6). La ocupación totalizó 10,6 millones de personas en los 31 aglomerados relevados por la EPH, 2,4% más que un año atrás. El crecimiento de la ocupación mantuvo el fuerte ritmo exhibido el trimestre previo, aunque implicó una baja elasticidad empleo-PIB (0,3). Luego de la profundización de la crisis internacional las empresas decidieron ajustarse disminuyendo la intensidad laboral pero manteniendo en términos generales la dotación del personal empleado, en parte gracias a la ayuda de los subsidios otorgados por el Gobierno, a través del Programa de Recuperación Productiva (REPRO)¹⁶. De este modo, durante la recuperación desde inicios de 2009 se elevó primero la cantidad de horas trabajadas por obrero. A partir de 2010 se observó además una creación de nuevos puestos laborales, acompañada una vez más por el alza de la productividad, tal como sucedió en la industria (ver Sección III).

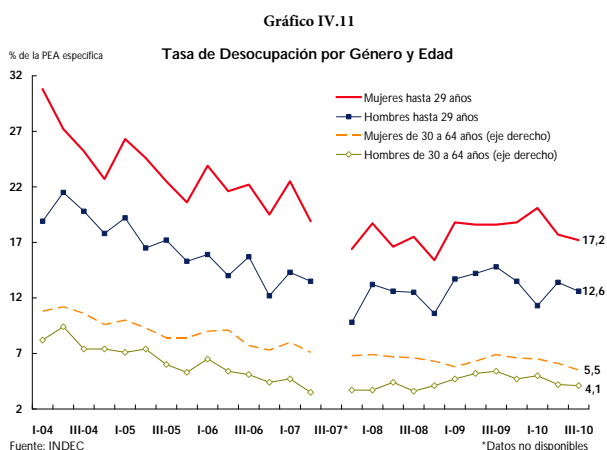
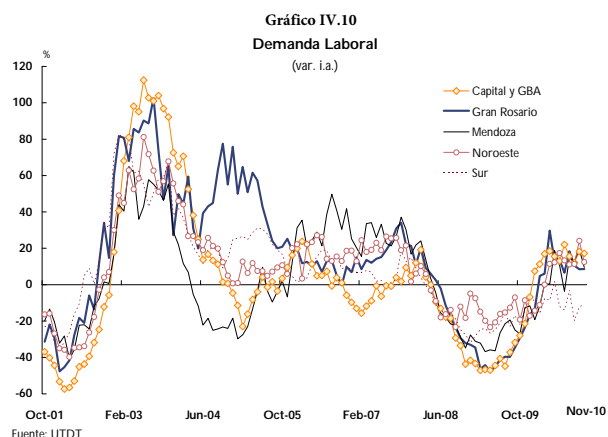
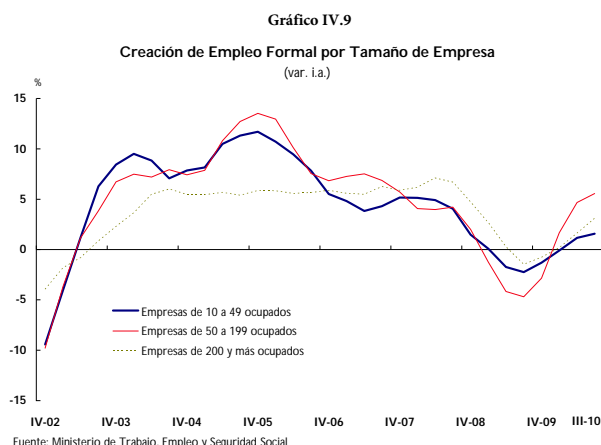
En relación a la calidad del empleo, los resultados del tercer trimestre fueron mixtos. La nota positiva fue la continuidad de la mayor creación de empleos plenos en la economía, que de acuerdo con los datos del INDEC incluso sobrepasó la creación de empleo total, determinando una nueva y fuerte reducción en la subocupación (ver Gráfico IV.7). En particular, el empleo total se incrementó en 246 mil ocupados, como consecuencia de un alza de 441 mil empleos de tiempo completo y una caída de 195 mil puestos de medio tiempo. No obstante esto, se incrementó la cantidad de empleados informales (1,4% interanual -i.a.-), de manera que a pesar del fuerte crecimiento del empleo formal se registró un descenso de sólo 0,2 p.p. i.a. en la tasa de informalidad de la economía, hasta 35,8% de los ocupados asalariados.

Por su parte, según datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP), en el tercer trimestre el empleo formal mostró un incremento de 2,9% i.a.. Nuevamente el desempeño de los sectores productores de servicios fue el principal impulsor con un alza de 3,5% i.a., aunque hay que destacar que el sector productor de bienes aumentó su dotación de ocupados formales (1,4% i.a.) por segundo período consecutivo luego de exhibir importantes descensos durante 2009 (ver Gráfico IV.8).

El crecimiento alcanzado en los sectores de servicios en el tercer trimestre fue, otra vez, generalizado. En particular, se destacó la contratación de personal dentro de las

¹⁵ Cociente entre la población ocupada y la población total.

¹⁶ Para mayor información ver **Informe de Inflación** Tercer Trimestre de 2010, Capítulo IV. Empleo y Salarios. Apartado 1.



actividades inmobiliarias y empresariales, seguida por la creación de empleo en comercio, transporte, enseñanza y salud que conjuntamente explicaron más de la mitad del incremento de los servicios. En tanto, la administración pública perdió protagonismo en manos del sector privado, aunque siguió en expansión. Del lado de los sectores productores de bienes, la industria fue la que mayores incorporaciones registró en su nómina, aunque los niveles de ocupación aún permanecen por debajo de los de 2008, al tiempo que persisten sectores que presentan bajas en la dotación de personal en forma interanual, como la agricultura y la ganadería.

Con respecto al crecimiento de la ocupación por tamaño de la empresa, los datos de la Encuesta de Indicadores Laborales¹⁷ (EIL) revelan que en el tercer trimestre las empresas de tamaño mediano (50 a 199 ocupados) siguieron siendo las más dinámicas con un incremento en su ocupación de 5,6% i.a. (ver Gráfico IV.9). Por su parte, las empresas de mayor porte (200 o más ocupados), que se vieron menos afectadas por la crisis internacional, están ganando dinamismo y, tras aumentar 3,1% en forma interanual, en la actualidad tienen un registro récord de la ocupación. En el caso de las empresas de menor tamaño (10 a 49 ocupados), la dinámica trimestral también fue positiva al crecer 0,4% trimestral, pero exhiben la menor suba interanual (1,6%).

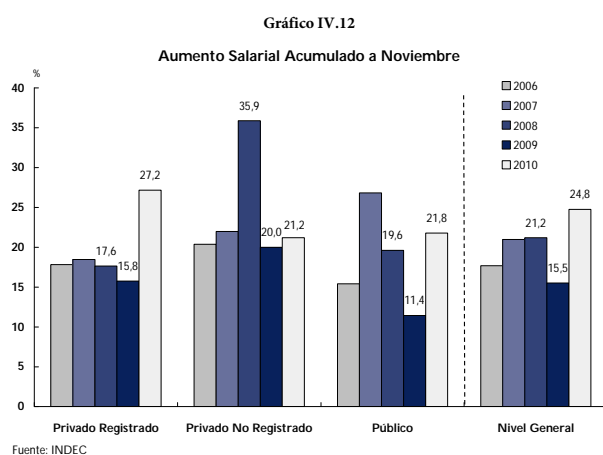
La Tasa de Actividad¹⁸ bajó 0,2 p.p. hasta 45,9%, a pesar del aumento de la PEA (0,6% i.a. en el tercer trimestre): acompañando al crecimiento económico, cada vez más personas ingresan al mercado laboral, pero de manera más moderada.

Durante el último trimestre de 2010 el mercado laboral siguió evolucionando favorablemente, acompañando el crecimiento de la actividad económica. A este respecto, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) señala una Tasa de Desocupación 0,7 p.p. por debajo de la registrada en diciembre de 2009, determinando que el indicador vuelva a exhibir niveles cercanos a los de inicios del noventa, cerrando la brecha social acumulada durante esa década (ver Apartado 2).

Para 2011, los indicadores de la demanda laboral y las encuestas de expectativas de creación de empleo siguen indicando un aumento de posiciones laborales (ver Gráfico IV.10), aunque a una menor velocidad que en períodos anteriores ante un mercado más consolidado luego del fuerte proceso de crecimiento de los últimos años.

¹⁷ Datos publicados por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

¹⁸ Cociente entre la PEA y la población total.



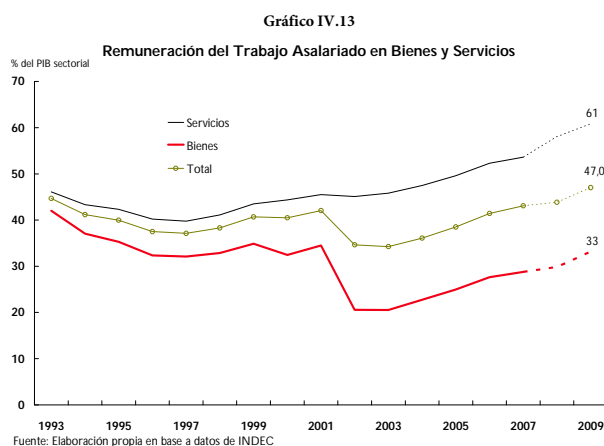
A su vez, la mayor concentración de desocupados se encuentra en las personas menores de 30 años. Si se excluyera esta franja, la tasa de desempleo se ubicaría en torno al 5%, un nivel mínimo para la serie. De este modo, para el presente año se proyecta que la Tasa de Desocupación mantenga la tendencia descendente aunque más moderadamente (ver Gráfico IV.11).

IV.3 Ingresos

El sostenido crecimiento económico, la mejora del mercado de trabajo y el impacto de las políticas públicas laborales, impulsaron la suba nominal de las remuneraciones y de otros ingresos familiares.

En un mercado de trabajo con altos niveles de ocupación, las negociaciones salariales dieron como resultado aumentos superiores a los de 2008 y 2009. Así, los salarios nominales aceleraron su crecimiento anual, impulsados por el sector privado formal que alcanzó un incremento récord para el segmento (ver Gráfico IV.12).

En tanto, analizando la Remuneración del Trabajo Asalariado (RTA) se observa un sostenido aumento de la participación de la Masa Salarial en el PIB desde 2003, que actualmente habría superado los valores previos a la crisis. De este modo, se comprueba una mejora en la distribución funcional del ingreso hacia el sector asalariado, destacándose en particular el aumento alcanzado por la RTA en el sector servicios, que estaría en torno al 60% del valor agregado de ese sector (ver Gráfico IV.13).



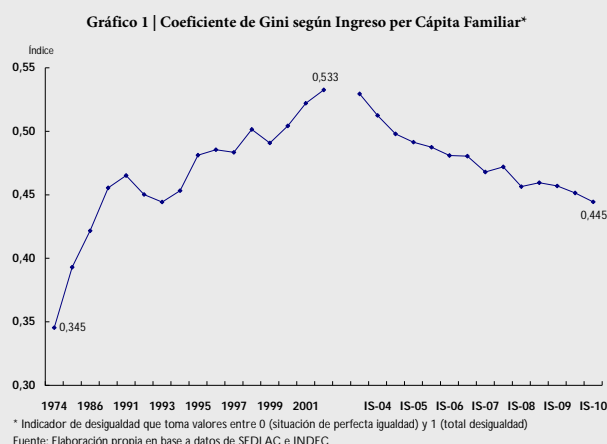
Asimismo, en el segundo semestre de 2010 el alza en las transferencias gubernamentales habría tenido un efecto positivo sobre los ingresos familiares de los estratos de menores ingresos. Por un lado, se elevaron las asignaciones familiares en septiembre ubicando la Asignación Universal por Hijo para Protección Social en \$220¹⁹. Por otro lado, se incrementó el Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVyM) 16% en agosto de 2010 y 5,7% en enero de 2011, llevándolo a \$1.840 mensuales. A su vez, se aumentó el haber mínimo jubilatorio 17% a partir de septiembre de 2010 llevándolo a \$1.046,43. Estas medidas continúan impulsando una mejora en la distribución a favor de los sectores de bajos recursos.

Para 2011, se espera que continúe en alza el ingreso de las familias. La mayor solidez del mercado laboral permitirá que las negociaciones salariales nominales, junto con el incremento en el empleo, generen una mayor participación del trabajo en el ingreso.

¹⁹ A su vez en diciembre se extendió la cobertura también a los trabajadores temporarios, en su mayoría rurales o relacionados con el turismo.

Apartado 2 / Análisis histórico del desempleo y de la desigualdad del ingreso de Argentina

En los últimos 30 años Argentina atravesó cambios drásticos en la distribución del ingreso, con modificaciones abruptas tanto en la fase de aumento persistente de la desigualdad y de la desocupación iniciada en los 70's, como en la etapa de mejoría que comenzó recién tras la crisis de inicios de la década pasada²⁰. El avance reciente en la distribución del ingreso, medido a través del coeficiente de Gini²¹, se dio a partir de la fuerte creación de empleo, en especial de empleo registrado, y complementariamente del uso más activo de políticas sociales y laborales, que van desde el aumento del salario mínimo hasta la instauración de redes de protección social más amplias. Mas allá de las mejoras recientes, se presenta aún el desafío de seguir avanzando en esta materia, procurando construir las bases de un desarrollo económico sustentable con inclusión social.

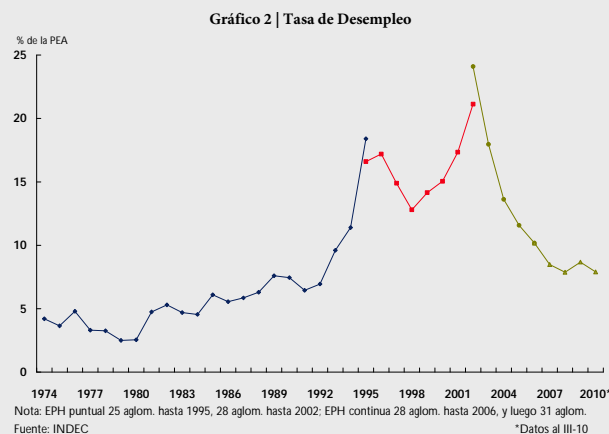


El fuerte aumento de la desigualdad social que experimentó Argentina entre mediados de los 70's e inicios de los 2000's, y que se vio plasmado en el deterioro de todos los indicadores sociales, se debe a una conjunción de factores. Por un lado, durante tres décadas el país enfrentó crisis macroeconómicas severas, con caídas abruptas del Producto, importantes desequilibrios externos, hiperinflación, altas tasas de desempleo y aumento de la informalidad, que generaron

²⁰ Los fuertes incrementos en la desigualdad y la pobreza impulsaron una abundante literatura que abarca estos temas. Algunos estudios relevantes a considerar son: "La distribución del ingreso en Argentina, 1974-2000" Altamir, Beccaria y Gonzalez Rozada, CEPAL, 2002; "Una distribución en movimiento: el caso de Argentina" Gasparini y Cruces, CEDLAS, 2008; "Dinámica de la pobreza y del mercado de trabajo en Argentina post-convertibilidad" Maurizio, Perrot y Villafañe, MTESS-PNUD, 2008; "Factores asociados a la dinámica distributiva: una aproximación desde la descomposición por fuente de ingreso en la Argentina reciente: 2002-2010" Trujillo y Villafañe, MTESS, 2010, en impresión.

²¹ Es un indicador de desigualdad que toma valores entre 0 y 1. El 0 corresponde a la situación de perfecta igualdad mientras que el 1 representa total desigualdad.

caídas de los ingresos reales. El deterioro se concentró principalmente en los hogares de menores recursos ante su falta de acceso a mecanismos de protección para suavizar la volatilidad de sus ingresos. Por otro lado, los procesos de liberalización comercial, en un contexto de un tipo de cambio real fuertemente apreciado, sumado a las desregulaciones y privatizaciones condujeron a una mayor competencia de las importaciones. Esto indujo una reducción en la demanda relativa de las industrias más intensivas en trabajo no calificado, aumentando las diferencias de salario por niveles de calificación, generando un alza en la desigualdad.



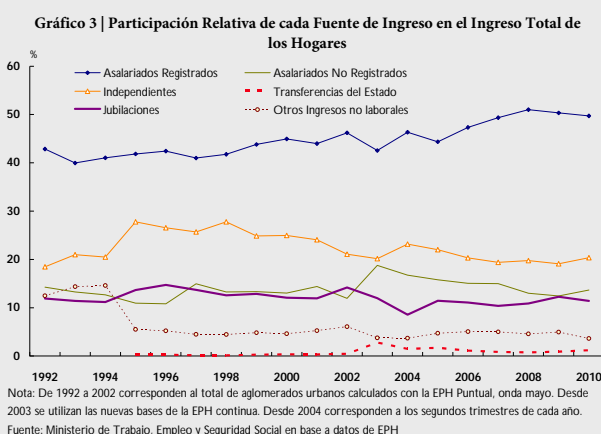
Por su parte, las instituciones laborales fueron relegadas durante gran parte de este período, con baja participación de los sindicatos, salarios mínimos no operativos y pocas y atomizadas negociaciones colectivas, lo que condujo a disminuir el poder de los trabajadores, principalmente de los ocupados sin calificación. En cuanto a la protección social, si bien incide bastante directamente sobre la distribución del ingreso, el efecto conjunto del gasto social y de los impuestos que lo financian no resulta tan claro. Más aún, las transferencias públicas (más allá de las jubilaciones y pensiones) se mantuvieron en niveles bajos hasta inicios de los 2000s²².

Desde 2003 se exhibe un quiebre en la tendencia de la desigualdad en Argentina, donde la recuperación económica, junto con el cambio de precios relativos que siguió a la

²² Se debe tener en cuenta que a) la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) se vio afectada por importantes cambios metodológicos a lo largo del tiempo; b) se concentra principalmente en ingresos laborales y transferencias de dinero, resultando menos adecuada para captar la renta del capital y otras fuentes de ingresos no monetarios; c) no alcanza a los hogares más ricos por problemas de muestreo y de no respuesta; d) sólo cubre al Gran Buenos Aires para los años anteriores a 1992, todos factores que limitan el alcance de las conclusiones. A su vez, los resultados difieren si se corrigen los problemas de subdeclaración de ingresos.

devaluación y que luego se mantuvo a través de la política cambiaria, permitieron el desarrollo de instituciones laborales más fuertes y la oportunidad de plantear nuevamente como objetivo central de la política económica la redistribución del ingreso con la creación de una red de protección social más amplia. De esta manera, se observó un descenso en la desigualdad medida a través del coeficiente de Gini. La desigualdad subió persistentemente desde 0,345 en 1974 hasta un pico de 0,533 en 2001, para luego retomar una senda de consistente baja hasta el nivel actual de 0,445 (ver Gráfico 1).

En este marco, se verifica actualmente una menor divergencia entre los dos grupos extremos de la distribución del ingreso per capita familiar. El ratio entre la participación en el ingreso total del decil mayor y el menor, creció persistentemente desde 1974 hasta llegar a 40 en 2001 y tras la crisis se fue reduciendo hasta niveles más cercanos a 20. Esta mejora en la participación del ingreso de los estratos más pobres se dio en detrimento de los estratos más ricos, particularmente del último decil.

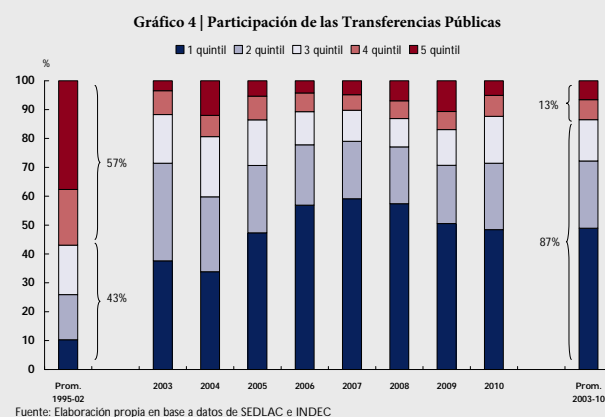


Por su parte, luego de haber llegado a valores por encima del 20% en la crisis de 2001/02, en los últimos años la tasa de desempleo se redujo firmemente hasta ubicarse actualmente por debajo del 8%, situándose en valores cercanos a los mínimos²³ (ver Gráfico 2). A su vez, desde 2003 se experimentó una expansión del mercado laboral a partir del fuerte incremento del empleo, con una mejora en la calidad de la ocupación. Así, más de 3,2 millones de personas consiguieron un empleo, en su mayoría formal, y aumentaron los ingresos familiares.

Mirando los distintos factores influyentes en la reducción de desigualdad, se destacan como los más relevantes en los últimos años el proceso de crecimiento económico con inclusión social y el rol de las políticas públicas. Las remuneraciones laborales, en primer lugar, son las principales fuentes de ingresos de los hogares para todos los deciles (más del 80% del ingreso total, y aproximadamente la mitad proviene de la remuneración al trabajo registrado -ver

²³ Dadas las diferencias metodológicas entre cada tramo de la serie, la tasa actual no es estrictamente comparable con la historia anterior.

Gráfico 3). De este modo, la generación de oportunidades laborales, la disminución de la tasa de informalidad y, por ende, la reducción de los diferenciales salariales fueron centrales en la mejora de la desigualdad en los últimos años. Por otro lado, mientras que los estratos más ricos se basan fuertemente en un salario registrado (más de 50%), en el decil más bajo los ingresos se componen en más de 30% entre planes sociales y jubilaciones, y 45% de salario no registrado y trabajo no asalariado (cuenta propia). Así, si bien en el largo plazo la mejora genuina de la distribución del ingreso proviene en mayor medida de la generación de trabajo estable y de calidad, en el corto plazo para mejorar los ingresos de los estratos más bajos han sido clave las políticas sociales.



En este sentido, la adopción de un nuevo enfoque en las políticas públicas, cambiando el foco en la distribución de los recursos e incrementando fuertemente el gasto destinado a la ayuda social, también colaboró en la reducción de la desigualdad. En particular se implementaron programas de protección social focalizados en los segmentos de menores ingresos como el Programa Jefes y Jefas de Hogar Desocupados (PJJHD)²⁴, junto con la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH), y el Programa Argentina Trabaja²⁵ que buscaron mejorar los ingresos de la población de referencia. También se implementó el Programa Jóvenes con Más y Mejor Trabajo que abarca la franja poblacional donde se concentra mayormente la desocupación. Todo esto trajo aparejado un incremento en la porción de las transferencias gubernamentales que recibe el segmento de menores ingresos, que pasó de aproximadamente 10% en los 90's a más de 40% en la última década (ver Gráfico 4).

Como contrapartida, aumentó la participación de las transferencias públicas en el Producto, con aproximadamente un 50% de esta ayuda concentrada en promoción y asistencia social pública. En los 80's la ayuda social representaba

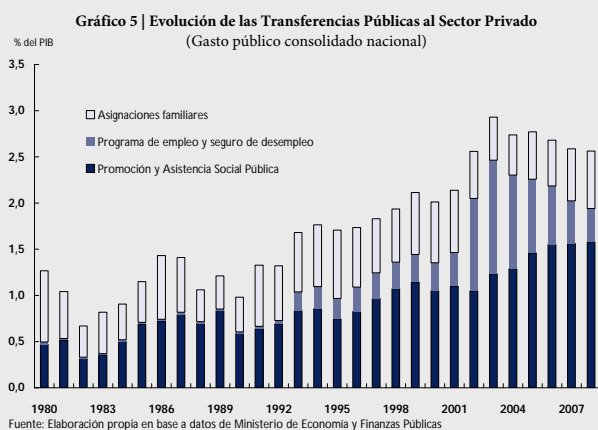
²⁴ Las situaciones dispares de empleabilidad y vulnerabilidad social del universo que compone el PJJHD llevó a su reconversión a: el Seguro de Capacitación y Empleo y al Programa Familias por la Inclusión Social.

²⁵ Programa destinado a personas sin ingresos en el grupo familiar, ni pensiones, jubilaciones, o planes.

cerca de 1,1% del PIB, y fue creciendo sostenidamente hasta ubicarse en más de 2,5% del PIB en promedio en los últimos años (ver Gráfico 5).

En forma complementaria, se han desplegado otras políticas de redistribución de los ingresos que fueron mejorando la situación de otros grupos poblacionales, entre ellas muy especialmente las referidas a la población mayor. Dentro de las medidas adoptadas, sobresalen el incremento de los haberes jubilatorios y particularmente el Plan de Inclusión Social (moratoria previsional, jubilación anticipada por desempleo) que otorgó un ingreso a adultos mayores que carecían de protección social y llevó la cobertura a casi toda la población objetivo, tras incluir más de 2 millones de nuevos beneficiarios previsionales.

A pesar de los progresos recientes, de la comparación histórica de diversos indicadores sociales queda en evidencia que aún existe espacio para continuar el proceso de desarrollo social iniciado en el presente ciclo expansivo. Para ello es necesario mantener el marco macroeconómico estable y previsible donde los efectos de las fuerzas de mercado (negociaciones colectivas) en conjunto con las acciones del Gobierno (salario mínimo, transferencias) continúen redistribuyendo y mejorando los ingresos y demás índices sociales. En particular, serán de gran relevancia las políticas públicas destinadas a mejorar la calidad de los empleos e incrementar el capital humano, a fin de optimizar el acceso a las oportunidades de progreso a todos los habitantes de la Nación.



Los aumentos de haberes jubilatorios y la mayor cobertura condujeron a un importante incremento de las transferencias al sector privado por este concepto, de manera que actualmente las jubilaciones y pensiones llegan a casi 10% del PIB cuando en promedio en los 80's representaban aproximadamente 5%. Además, el programa de inclusión elevó la participación de los grupos más relegados en los ingresos previsionales, ya que el primer quintil pasó a captar 7% de las jubilaciones, aumentando desde 3% en 2006, y el último bajó de 41% a 32%.

Otras medidas como la actualización de los montos de las asignaciones familiares, los incrementos sucesivos del Salario Mínimo Vital y Móvil (un valor de referencia para los salarios del segmento no registrado), las políticas laborales implementadas y la conjunción de negociaciones colectivas realizadas, también contribuyeron a elevar los niveles de las remuneraciones y reducir la desigualdad.

En síntesis, nuestro país ha logrado en los últimos años mejorar los indicadores de desempleo y desigualdad quebrando el proceso de deterioro iniciado 30 años atrás. El cambio en la tendencia fue originado en múltiples causas, donde se destacan tanto el proceso de crecimiento con expansión del empleo, especialmente de calidad, como el cambio en el enfoque de las políticas redistributivas, a medida que el Estado incrementó las transferencias realizadas a los sectores más vulnerables.

V. Sector Externo

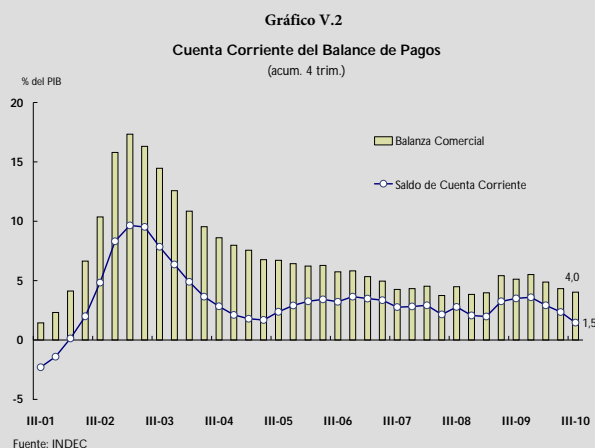
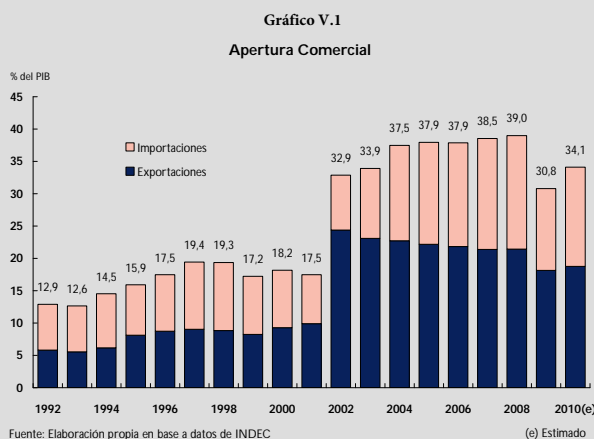
V.1 Síntesis

Los flujos del sector externo crecieron en 2010 impulsados por los buenos resultados de la cosecha agrícola, la importante expansión de nuestros socios comerciales y la mayor actividad económica interna. Las exportaciones de bienes se recuperaron con fuerza y se ubicaron en torno a US\$68.500 millones (23% interanual -i.a.-), lideradas por el aumento de las cantidades exportadas (19% i.a.), principalmente de granos y de productos industriales. Las importaciones también presentaron una recomposición, totalizando alrededor de US\$56.000 millones (44% i.a.), a partir del fuerte crecimiento de las cantidades. El alza estuvo estrechamente vinculada a la expansión de la actividad doméstica, que se tradujo en mayores compras externas de combustibles y bienes de consumo, intermedios y de capital. De este modo, en 2010 el saldo comercial se situó en torno a US\$12.500 millones, con una disminución frente al año previo, pero manteniéndose en un nivel históricamente elevado, mientras que el resultado de Cuenta Corriente se ubicó por noveno año consecutivo en terreno positivo, en torno al 1% del PIB.

Para 2011 se prevé que continúe el incremento de las ventas externas. Ya sin el fuerte impulso que significó la recuperación de la cosecha agrícola en el ciclo 2009/2010 luego de la grave sequía sufrida durante la campaña 2008/2009, el crecimiento de las cantidades exportadas estaría liderado por los productos manufacturados. En particular, se mantendría el aumento de las exportaciones automotrices, que representan un tercio de las ventas externas industriales y rondarían los 490.000 vehículos (10% i.a.). En el 2011 se espera una mejora en los precios de exportación explicada principalmente por las mayores cotizaciones de los productos agrícolas primarios y manufacturados, que reflejan los aumentos de los precios internacionales observados desde mediados de 2010. Aunque con una desaceleración con respecto a 2010, las importaciones también continuarían en alza, en línea con el nivel de actividad económica proyectado. Como resultado, se espera una reducción en el saldo comercial, que para este año se estima en US\$10.000 millones.

En la balanza de servicios no se proyectan grandes cambios para 2011, en la medida que los mayores ingresos previstos por viajes y servicios empresariales serían compensados por un aumento de los 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 ligera suba del déficit, en base a un mayor egreso neto en concepto de Utilidades y dividendos. No obstante, el saldo comercial de mercancías continuaría dando soporte a la Cuenta Corriente, que de todas formas disminuiría en 2011.

En lo que marcó un cambio de tendencia sustancial con respecto a años previos, desde comienzos de 2010 la Cuenta Capital y Financiera pasó a exhibir un saldo positivo, de la mano de la reducción de la incertidumbre y de las mejores perspectivas para la economía local. Por último, las Reservas Internacionales alcanzaron US\$52.145 millones a final de año, con un incremento acumulado de más de US\$4.000 millones a lo largo de 2010, incluso teniendo en cuenta el uso de US\$6.570 millones para la atención de los servicios de la deuda pública.

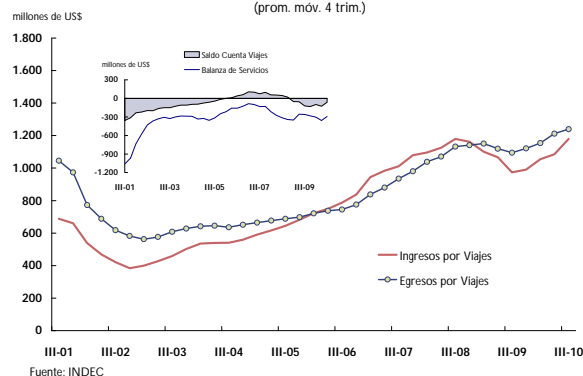


Cuadro V.1
Balance de Pagos. Cuenta Corriente
(millones de US\$)

	I-09	II-09	III-09	IV-09	2009	I-10	II-10	III-10	Var. acum. 3 trim. 2010-2009
Cuenta Corriente	1.406	4.574	3.670	1.380	11.030	-395	3.193	900	-5.952
Cta. Corr., acum. 4 trim. (% del PIB)	2,0	3,2	3,5	3,6	3,6	2,9	2,4	1,5	-0,7
Mercancias	3.961	6.761	3.729	4.077	18.528	2.638	6.005	3.750	-2.059
Exportaciones fob	11.917	15.461	13.800	14.491	55.669	13.197	19.096	18.774	9.889
Importaciones fob	7.956	8.700	10.071	10.415	37.141	10.560	13.091	15.024	11.949
Servicios reales	-376	-101	-538	-111	-1.126	-459	-320	-281	-45
Exportaciones de servicios	2.849	2.446	2.402	3.201	10.898	3.159	2.898	3.052	1.412
Importaciones de servicios	3.226	2.546	2.939	3.312	12.023	3.618	3.218	3.334	1.458
Rentas	-2.156	-2.065	-2.196	-2.593	-9.011	-2.539	-2.427	-2.488	-1.036
Renta de la inversión	-2.145	-2.046	-2.174	-2.580	-8.944	-2.527	-2.410	-2.468	-1.041
Intereses	-503	-575	-613	-626	-2.317	-655	-651	-724	-339
Ganados	639	575	484	442	2.139	393	434	430	-440
Pagados	1.141	1.150	1.097	1.067	4.455	1.047	1.085	1.154	-102
Utilidades y Dividendos	-1.642	-1.471	-1.561	-1.954	-6.627	-1.872	-1.759	-1.744	-702
Ganados	247	435	320	291	1.292	336	179	194	-292
Pagados	1.889	1.905	1.880	2.245	7.919	2.208	1.938	1.938	410
Otras Rentas	-12	-19	-23	-14	-67	-12	-17	-19	6
Transferencias corrientes	-22	-22	2.675	8	2.639	-34	-65	-81	-2.811

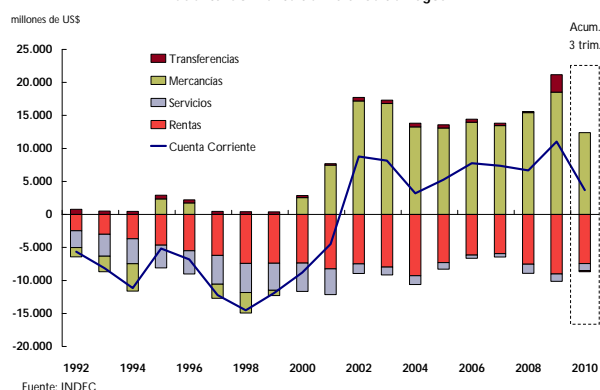
Fuente: INDEC

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



Fuente: INDEC

Gráfico V.4
Cuenta Corriente del Balance de Pagos



Fuente: INDEC

V.2 Cuenta Corriente

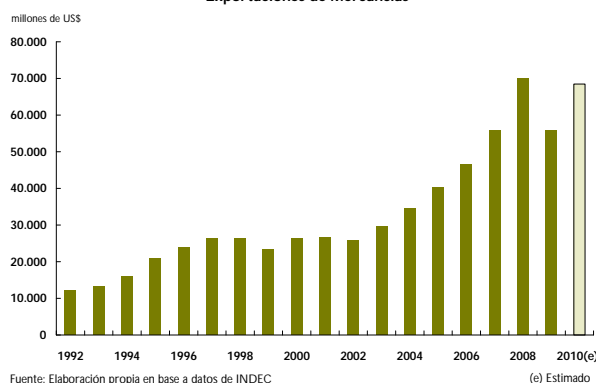
El saldo de Cuenta Corriente se habría mantenido en terreno positivo por noveno año consecutivo, ubicándose en torno a 1% del Producto durante 2010. De este modo, se estima que el resultado habría registrado una contracción, explicada principalmente por la disminución del superávit comercial y la dilución del efecto de la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG), imputada como una Transferencia corriente en el tercer trimestre de 2009 (ver Cuadro V.1).

Los flujos de intercambio comercial de bienes repuntaron con fuerza en 2010, tras la recuperación del comercio mundial y la mayor actividad local. El crecimiento de las exportaciones argentinas de bienes respondió en gran medida a las mayores cantidades despachadas, tanto de productos agrícolas como industriales, y ubicó a nuestro país como uno de los países de América Latina con mejor desempeño exportador durante el año pasado (ver Apartado 3). Las mayores ventas externas fueron compensadas por el alza de las importaciones derivada de la expansión de la actividad local, que se tradujo en mayores compras externas de insumos industriales, combustibles y bienes de consumo e inversión. De este modo, volvió a aumentar el coeficiente de apertura de la economía, aunque se mantiene por debajo del observado en 2008 (ver Gráfico V.1).

A su vez, el aumento de las importaciones de bienes trajo aparejado un fuerte incremento de los pagos por servicios de transporte (fletes y seguros), que fueron parcialmente compensados por el alza de los ingresos por servicios empresariales, profesionales y técnicos, y por turismo, a partir de la mayor entrada de visitantes extranjeros luego de la baja experimentada en 2009 debido a la recesión mundial y a la epidemia de gripe A (ver Gráfico V.3).

En cuanto a la cuenta de Rentas de la inversión, la mejora de los resultados operativos de las firmas locales con accionistas no residentes determinó un incremento de los pagos netos en concepto de Utilidades y dividendos. Paralelamente, el escenario de tasas internacionales en mínimos históricos contribuyó a la disminución de los Intereses ganados, tanto los correspondientes a las Reservas Internacionales como a los activos externos del sector privado. Luego de haberse equilibrado durante la crisis de 2001-2002, los egresos netos de utilidades mostraron una sostenida tendencia ascendente, y los pagos de intereses por la reestructuración de la deuda pública en 2005 una importante disminución. De este modo, el ratio del déficit de rentas con respecto a las crecientes exportaciones de bienes se mantuvo en niveles reducidos, lo que indica un potencial de generación de ingresos

Gráfico V.5
Exportaciones de Mercancías



de divisas por parte de la economía adecuado para servir sus obligaciones externas.

Para 2011 se espera que el saldo de Cuenta Corriente disminuya a partir de la reducción del superávit comercial. El crecimiento de la actividad local se traduciría en una suba de las compras externas, principalmente de combustibles, insumos industriales y bienes de capital y consumo, superando el alza de las exportaciones.

Balanza Comercial²⁶

En un escenario en el que los principales socios comerciales de la Argentina aceleraron su ritmo de crecimiento y en el que la cosecha de la campaña 2009/10 aumentó más de 50% respecto a la del ciclo previo, las exportaciones de bienes se recuperaron con fuerza (ver Gráfico V.5). Las ventas externas se ubicaron en torno a US\$68.500 millones, con un crecimiento aproximado de 23% interanual (i.a.) que estuvo liderado por el incremento de las cantidades despachadas, principalmente de granos y productos industriales (ver Cuadro V.2).

Cuadro V.2
Exportaciones por Grandes Rubros

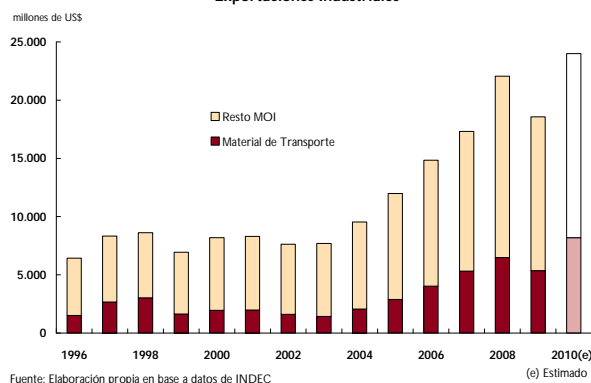
Rubro	Primeros 11 meses					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2009	2010	Total	Precios	Cantidades	
Productos primarios	8.519	14.273	67,5	7	57	47,7
MOA	19.549	21.011	7,5	5	3	12,1
MOI	16.907	21.764	28,7	2	26	40,3
MOI sin Material de transporte	12.155	14.436	18,8			18,9
Material de transporte	4.752	7.328	54,2			21,3
Combustibles y energía	5.874	5.867	-0,1	39	-28	-0,1
TOTAL	50.849	62.915	23,7	4	19	100

Fuente: INDEC

Los Productos primarios (PP) constituyeron el rubro de exportación más dinámico en 2010, con un aumento de 67,5% i.a. en los primeros once meses del año. Más allá de la mejora de los precios, el crecimiento respondió principalmente a los mayores volúmenes embarcados de granos gruesos (soja y maíz), fruto de la fuerte suba de la cosecha en el ciclo 2009/2010. Aunque en menor medida, también se destacó el desempeño exportador del concentrado de cobre.

Las exportaciones industriales (MOI) también registraron un importante crecimiento, que llegó a 28,7% i.a. en los primeros once meses de 2010, a partir de las mayores cantidades vendidas (26% i.a.). Las ventas del sector automotor siguieron siendo uno de los componentes más dinámicos, reflejando los niveles récord de producción del sector y la firmeza de la demanda brasileña (ver Apartado 1 y Gráfico V.6). Además, sobresalieron los embarques de oro y biodiesel, que reflejan las fuertes inversiones realizadas en los últimos años para aumentar la capacidad productiva.

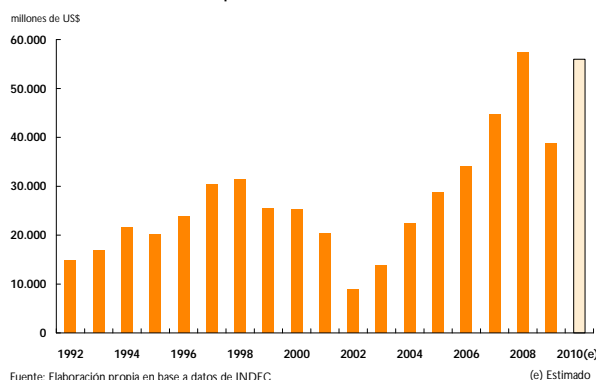
Gráfico V.6
Exportaciones Industriales



Por el lado de las Manufacturas de origen agropecuario (MOA), el crecimiento acumulado fue de 7,5% i.a., fruto de un alza conjunta de precios y cantidades. Si bien en el primer trimestre la poca disponibilidad de poroto de soja del ciclo 2008/2009 afectó el nivel de actividad de la industria aceitera, con el consecuente impacto negativo

²⁶ En esta sección de Balanza Comercial se consideran las importaciones en términos *Cost, Insurance and Freight* (CIF; incluyendo costos, seguro y flete) mientras que en el Balance de Pagos son contabilizadas en términos *Free on Board* (FOB; puesto a bordo), ya que los gastos de transporte se registran en la balanza de servicios.

Gráfico V.7
Importaciones de Mercancías

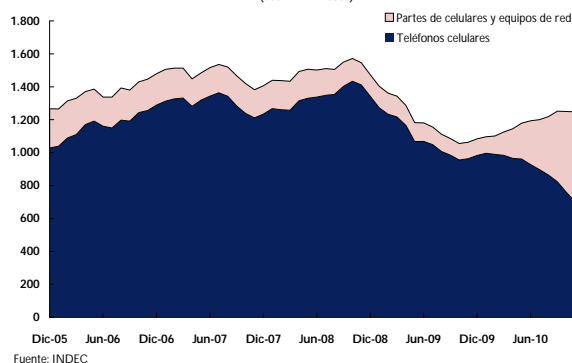


Cuadro V.3
Importaciones por Uso Económico

Uso Económico	Primeros 11 meses					
	millones de US\$		Variación % i.a.		Participación %	Contribución % a la var. i.a.
	2009	2010	Total	Precios		
Bienes de capital	7.840	10.713	36,6	0	36	21,0
Equipo de transporte industrial	1.588	2.411	51,8		4,7	5,2
Otros bienes de capital	6.252	8.302	32,8		16,2	72,9
Bienes intermedios	11.400	16.119	41,4	21	17	31,5
Combustibles y lubricantes	2.471	4.089	65,5	22	36	8,0
Piezas y acc. para bienes de capital	6.544	10.020	53,1	1	52	19,6
Bienes de consumo	4.621	5.964	29,1			
Vehículos automotores de pasajeros	2.187	4.064	85,8	2	44	11,7
Resto	119	131	10,1	-	-	0,3
TOTAL	35.182	51.099	45,2	8	35	100

Fuente: INDEC

Gráfico V.8
Importaciones de Teléfonos Celulares y Partes
(acum. 12 meses)



sobre los embarques de subproductos oleaginosos (principalmente aceite y *pellets* de soja), la situación se revirtió en los meses subsiguientes, con el ingreso al mercado de la nueva cosecha. Este fenómeno determinó que las exportaciones de MOA cayeran 11% i.a. en el primer trimestre, para luego aumentar 11% i.a. en el período abril-noviembre.

Por su parte, las exportaciones de Combustibles y energía presentaron un nivel similar al de 2009, a raíz de un abrupto descenso de los volúmenes despachados que fue compensado por la fuerte suba de precios. El crecimiento de la demanda interna de combustibles, en el que incidieron los mayores requerimientos para tareas de cosecha y transporte de granos, además de la utilización de combustibles líquidos para generación de electricidad, contribuyó a la reducción del saldo exportable de petróleo y sus derivados. En tanto, los precios acompañaron la evolución de la cotización internacional del petróleo crudo, que pasó de un promedio de US\$62 por barril en 2009 a US\$79 por barril en 2010²⁷ (ver Sección II).

Las importaciones de bienes presentaron una fuerte mejora, totalizando aproximadamente US\$56.000 millones en 2010 (ver Gráfico V.7). El crecimiento de alrededor de 44% i.a. estuvo explicado principalmente por el aumento de las cantidades (ver Cuadro V.3).

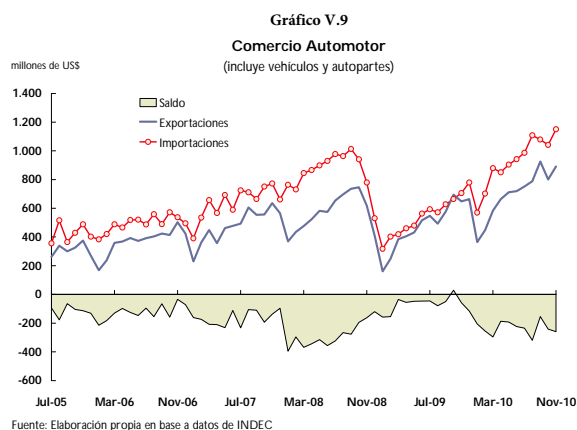
Buena parte del incremento observado en 2010 respondió a las mayores compras de Bienes intermedios, principal rubro de importación. En particular, se destacó el alza de las importaciones de mineral de hierro, insumo básico de la industria siderúrgica que experimentó una importante recuperación en 2010 (30,5%). También sobresalió el aumento de las compras de fertilizantes, que se habían reducido abruptamente en 2009 como consecuencia de disminución de la cosecha.

Con respecto a los Bienes de capital, que representan 21% de las importaciones totales, el crecimiento observado en 2010 estuvo asociado a la recomposición de los niveles de inversión en maquinaria y equipo. La suba fue incluso mayor sin considerar las importaciones de celulares, incluidas en este rubro, que continúan en disminución a partir de los cambios impositivos que favorecieron a la instalación de plantas de ensamblaje en Tierra del Fuego e indujeron al reemplazo de las compras de equipos terminados por las partes de celulares²⁸ (ver Gráfico V.8).

El fuerte crecimiento de la producción automotriz, que alcanzó niveles récord, derivó en un significativo au-

²⁷ Se considera la variedad de petróleo *West Texas Intermediate* (WTI), de referencia para nuestro país.

²⁸ Ley N° 26.539



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

	I-09	II-09	III-09	IV-09	2009	I-10	II-10	III-10	Var. acum. 3 trim. 2010-2009
Cuenta Capital y Financiera	-1.123	-4.114	-1.682	-2.431	-9.350	408	10	252	7.589
Cta. capital y fin. (errores y omisiones)	-1.139	-5.273	-1.859	-1.414	-9.684	91	-1.088	378	7.651
Cta. capital y fin. acum. 4 trim. (% del PIB)	-3,0	-3,7	-2,8	-3,0	-3,0	-2,5	-1,1	-3,3	0,9
Cuenta Capital	19	1	55	0	74	6	4	45	-19
Cuenta Financiera	-1.142	-4.114	-1.737	-2.431	-9.424	402	6	207	7.608
Sector Bancario	1.614	-338	-346	-1.916	-986	975	-1.421	-798	-2.174
BCRA	1.486	-500	-400	-1.790	-1.404	640	-1.470	-530	-1.746
Otras entidades financieras	127	162	254	-126	417	335	49	-268	-427
Sector Público no Financiero	-75	118	-354	-416	-727	43	1.214	157	1.725
Sector Privado no Financiero	-2.681	-3.894	-1.037	-99	-7.710	-616	213	646	8.056
Errores y Omisiones Netos	-16	-1.159	-176	1.018	-334	-317	-1.098	126	62
Variación de Reservas Internacionales	267	-699	1.811	-33	1.346	-304	2.105	1.279	1.700

Fuente: INDEC

mento de las importaciones de autopartes (incluidas en el rubro de Piezas y accesorios para bienes de capital, que creció 53% i.a.). A su vez, la expansión del mercado automotor interno se tradujo en mayores compras de vehículos terminados (86% i.a.), teniendo en cuenta que las unidades importadas representan más del 60% de las ventas internas. Este notable incremento de las importaciones determinó que el complejo automotor mantenga un saldo comercial negativo (superior a US\$2.500 millones en los últimos 12 meses), a pesar del dinámico comportamiento de las exportaciones (ver Gráfico V.9).

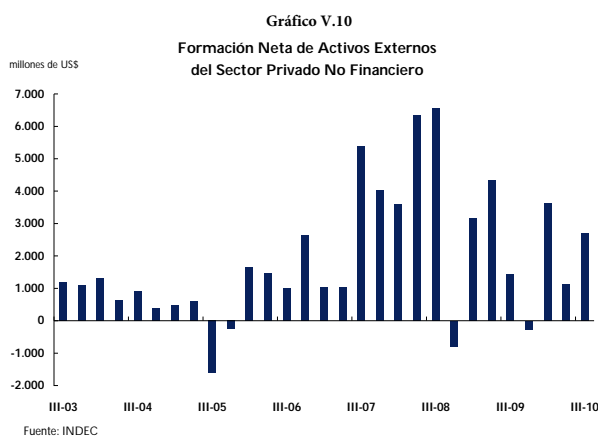
Para 2011 se prevé que continúe el crecimiento de las exportaciones, sostenidas principalmente por el dinamismo de los productos manufacturados, aunque a un ritmo menor al observado durante el 2010. La desaceleración de la expansión de nuestros principales socios comerciales y la dilución del efecto de la mejora del saldo agrícola serían los principales factores en explicar este resultado. Adicionalmente, con respecto a los embarques de productos agrícolas, aún resta cuantificar el impacto de La Niña sobre la cosecha 2010/2011 (ver Sección III), aunque las eventuales pérdidas productivas podrían compensarse con mayores cotizaciones, teniendo en cuenta la importancia de nuestro país como exportador mundial de productos primarios. Las importaciones también continuarían en alza, en gran medida a partir de las compras de maquinarias, combustibles e insumos industriales necesarios para alimentar el proceso de expansión económica. En este marco, se espera que en 2011 el excedente comercial vuelva a mostrar una reducción.

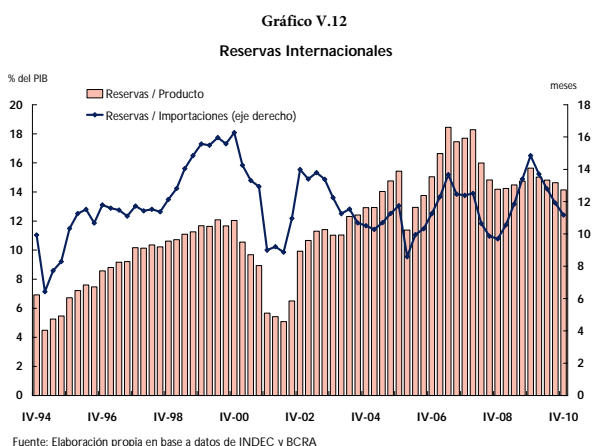
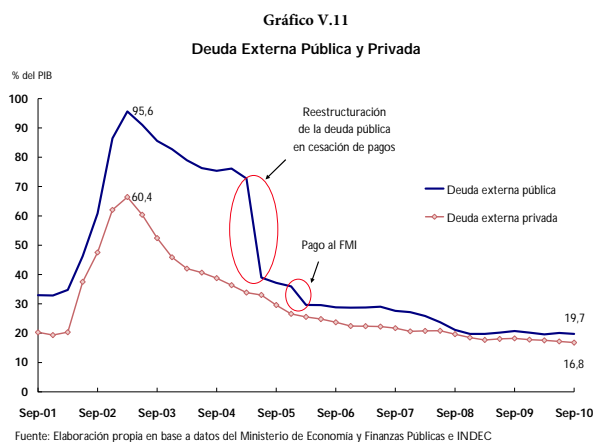
V.3 Cuenta Capital y Financiera

En lo que marcó un cambio de tendencia sustancial con respecto a años previos, desde comienzos de 2010 la Cuenta Capital y Financiera pasó a exhibir un saldo positivo (ver Cuadro V.4).

La cuenta financiera del Sector privado experimentó la variación más significativa, con un resultado prácticamente equilibrado que contrasta con los fuertes saldos negativos de los dos años previos. La menor formación neta de activos externos privados, vinculada a la disminución de la incertidumbre y las perspectivas favorables para la economía local, explicó buena parte de dicha evolución (ver Gráfico V.10).

Por el lado del Sector público también se observó una reversión significativa. En este caso, influyeron las colocaciones netas de títulos de gobiernos provinciales (Buenos Aires, Córdoba, Chubut y la Ciudad de Buenos Aires), que habían sido escasas en 2009, y la repatriación





de inversiones y depósitos del sector público que se encontraban en el exterior, que superó los US\$1.000 millones en los primeros tres trimestres de 2010.

Por su parte, la deuda externa total (pública y privada) ascendió a US\$127.369 millones a fin del tercer trimestre de 2010. Si bien creció en términos nominales a lo largo del último año, en relación al Producto siguió disminuyendo. Así, el ratio de deuda externa a PIB se ubicó por debajo de 37%, el nivel más bajo desde mediados de 1995 (ver Gráfico V.11).

V.4 Reservas Internacionales

En el marco de la política de acumulación prudencial de Reservas Internacionales llevada a cabo por el BCRA, a través de la absorción del excedente de divisas del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), las Reservas continuaron en alza y alcanzaron US\$52.145 millones a fin de 2010. El incremento a lo largo del año fue de más de US\$4.000 millones, aún considerando los pagos realizados para atender los vencimientos de la deuda pública a través del Fondo de Desendeudamiento Argentino y de la cuenta de Pagos a Organismos Internacionales²⁹ (ver Sección VI).

De cara a 2011, el Poder Ejecutivo Nacional instruyó la integración del Fondo de Desendeudamiento Argentino, constituido con US\$7.504 millones de reservas de libre disponibilidad, con el objeto de atender servicios de la deuda pública con tenedores privados³⁰.

Con todo, las Reservas Internacionales se mantienen en valores históricamente elevados al representar más de 14% del PIB, y alcanzan para cubrir 11 meses de importaciones, nivel holgado de acuerdo a los estándares habituales. Así, las Reservas continúan siendo un importante factor que reduce la vulnerabilidad externa de la economía (ver Gráfico V.12).

²⁹ Decretos N° 297/2010 y N° 298/2010.

³⁰ Artículo 22 del Decreto N° 2054/2010.

Apartado 3 / Las ventas externas argentinas dentro del desempeño exportador de América Latina en 2010

Las exportaciones latinoamericanas de mercancías registraron un importante incremento en 2010. En un contexto de recuperación de las corrientes de comercio global, que habían sido severamente golpeadas por la crisis, todos los países de la región lograron elevadas tasas de crecimiento de sus exportaciones. No obstante, dentro del proceso de expansión generalizado cabe destacar el desempeño de las exportaciones argentinas que, a diferencia de otros países, estuvo basado principalmente en un aumento de las cantidades vendidas, tanto de productos agropecuarios como industriales.

El comercio internacional, que fue uno de los principales canales de transmisión de la crisis global para América Latina, lentamente ha vuelto a ser uno de los impulsores del crecimiento de la actividad económica regional. El repunte de la demanda externa, cuya caída había llegado a su punto más profundo en el segundo trimestre de 2009, permitió una importante expansión de las ventas externas latinoamericanas, que también se vieron beneficiadas por el alza de las cotizaciones internacionales de los *commodities*.

La recuperación de la demanda externa en 2010 estuvo en gran medida traccionada por la evolución de China, cuyo ritmo de crecimiento fue poco afectado por la crisis internacional y actualmente sigue siendo una de las economías más dinámicas a nivel mundial. Las exportaciones de la región hacia el gigante asiático aumentaron cerca de 50% en el último año, con lo cual continuó creciendo la importancia de China como destino de las exportaciones latinoamericanas. En el caso de Argentina, las ventas a China ya representan cerca de 10% de las exportaciones totales. En tanto, la participación del comercio intrarregional en el comercio total de América Latina alcanzó en 2010 aproximadamente 17,5%, similar a la observada el año previo.

De acuerdo a estimaciones preliminares de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), en 2010 las exportaciones de América Latina habrían crecido en torno a 26%, revertiendo de manera casi completa la caída de 23% experimentada en 2009. Los productos de minería e hidrocarburos se destacaron con un alza cercana a 33%, mientras que los productos agropecuarios y las manufacturas registraron tasas de expansión más moderadas, de 25% y 22%, respectivamente.

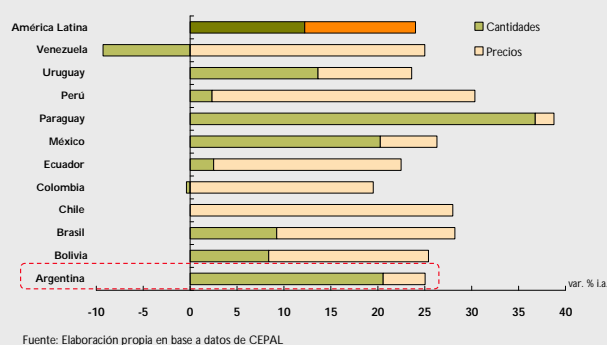
A nivel general, buena parte del incremento de las ventas externas estuvo explicado por la mejora de los precios de las principales materias primas que exporta la región. En particular, se destacó la evolución de las cotizaciones del cobre y del petróleo crudo, que en 2010 registraron subas promedio de 45,8% y 28,5%, respectivamente. En el caso de los productos agrícolas, las variaciones promedio resultaron sensiblemente menores, ya que comenzaron el año en baja para

luego aumentar con fuerza recién a partir del segundo semestre. En efecto, si bien entre junio y diciembre los aumentos acumulados fueron de 84% para el trigo, 70% para el maíz y 38% para la soja, las variaciones promedio de 2010 resultaron de sólo 2%, 12% y 1%, respectivamente.

La favorable evolución de las cotizaciones del petróleo y los metales fue el principal factor de crecimiento de las exportaciones en los países especializados en dichos productos. Esta situación se observa, por un lado, en Chile y Perú, cuyas ventas externas de productos mineros representan cerca de 60% de las exportaciones totales, y en Venezuela, Ecuador, Bolivia y Colombia, en donde los embarques de crudo y derivados explican entre 45% y 90% de las exportaciones totales.

En contraposición, en Argentina la expansión de los volúmenes de exportación jugó un rol central para explicar la expansión de las ventas externas, mientras que el impacto de los precios resultó un componente secundario, situación sólo comparable a lo ocurrido en Paraguay, México y, en menor medida, Uruguay (ver Gráfico 1).

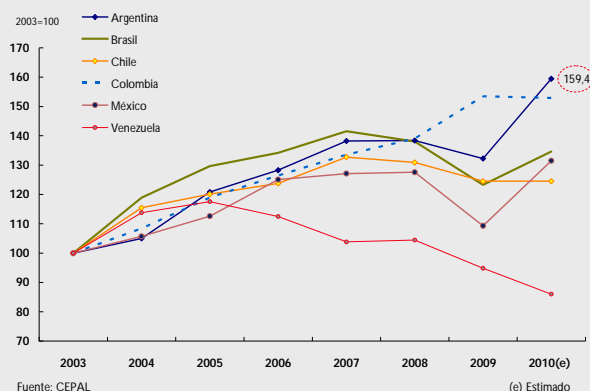
Gráfico 1 | Crecimiento de las Exportaciones de Bienes en 2010



Parte del aumento de cantidades en 2010 estuvo explicado por el repunte de los embarques agrícolas ante la fuerte recuperación de la cosecha de granos, que en 2009 había sido duramente afectada por la sequía (similar explicación aplica en el caso de Paraguay). Sin embargo, en el caso argentino tuvo un papel fundamental el incremento de los volúmenes exportados de productos industriales, que crecieron en torno a 26% y explicaron cerca de la mitad del aumento de las cantidades. Desde una óptica centrada en la sustentabilidad del desarrollo económico, la importancia de las exportaciones de manufacturas reside en que, además de ser menos vulnerables que las materias primas a los shocks de precios internacionales, tienden a provocar un efecto multiplicador mayor sobre el resto de la economía a través de la generación de entramados productivos más profundos.

Asimismo, el incremento de los volúmenes exportados en 2010 no proviene exclusivamente de la recuperación post-crisis sino que se enmarca en un proceso de crecimiento económico que vino acompañado por una progresiva expansión de la capacidad exportadora. A lo largo de los últimos años, Argentina y Colombia sobresalen como los que mostraron un mayor dinamismo de las cantidades exportadas entre las principales economías latinoamericanas. De este modo, entre 2003 y 2010 dichos países acumularon subas de 59% y 53% de los volúmenes de exportación, respectivamente (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Índice de Cantidades Exportadas



Dentro de nuestro país, la suba de las cantidades exportadas fue impulsada principalmente por el aumento de las exportaciones de Manufacturas de origen industrial (MOI). En este sentido, se destaca el efecto dinamizador del tipo de cambio real para explicar el progresivo incremento de los volúmenes exportados de productos industriales a lo largo de los últimos años. La mejora de la competitividad cambiaria permitió incluso que algunos sectores incorporaran tecnología y potenciaran su competitividad no precio. De acuerdo con los datos de los términos de intercambio, el crecimiento de las MOI en cantidades desde el año 2003 fue de 118%, lo que implica una expansión promedio anual de 11,8%. Dentro de éste segmento se han destacado las ventas de material de transporte, de productos químicos y conexos y de materias plásticas artificiales.

En tanto, los rubros asociados al sector primario (Productos primarios –PP- y Manufacturas de origen agropecuario –MOA-) acumularon durante el mismo período subas en las cantidades más moderadas, entre el 30% y 50%. Finalmente, las exportaciones de combustibles se redujeron menos de la mitad durante el período.

Para 2011 se espera que continúe el escenario de precios internacionales favorables para América Latina. Este factor, junto con una firme demanda proveniente de los mercados emergentes de rápido crecimiento, contribuiría a impulsar las exportaciones latinoamericanas. No obstante, sería positivo que continúen fomentándose políticas para balancear las fuentes de crecimiento, teniendo en cuenta que una elevada concentración (en especial, en materias primas con bajo valor agregado) tiende a elevar la vulnerabilidad ante

los shocks externos. Asimismo, sigue vigente la relevancia que tiene la búsqueda de nuevos mercados para el desarrollo exportador, a través de la realización de misiones empresariales y actividades de promoción, y la concreción de acuerdos comerciales tanto a nivel bilateral como desde la plataforma conjunta del MERCOSUR.

VI. Finanzas Públicas

VI.1 Síntesis

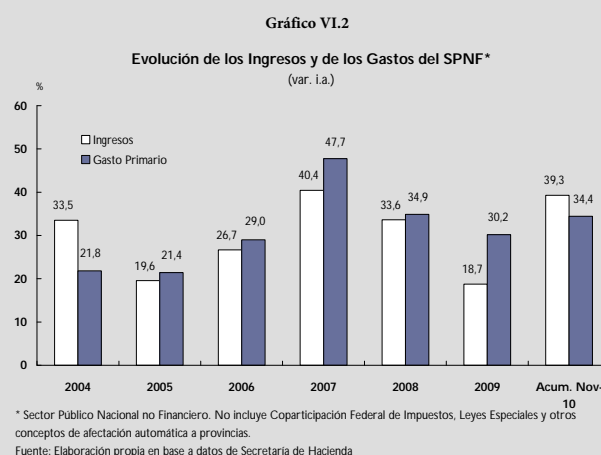
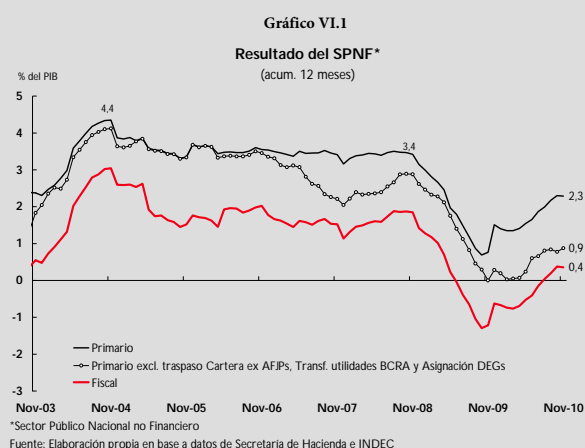
La Recaudación Tributaria Nacional siguió creciendo a tasas elevadas (37% interanual -i.a.- entre octubre y diciembre), en línea con el mayor nivel de transacciones nominales, en un marco de significativo dinamismo de la actividad económica. La suba fue impulsada por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la Seguridad Social, el impuesto a las Ganancias y los Derechos sobre el comercio exterior. A fines de 2010, la relación recaudación/PIB alcanzó un nuevo máximo histórico, ubicándose en torno a 28,7%.

A noviembre de 2010, el gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) creció 34% i.a., por debajo del crecimiento de los ingresos (39% i.a.). La expansión de las erogaciones primarias fue motorizada principalmente por las Prestaciones previsionales y las Transferencias corrientes al sector privado –básicamente por el aumento de las asignaciones familiares, la creación de la Asignación Universal por Hijo y los subsidios-. Durante 2010 el gasto primario considerando las transferencias automáticas de recursos a las provincias (Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros) alcanzaría un nuevo máximo en relación al PIB, cercano a 30%. El Resultado Fiscal del SPNF se ubicó en terreno positivo en 2010, apuntalado por el significativo aumento de los recursos y exhibiendo una mejora respecto de 2009.

El Tesoro Nacional (TN) siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes domésticas intra sector público y utilizando reservas internacionales de libre disponibilidad para la atención de los servicios de deuda pública con Organismos Internacionales de Crédito y con tenedores privados. En lo referente al manejo de pasivos, en diciembre, el Gobierno Nacional impulsó la reapertura del Canje de Deuda Pública 2010, incluyendo una reestructuración para los “Bonos Brady”.

En 2011 se espera un nuevo crecimiento de la Recaudación Tributaria Nacional, básicamente impulsado por el IVA, los recursos de la Seguridad Social y el impuesto a las Ganancias. En tanto, las erogaciones primarias también crecerían, principalmente por la movilidad de las Prestaciones previsionales, las Transferencias corrientes al sector privado (que contemplan, entre otros ajustes, la suba de 22% del monto de las asignaciones familiares) y por el gasto de Capital. En este contexto, y tras la recuperación exhibida durante 2010, este año volvería a reducirse el resultado primario del SPNF, previéndose que el financiamiento continúe proviniendo principalmente de fuentes intra sector público. A fines de 2010, el Poder Ejecutivo Nacional estableció normas complementarias para prorrogar la Ley de Presupuesto Nacional 2010, destacándose la integración del Fondo de Desendeudamiento Argentino por US\$7.504 millones con reservas de libre disponibilidad para la atención de los servicios de la deuda pública con tenedores privados.

En tanto, los ingresos de origen subnacional y los recursos asociados a la Coparticipación federal de impuestos siguieron exhibiendo un importante dinamismo y junto con la ejecución del Fondo Federal Solidario permitieron continuar con la recuperación de las finanzas públicas provinciales durante 2010.



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

Impuesto	2009	2010	Diferencia		Contrib. Acum. %
			Absoluta (B)-(A)	% (B)/(A)	
Ganancias	55.552	76.652	21.099	38,0	20,1
IVA Total (1)+(2)+(3)	91.117	120.051	28.934	31,8	
IVA DGI (2)	61.394	76.711	15.317	24,9	
IVA DGA (3)	29.723	43.340	13.617	45,8	
Devoluciones de IVA (4)	3.731	3.665	-66	-1,8	
IVA (5)=(1)-(4)	87.386	116.386	29.000	33,2	27,6
Ganancia Mínima Presunta	1.213	1.648	435	35,9	0,4
Bienes Personales	4.041	5.147	1.106	27,4	1,1
Derechos de Importación	7.526	11.183	3.657	48,6	3,5
Derechos de Exportación	32.042	45.547	13.506	42,2	12,9
Combustibles	11.593	15.269	3.676	31,7	3,5
Internos	6.718	9.474	2.756	41,0	2,6
Seguridad Social	75.743	100.078	24.335	32,1	23,2
Créditos y Débitos en Ctas. Bancarias	20.561	26.885	6.323	30,8	6,0
Otros (incluye reintegros)	2.555	1.631	-924	-36,2	-0,9
TOTAL	304.930	409.900	104.969	34,4	

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

VI.2 Situación Fiscal

Ingresos

La recaudación mostró elevadas tasas de crecimiento en 2010, en línea con el mayor nivel de transacciones nominales, en un marco de significativo dinamismo de la actividad económica. La suba fue impulsada el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la Seguridad Social, el impuesto a las Ganancias y los Derechos sobre el comercio exterior (ver Cuadro VI.1).

En el año, los ingresos tributarios crecieron 34% nominal (ver Gráfico VI.3). De ese modo, a fines de 2010 la relación recaudación/PIB alcanzó un nuevo máximo histórico, ubicándose en torno a 28,7%. En 2011 los recursos tributarios continuarían registrando un elevado ritmo de crecimiento nominal, básicamente impulsados por el IVA, los ingresos de la Seguridad Social y el impuesto a las Ganancias.

El IVA aceleró su tasa de crecimiento en el último trimestre, subiendo 33% en el año (ver Gráfico VI.4). A diferencia de 2009, el desempeño de las importaciones permitió que el IVA Dirección General de Aduanas (IVA DGA) acumule en 2010 una suba de 46% interanual (i.a.), superior al 25% i.a. registrado por el IVA Dirección General Impositiva (IVA DGI). De esta forma, al finalizar el año, la recaudación del tributo representó alrededor de 8% del PIB (+0,4 puntos porcentuales -p.p.- interanuales).

Los recursos de la Seguridad Social también se aceleraron hacia fines de 2010 y subieron 32% en el año, representando alrededor de 6,9% del Producto, 0,3 p.p. por encima del nivel de 2009. Cabe destacar que en 2009 los ingresos de la Seguridad Social aportaron 69% del crecimiento de la recaudación anual, mientras que en 2010 contribuyeron con 23%. Esto obedeció tanto a que dejó de incidir el flujo de aportes que antes se destinaba a las ex Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJPs) como a la recuperación del resto de los tributos (ver Gráfico VI.5).

Los recursos provenientes del impuesto a las Ganancias subieron 38% en 2010 y habrían totalizado cerca de 5,4% del PIB (+0,5 p.p. i.a.). Si bien el impuesto estuvo influido por la baja base de comparación, el comportamiento del año obedeció principalmente a los mayores anticipos de sociedades efectuados a mediados de 2010, ante la mejora en la perspectiva macroeconómica que llevó a

Gráfico VI.3

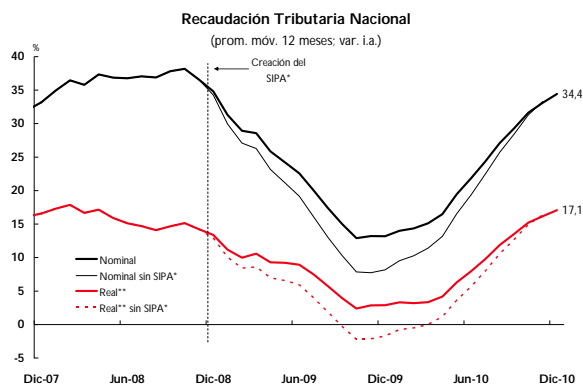
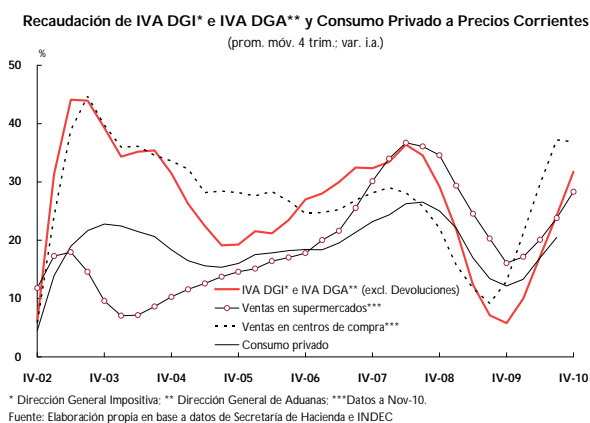
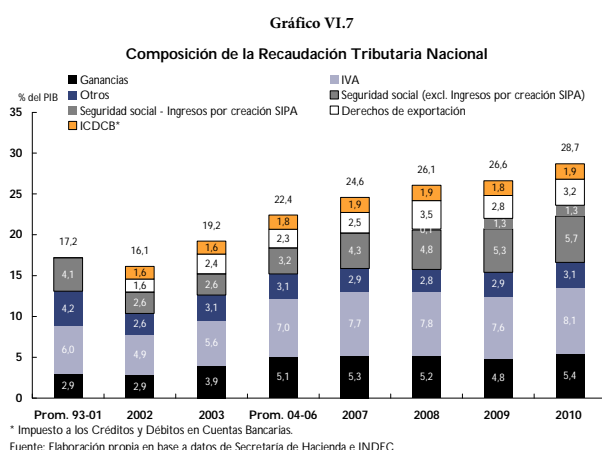
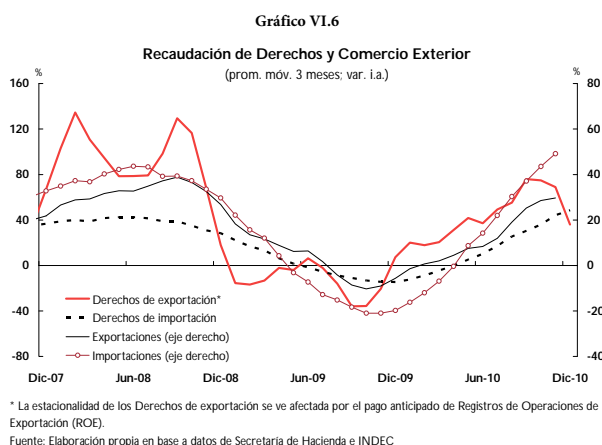
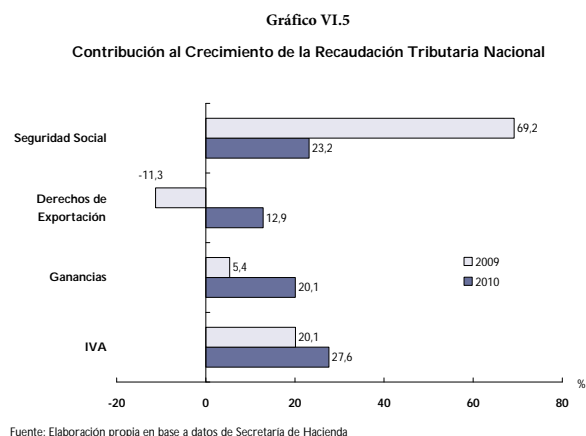


Gráfico VI.4





mayores ganancias respecto de 2009. Además contribuyó la suba de los ingresos por retenciones a personas físicas. El desempeño del tributo se vio atenuado por la modificación del mínimo no imponible para la determinación del impuesto a las Ganancias para personas físicas y sucesiones indivisas impulsado por el Gobierno Nacional en el mes de julio de 2010³¹.

A pesar de la desaceleración en el último trimestre de 2010, los Derechos de exportación se incrementaron fuertemente en 2010 (42% i.a.; ver Gráfico VI.6). Este comportamiento estuvo influenciado por el ingreso de la cosecha récord de soja y maíz de ese año, a lo que se sumó en los meses recientes la suba de los precios de los principales productos primarios gravados que exporta el país. Asimismo, incidió la baja base de comparación interanual sobre la mayor parte del año, producto del impacto que tuvo la sequía sobre la producción agrícola durante 2009 y la retracción del comercio internacional por la crisis global. En 2010 los gravámenes sobre las exportaciones habrían representado aproximadamente 3,2% del PIB (+0,3 p.p. i.a.).

Por su parte, los Derechos de importación subieron 49% i.a. el año pasado, en línea con la expansión de las compras externas gravadas. Así, los ingresos por este tributo significarían cerca de 0,8% del Producto (+0,1 p.p. i.a.).

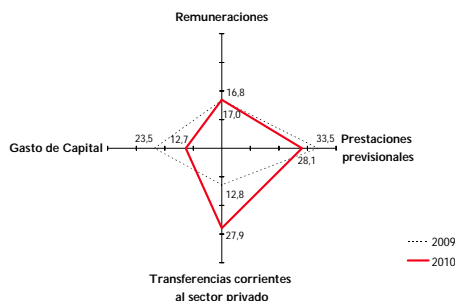
Los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) incrementaron su ritmo de aumento entre octubre y diciembre, logrando una suba de 31% en 2010. De este modo, la recaudación del tributo alcanzó cerca de 1,9% en términos del PIB, 0,1 p.p. por encima del ratio alcanzado en 2009 (ver Gráfico VI.7).

Respecto de los ingresos no tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), el BCRA transfirió en 2010 \$20.205 millones de utilidades al Tesoro Nacional (TN) por las ganancias generadas en 2009, de acuerdo a lo que establece la Carta Orgánica de esta Institución. Además, se contabilizaron alrededor de \$8.000 millones en concepto de rentas de la propiedad del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) administrado por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS).

³¹ Resolución General de la Administración Federal de Ingresos Públicos N° 2.866/2010.

Gráfico VI.8

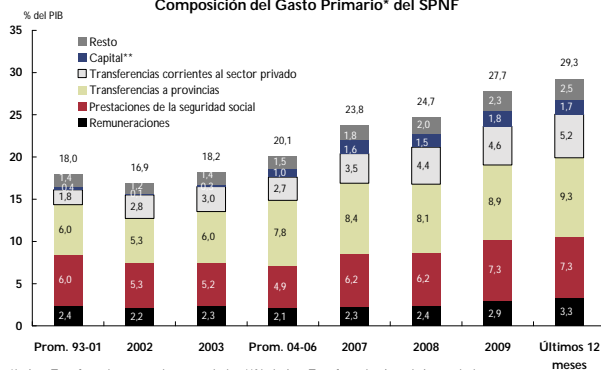
Contribución al aumento del Gasto Primario del SPNF*
(acum. a noviembre de cada año)



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

Gráfico VI.9

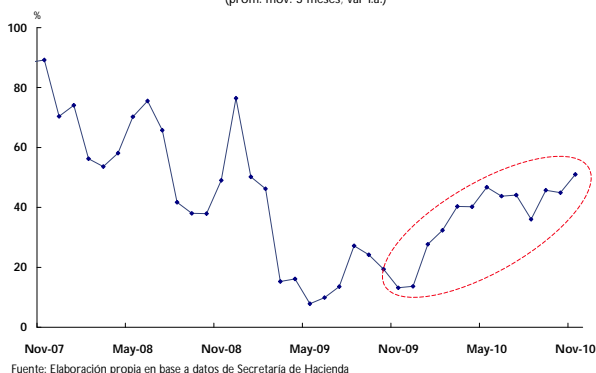
Composición del Gasto Primario* del SPNF



* 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

Gráfico VI.10

Transferencias Corrientes al Sector Privado del SPNF
(prom. mov. 3 meses; var i.a.)



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

Gasto y Resultado

El Gasto primario del SPNF creció en torno a 34% i.a. durante el año pasado, mostrando una aceleración del ritmo de ejecución durante el último trimestre del año (cercano a 40% i.a.). Durante 2010 la tasa de incremento de las erogaciones primarias se ubicó por debajo de la de los ingresos totales. El alza fue motorizada principalmente por las Prestaciones previsionales y las Transferencias Corrientes al sector privado (ver Gráfico VI.8). De este modo, las erogaciones primarias alcanzaron un nuevo récord histórico en términos del PIB (ver Gráfico VI.9).

El gasto previsional creció en el cuarto trimestre a un ritmo ligeramente superior al registrado durante los primeros 9 meses del año, acumulando un alza cercana a 29% en 2010. El impulso provino principalmente de las subas de los haberes otorgadas en 2009 y en 2010³² y del crecimiento de los beneficiarios. Así, el gasto correspondiente a este rubro representó alrededor de 7,3% del PIB, manteniéndose en términos del Producto.

Las Transferencias corrientes al sector privado aumentaron 45% i.a., creciendo por encima del ritmo que mostraron en 2009 (ver Gráfico VI.10). Los mayores giros están asociados fundamentalmente a las subas de los montos de las Asignaciones Familiares³³ a partir de septiembre de 2010 (incidiendo particularmente la creación de la Asignación Universal por Hijo para Protección Social), al crecimiento de la cobertura asistencial administrada por el Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSSJyP; ex-PAMI) y a los mayores subsidios al sector energético y al transporte público de pasajeros. De esta forma, en 2010, los giros corrientes al sector privado representarían alrededor de 5,2% del Producto (+0,6 p.p. interanuales).

Dada la incidencia plena de los aumentos salariales otorgados durante 2009 y de los ajustes salariales de 10%, acordados para junio y agosto de 2010, respectivamente, así como el alza del empleo público³⁴, las Remuneraciones del sector público habrían subido en torno a 40% en el año³⁵. Así, este rubro del gasto se elevó marginalmente

³² Según la Ley N°26.417 de Movilidad Previsional se dispusieron subas de 11,69% en marzo y 7,35% en septiembre de 2009. Para 2010, la actualización de los haberes alcanzó a 8,21% en marzo y 16,9% en septiembre.

³³ Decreto N°1.388/2010.

³⁴ A septiembre de 2010, la variación interanual promedio de los últimos 4 trimestres de los puestos de trabajo del SPNF fue de aproximadamente 4% i.a., según el INDEC.

³⁵ Cabe señalar que en noviembre incidió puntualmente la modificación en el sistema de pagos, que implicó anticipar el pago de los salarios de la Administración Central que habitualmente se realizaban a principios del mes siguiente.

en términos del Producto, alcanzando 3,3% en 2010 (+0,2 p.p. i.a.).

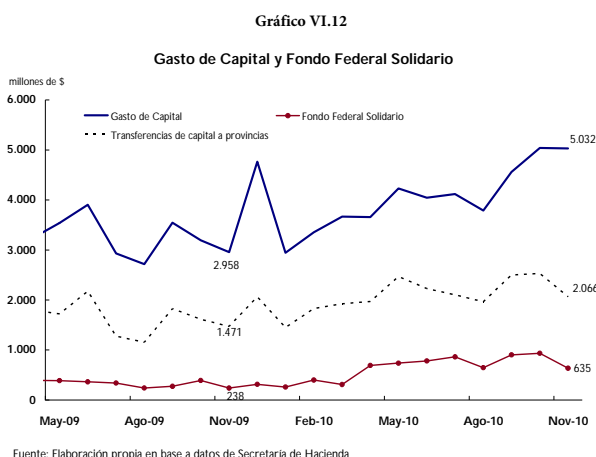
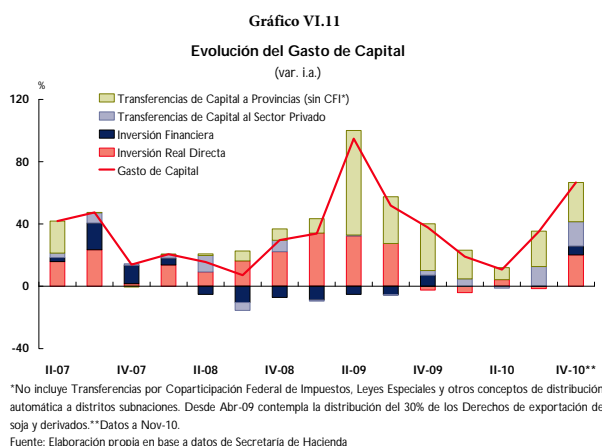
Durante el tercer y cuarto trimestre del año pasado, las erogaciones de Capital mostraron una nueva aceleración de su ritmo de expansión, acumulando una suba desde principios de año inferior a 30% i.a.. Este aumento fue impulsado principalmente por las Transferencias de capital a las provincias, que incluyen el Fondo Federal Solidario³⁶ (FFS; que distribuye entre las provincias el 30% de los Derechos de exportación de la soja y sus derivados), destinadas a la realización de obras públicas (ver Gráficos VI.11 y VI.12). Así, el gasto de Capital contemplando los giros automáticos a provincias representaría alrededor de 3,5% del Producto en 2010.

Con todo, a noviembre de 2010 el Resultado Primario del SPNF continuó mejorando, representando aproximadamente 2,3% del PIB en los últimos 12 meses. En tanto, el pago de intereses creció 18% i.a. en el período enero-noviembre, arrojando un Resultado Financiero cercano a 0,4% del PIB en los últimos 12 meses.

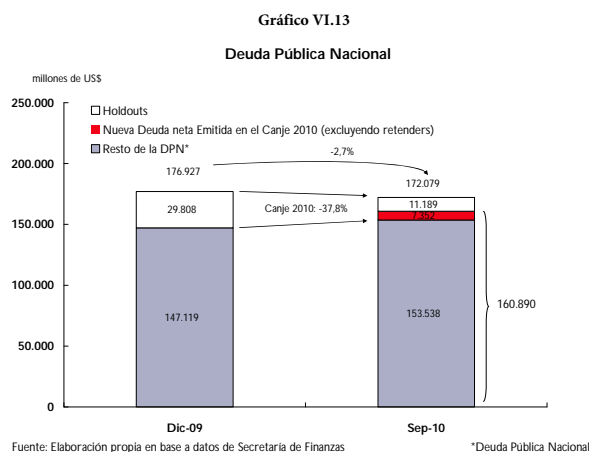
Durante el cuarto trimestre del año, el TN afrontó sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes intra sector público. Se siguieron atendiendo los vencimientos de deuda con Organismos Internacionales de Crédito y con los tenedores privados de deuda pública utilizando parte de las Reservas Internacionales de libre disponibilidad.

Para 2011, se proyecta que la Recaudación Tributaria Nacional continuaría creciendo a tasas elevadas, básicamente impulsada por el IVA, los recursos de la Seguridad Social y el impuesto a las Ganancias. En tanto, las erogaciones primarias también se incrementarían a tasas altas, principalmente por la movilidad de las Prestaciones previsionales, las Transferencias corrientes al sector privado (que contemplan, entre otros ajustes, la suba de 22% del monto de las asignaciones familiares) y el gasto de Capital. En este contexto, se reduciría el resultado fiscal del SPNF respecto de 2010. Asimismo, el Sector Público continuaría financiándose principalmente a partir de fuentes intra sector público.

Para este año, el Poder Ejecutivo Nacional estableció normas complementarias a la prórroga de la Ley de Presupuesto Nacional 2010, destacándose la integración del Fondo de Desendeudamiento Argentino por US\$7.504

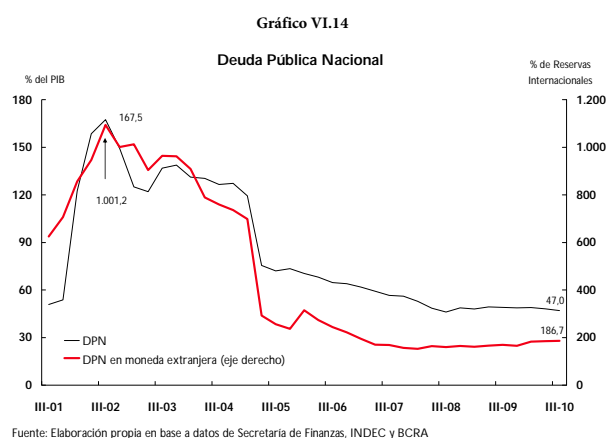


³⁶ Decreto N°206/2009.



millones con reservas de libre disponibilidad para la atención de los servicios de la deuda pública con tenedores privados. También se suspendieron algunas reglas sobre la evolución del gasto y el endeudamiento previstas en el Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal y se prorrogó el Pacto Fiscal Federal. Adicionalmente, se previeron autorizaciones de endeudamiento y avales para las obras incluidas en el Programa de Inversiones Prioritarias. En relación a las provincias, se decidió la distribución de fondos de Aportes del Tesoro Nacional (ATN) con el objeto de la cancelación parcial de los préstamos otorgados en 2010.

A septiembre de 2010, la Deuda Pública Nacional³⁷ (DPN), excluyendo la deuda no presentada a los Canjes 2005 y 2010, totalizó US\$160.890 millones, incrementándose nominalmente US\$13.770 millones en el año, básicamente por las colocaciones efectuadas en el marco del Canje de deuda 2010 (ver Gráfico VI.13). No obstante, en términos del PIB continuó disminuyendo al representar 47% (-1,8 p.p. del Producto respecto a 2009; ver Gráfico VI.14). Es importante destacar que sólo 38% de la deuda (17,8% del PIB) corresponde a obligaciones con el sector privado. El resto se asocia principalmente con deuda intra sector público y con organismos internacionales, que presentan un menor riesgo de refinanciación (ver Gráficos VI.15 y VI.16).



El Gobierno Nacional prosiguió con la normalización de los servicios de la Deuda Pública Nacional. En el último mes del año previo, antes del vencimiento de la suspensión de la vigencia la “Ley Cerrojo”³⁸, que operó el pasado 31 de diciembre de 2010, se reabrió el Canje de Deuda Pública anunciado en abril de 2010³⁹ a nivel local. Las ofertas recibidas hasta el día 30 de ese mes totalizaron cerca de US\$165 millones.

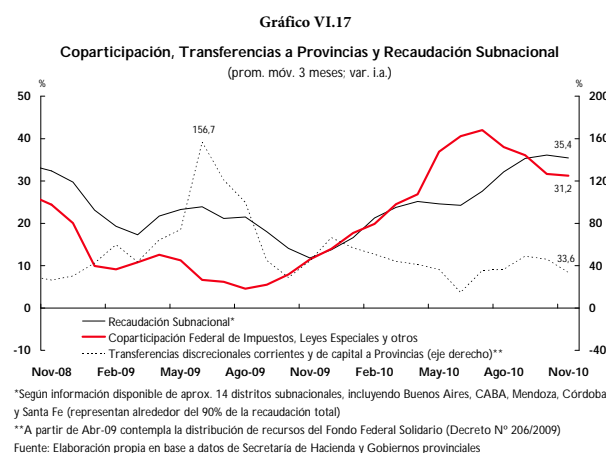
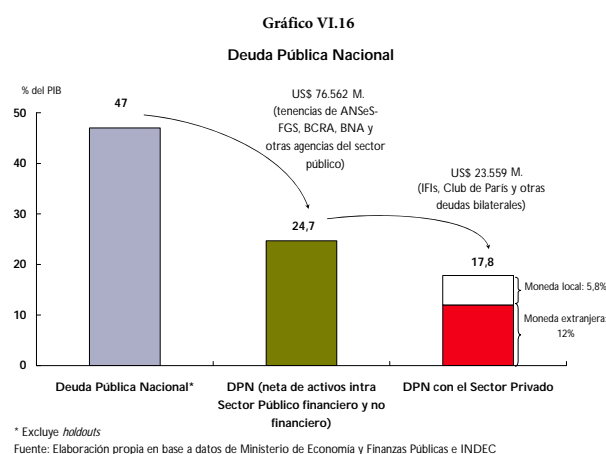
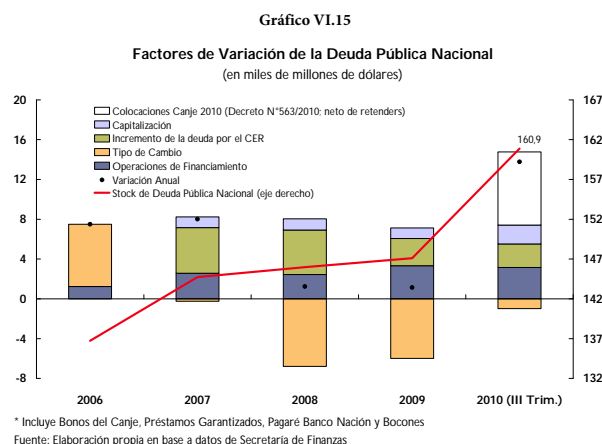
Además, se instrumentó un proceso de canje, con un 80,9% de aceptación, de los bonos garantizados denominados “Brady”⁴⁰, por un monto elegible próximo a US\$331 millones. Cabe señalar que estos instrumentos no fueron incluidos entre los títulos elegibles en el Canje 2010 anterior debido a que las garantías de los mismos se encontraban afectadas por medidas cautelares de la justicia estadounidense requiriendo de plazos especiales para resolver su situación. La liquidación de esta opera-

³⁷ Se mantiene el criterio de exposición de la DPN utilizado por la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas mediante el cual se publica la información de la Deuda no ingresada al canje de 2005 y 2010 de manera separada.

³⁸ Ley N° 26.547

³⁹ Resolución MEyFP N° 866/2010.

⁴⁰ Resolución MEyFP N° 809/2010.



ción está sujeta a una decisión judicial en los Estados Unidos.

A diferencia de la reestructuración efectuada a mediados de año, los tenedores de deuda elegible sólo podrán recibir Bonos Descuento (legislación Argentina y Nueva York), Bono Global US\$ 2017 y valores negociables vinculados al PIB (legislaciones Argentina y Nueva York). Como contrapartida de la reestructuración de los Bonos Brady, se dispuso la emisión de Bonos Descuento y valores negociables vinculados al PIB (legislación Nueva York), Bono Global US\$ 2017 y el pago en efectivo por la liquidación de las garantías de capital de los instrumentos ingresados.

Los tenedores de títulos elegibles para ambos canjes recibirán un pago en efectivo por los cupones de Bonos Descuento que se devengaron entre el 31 de diciembre de 2009 e igual fecha de 2010. En tanto, por el canje que finalizó el 31 de diciembre de 2010 no se pagarán los intereses del primer cupón del Bono Global US\$ 2017, mientras que sí se efectuará dicho pago a los participantes del canje de los Bonos Brady.

La operación no requirió de bancos como intermediarios, por lo cual no mediarán comisiones, utilizándose la Caja de Valores para las compensaciones.

Considerando los resultados de la reestructuración de 2005 y los diversos canjes realizados en 2010, la regularización de la deuda ascendería al 92% del monto elegible para el Canje 2005.

En línea con el comportamiento de las finanzas públicas nacionales, el crecimiento de los ingresos tributarios permitió continuar con la recuperación de las cuentas públicas subnacionales. Con información parcial, entre enero y noviembre los ingresos tributarios de origen provincial habrían crecido en torno a 29% i.a., en tanto que las transferencias automáticas de procedencia nacional continuaron creciendo a tasas elevadas, en torno a 34% i.a., influidas principalmente por la evolución del IVA y del impuesto a las Ganancias (ver Gráfico VI.17).

Tras la mejora verificada el año pasado, en 2011 el resultado fiscal dependerá de las negociaciones salariales, que determinan más de la mitad del gasto primario del nivel subnacional. Adicionalmente al financiamiento del Tesoro Nacional y de los Organismos Multilaterales de Crédito, algunos distritos continuarían emitiendo deuda en los mercados internacionales de crédito.

VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

VII.1 Síntesis

La administración monetaria contribuye al crecimiento económico procurando un adecuado equilibrio de las variables monetarias y un eficiente funcionamiento del sistema financiero en el marco de una estrategia económica global que privilegia la sostenibilidad y la consistencia del régimen macroeconómico.

La política monetaria en 2011 mantendrá el régimen de flotación administrada para evitar una excesiva volatilidad del tipo de cambio y sostener un nivel adecuado de reservas internacionales; promoverá la expansión del crédito, particularmente productivo, y avanzará en la universalización del acceso al sistema financiero. Simultáneamente, garantizará el equilibrio entre la demanda y la oferta de dinero en un contexto de crecimiento del Producto, de mejora en los niveles de empleo e ingresos, de profundización del canal del crédito, y de un importante ingreso de divisas en el mercado cambiario, asociadas al saldo positivo del comercio exterior. La flotación administrada del tipo de cambio otorgará la previsibilidad necesaria para el desarrollo de estrategias económicas de ahorro e inversión de mediano y largo plazo.

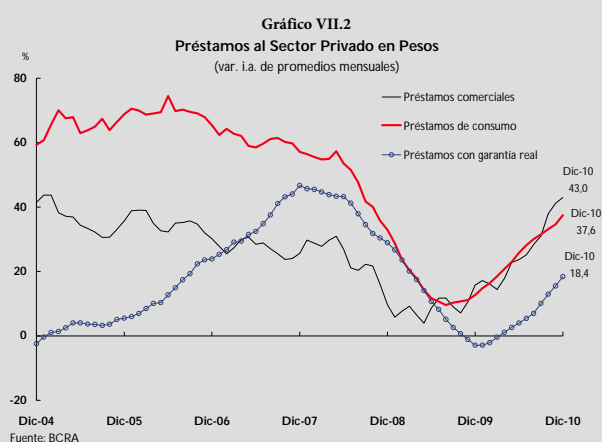
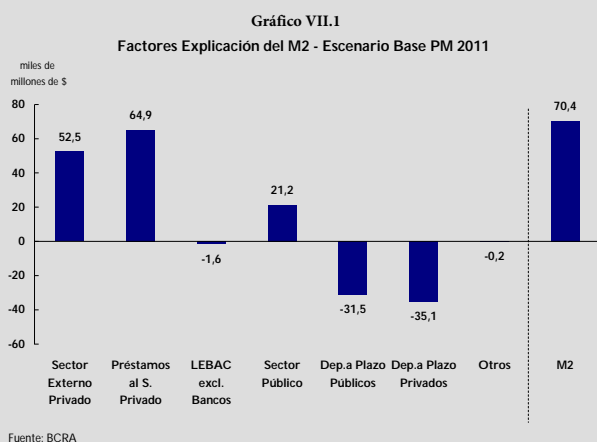
Al igual que en 2010, cuando las compras de divisas superaron los pagos de la deuda pública generando un incremento neto de las reservas internacionales de US\$4.222 millones, se espera que en 2011 la estrategia cambiaria implementada permita recuperar íntegramente los fondos que se utilicen para atender el servicio de deuda soberana según lo establece el Decreto N°2.054/2010.

En 2011, seguirá vigente el Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB) tendiente a estimular la producción nacional a través del financiamiento a largo plazo de la inversión. Entre octubre de 2010 y enero de 2011 se llevaron a cabo las primeras tres licitaciones de fondos del Programa del Bicentenario por \$1.025 millones. Este programa refuerza las tendencias del mercado que evidenciaron un mayor crecimiento de los préstamos al sector privado. Durante el cuarto trimestre de 2010, el impulso de las líneas comerciales equiparó su aumento al observado en los préstamos al consumo, alcanzando un incremento anual de 35,7%.

Con el fin de universalizar el uso de los servicios financieros, extender la bancarización y aumentar la seguridad de las transacciones, a través de la reducción de la utilización de dinero en efectivo, el Banco Central implementó la “Cuenta Gratuita Universal”, redujo los costos de las transferencias bancarias e instrumentó el “Cheque Cancelatorio”.

En este contexto, el Banco Central elaboró el Programa Monetario 2011 que estipula, en su escenario base, una variación promedio para el M2 y el M2 Privado en el mes de diciembre del 27,9% y del 29,2% interanual, respectivamente. La expansión del dinero prevé un aumento del crédito al sector privado cercano a los \$65.000 millones, compras de divisas por parte de la autoridad monetaria en el mercado cambiario por US\$12.500 millones, y transferencias de utilidades del Banco Central y otorgamiento de Adelantos Transitorios al Tesoro Nacional por un monto inferior al de 2010. Para mantener el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero, se prevé una esterilización equivalente al 60% de las compras de divisas en el mercado cambiario, o sea, un monto 50% superior al de 2010.

En el último trimestre del año, las tasas de interés asociadas a la política de esterilización se mantuvieron estables en el caso de las operaciones de pases y se redujeron entre 0,7 puntos porcentuales (p.p.) y 1,1 p.p. en el caso de las LEBAC, acumulando en el año una baja de aproximadamente 1,5 p.p..



VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

La política monetaria debe contribuir al equilibrio de las variables macroeconómicas para garantizar una trayectoria de crecimiento sostenible y un adecuado funcionamiento del sistema financiero. La estabilidad monetaria se concibe en un sentido amplio y se inserta en la orientación general de la política económica, partiendo de las condiciones de equilibrio estructurales del sector externo y fiscal. La experiencia a partir de la crisis internacional desatada en el año 2007 ha tornado evidente la necesidad de extender la articulación de los objetivos convencionales de la política monetaria con otras funciones, tales como la estabilidad financiera, la sostenibilidad del crecimiento y la generación de empleo.

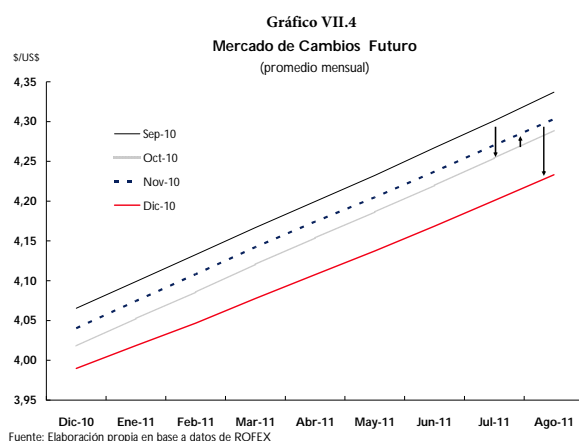
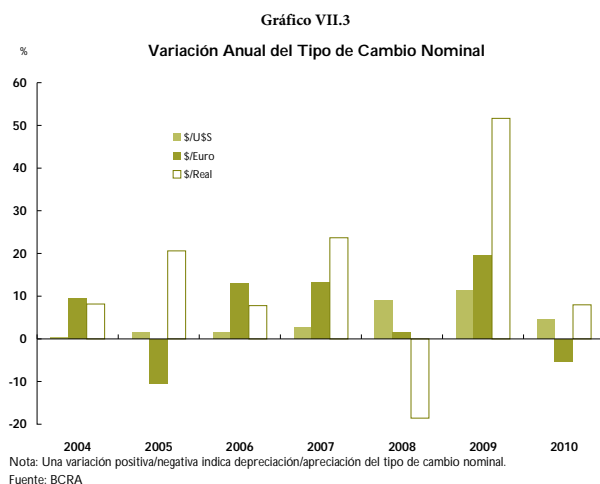
En este marco, la política del Banco Central está basada en siete grandes líneas de acción: 1) el control de los agregados monetarios para garantizar el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero; 2) la recomposición del canal del crédito principalmente a través del incremento de las financiaciones a la producción; 3) la flotación administrada del tipo de cambio; 4) la acumulación de reservas internacionales; 5) la macroregulación prudencial de los flujos de capitales financieros de corto plazo; 6) la regulación y supervisión del sistema financiero; y 7) la bancarización y universalización del acceso a los servicios financieros.

Flotación Administrada y Acumulación de Reservas Internacionales

El Banco Central continúa con su régimen de flotación administrada del tipo de cambio, tendiente a estimular la producción industrial y garantizar la estabilidad cambiaria. Durante el último trimestre de 2010, el peso se depreció en el mercado de cambios tanto respecto al dólar como en relación al real y al euro, en un contexto de apreciación de las últimas dos monedas respecto de la primera (ver Gráfico VII.3).

Los contratos a futuro del dólar (ROFEX) marcaron un descenso en la depreciación esperada para los próximos meses (ver Gráfico VII.4).

A su vez, el Banco Central prosiguió con la política de acumulación de reservas internacionales. Las compras de divisas realizadas en el mercado de cambios durante 2010 superaron la disminución asociada al uso de una porción de las reservas internacionales para afrontar los pagos de deuda pública, según lo previsto por los Decretos N°297/2010 y N°298/2010 (ver Gráfico VII.5). Así, y luego de la cancelación de deudas por US\$ 6.500 millones, las reservas terminaron 2010 con un incremento de



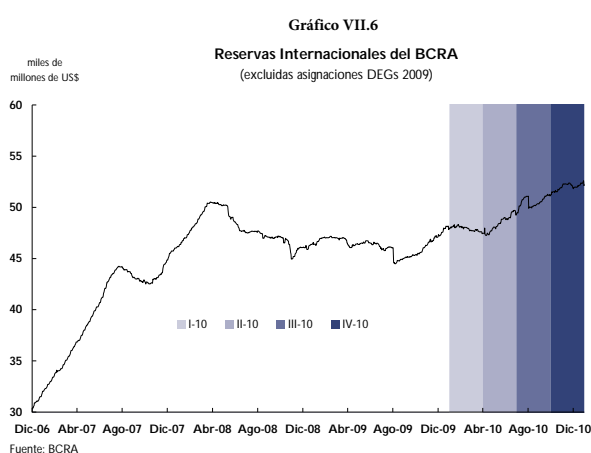
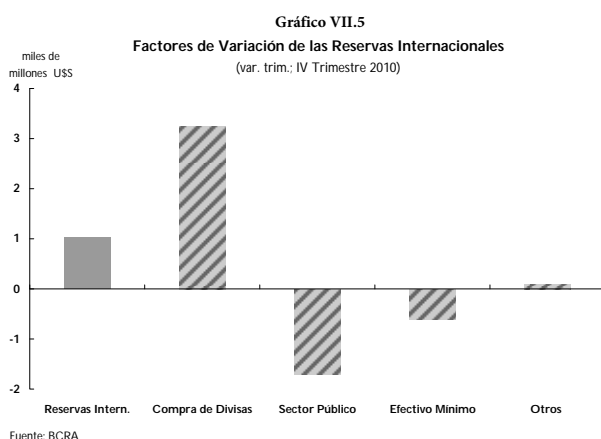
US\$4.222 millones y, de esta forma, superaron al final del trimestre los US\$52.000 millones, alcanzando un nuevo máximo histórico (ver Gráfico VII.6).

El uso virtuoso de parte de las reservas internacionales para afrontar los vencimientos de deuda tiene un criterio de racionalidad económica y financiera. Se disminuye el riesgo de *roll-over* de las obligaciones del sector público y se reduce el grado de dependencia de los flujos internacionales lo cual ha sido históricamente uno de los focos de vulnerabilidad de la economía. Paralelamente, la tasa de interés que se obtiene por las colocaciones de las reservas internacionales es varias veces menor que el costo financiero que implicaría salir a los mercados internacionales.

Para 2011, de acuerdo al Proyecto de Ley de Presupuesto y al Decreto N°2.054/2010, se prevé nuevamente el uso de una parte de las Reservas Internacionales para atender el servicio de deuda pública. También se estima que las compras de divisas que realizará la autoridad monetaria en el mercado cambiario superen a las realizadas en 2010 (ascenderían a aproximadamente US\$12.500 millones durante este año) constituyéndose en uno de los principales factores de crecimiento de la oferta monetaria. De esta forma se prevé una recuperación íntegra de los fondos que se utilicen para pagar deuda, mientras se garantiza la estabilidad de la paridad cambiaria, pilar de la política macroeconómica.

Políticas de Financiamiento y Crédito al Sector Privado⁴¹

A pesar del aumento del financiamiento bancario durante el último año, la relación del crédito con respecto al Producto permanece en valores bajos (12%), tanto en términos históricos como en comparación con otros países. Este limitado grado de apalancamiento de la economía no sólo acota el crecimiento potencial de la oferta, con su respectiva incidencia en el nivel de precios, sino que también limita la efectividad de la política monetaria de manejo de tasas de interés que se transmite a través del canal del crédito. Por lo tanto, es un objetivo primordial del Banco Central crear las condiciones propicias para la profundización del crédito. En este sentido, entre octubre de 2010 y enero de 2011 se llevaron a cabo las primeras tres licitaciones de fondos del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB), y se colocaron \$1.025 millones, de los \$8.000 millones inicialmente previstos. Este Programa tiene como objeto el otorgamiento de fondos a largo plazo a las entidades financieras a fin de mejorar la oferta de crédito a la inversión, contribuyendo



⁴¹ Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros que, si bien altera los saldos contables, no afectan al saldo de financiaciones otorgadas.

a ampliar la capacidad productiva, profundizar la sustitución de importaciones y así estimular la creación de empleo.

Los fondos ya desembolsados se destinaron a financiar diversos sectores, que incluyen la fabricación de estructuras metálicas, autopartes, elementos para maquinaria agrícola, juguetes e indumentaria, la impresión *offset*, la producción de yerba mate y té, y el transporte, con proyectos distribuidos en las Provincias de Santa Fe, Corrientes y Buenos Aires, y en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. La tasa de interés a abonar por las entidades financieras sobre los fondos ya adjudicados será del 9% nominal anual, mientras que el costo financiero total para los respectivos prestatarios será del 9,9% nominal anual⁴².

Afianzando la recuperación del crédito iniciada a fines de 2009, los préstamos en pesos al sector privado exhibieron en diciembre un aumento de 35,7% en términos interanuales (i.a.), 9 puntos porcentuales (p.p.) más que en septiembre (ver Gráfico VII.7). En el cuarto trimestre de 2010 el crecimiento fue de \$18.510 millones (12,9%), el mayor de los últimos cinco años, gracias al impulso de las líneas comerciales, que equipararon al aumento de las de consumo (ver Gráfico VII.8).

Los préstamos con destino principalmente comercial mostraron una aceleración en su ritmo de expansión, registrando en el trimestre un aumento de \$8.040 millones (13,7%), favorecidos por la mayor demanda de liquidez de las empresas típica de fin de año. Los préstamos al consumo registraron un aumento de \$8.050 millones (13,8%) en el trimestre, lo que estuvo vinculado a los mayores niveles de consumo de octubre y diciembre, asociados, en un caso, al día de la madre y en el otro caso a los mayores niveles de gasto característicos de las festividades de fin de año. Los préstamos con garantía real crecieron \$2.430 millones (9%) en el trimestre.

Por su parte, los préstamos en moneda extranjera al sector privado continuaron creciendo a buen ritmo, registrando un aumento de US\$860 millones (13,4%) en el trimestre, destinados fundamentalmente al financiamiento de actividades exportadoras.

Para 2011 se prevé, en un marco de crecimiento de la economía, que el crédito al sector privado continúe con un comportamiento muy dinámico y superior al observado durante 2010, con un aumento anual proyectado cercano a los \$65.000 millones. Por su parte, el Banco Central continuará con el proceso de licitaciones de fondos del PFPB.

Gráfico VII.7
Préstamos en Pesos al Sector Privado

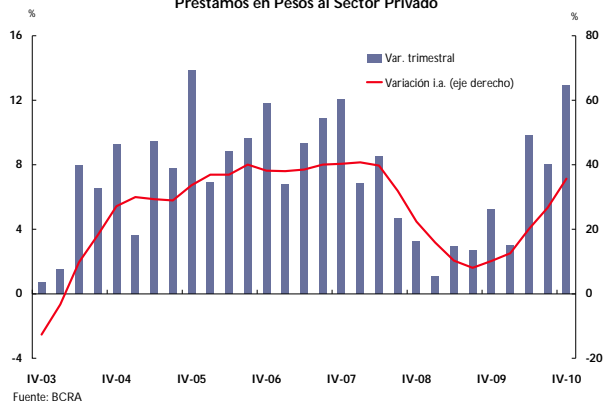
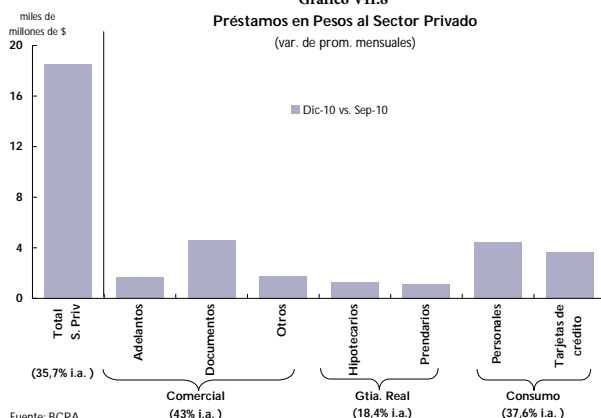
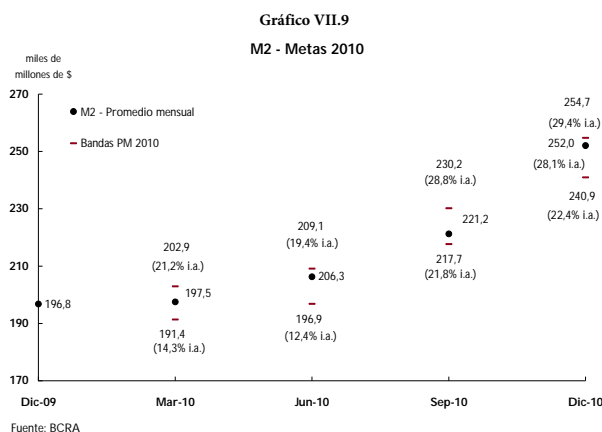


Gráfico VII.8
Préstamos en Pesos al Sector Privado
(var. de prom. mensuales)



⁴² Ver Comunicaciones del BCRA CP 49.744, CP 49.771 y CP 49.797.

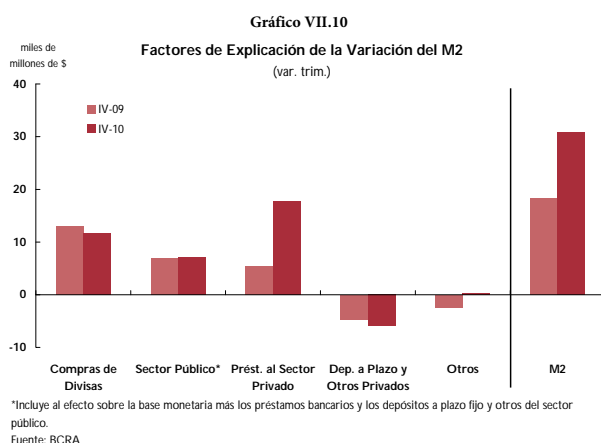
Agregados Monetarios y Metas Cuantitativas



El Banco Central continúa controlando que tanto la emisión primaria de dinero, asociada a su intervención cambiaria y a la operatoria del sector público, como la creación secundaria, motorizada por el vigoroso crecimiento del crédito, resulten compatibles con el aumento de la demanda de dinero, en un contexto de estabilidad cambiaria y de crecimiento sostenido del nivel de actividad, el empleo y los ingresos.

El total de los medios de pago en pesos, M2⁴³, finalizó el año con un saldo promedio mensual de \$252.030 millones (28,1% interanual -i.a.-), ubicándose dentro del rango establecido en la actualización del Programa Monetario 2010 (ver Gráfico VII.9). Los medios de pago del sector privado, M2 privado, alcanzaron un saldo promedio de \$220.480 millones (33,1% i.a.), aproximadamente 2,5% por encima del límite superior estipulado en el Programa Monetario (\$215.200 millones) para este agregado⁴⁴.

El sostenido y elevado crecimiento de los préstamos al sector privado continuó promoviendo una elevada participación de la expansión secundaria en la creación total de dinero que resultó, por primera vez⁴⁵, el principal factor de explicación de la variación del M2 (ver Gráfico VII.10), seguidas por la expansión asociada a las compras de divisas en el mercado cambiario y, en menor medida, por la operatoria del sector público.



La demanda de dinero no sólo evidenció un fortalecimiento en sus componentes transaccionales sino también en aquellos más asociados al ahorro, como los depósitos a plazo, que han registrado un importante crecimiento. Si bien, como es habitual a fines de cada año, tanto el sector privado como el sector público demandan más liquidez, los depósitos a plazo continuaron aumentando, en especial los correspondientes al sector privado que mostraron un crecimiento de 6,2% en el trimestre, incremento que resultó ligeramente superior al observado en igual período de 2009 (ver Gráfico VII.11).

El agregado en pesos más amplio, M3⁴⁶, registró durante el último trimestre del año un crecimiento de 9,8% (\$36.130 millones) y un aumento de 35,6% i.a..

⁴³ Comprende el circulante en poder del público, el saldo de cheques cancelatorios en pesos, el saldo de los depósitos en cuentas corrientes y en cajas de ahorros, en pesos, del sector privado y público no financieros.

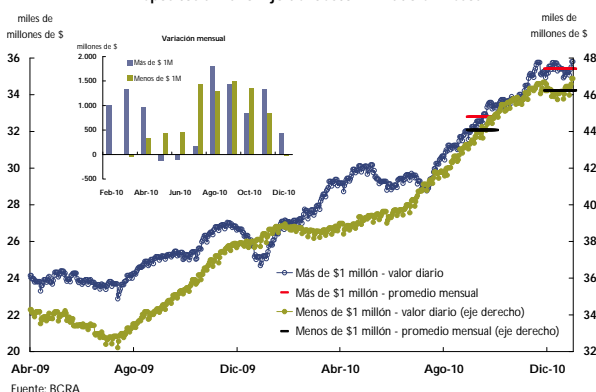
⁴⁴ Para más precisiones sobre el Programa Monetario ver <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/polmon/BMA1210.pdf>.

⁴⁵ Excluyendo los períodos de mayor turbulencia asociados a la crisis financiera internacional en lo cuales las compras de divisas se redujeron de forma excepcional.

⁴⁶ Comprende el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos en pesos.

Gráfico VII.11

Depósitos a Plazo Fijo del Sector Privado en Pesos



Fuente: BCRA

Cuadro VII.1
Metas del Programa Monetario 2011

M2 Total - Escenario Base				
	Mar-11	Jun-11	Sep-11	Dic-11
Saldo Promedio Mensual (millones de \$)	265.483	281.467	297.157	322.390
Variación Trimestral (en %)	5,3	6,0	5,6	8,5
Tasa de crecimiento respecto a Dic-10 (en %)	5,3	11,7	17,9	27,9

M2 Privado - Escenario Base	
	Dic-11
Saldo Promedio Mensual (millones de \$)	284.865
Tasa de crecimiento respecto a Dic-10 (en %)	29,2

Los valores nominales se ajustarán teniendo en cuenta los valores definitivos de 2010. Para verificar el cumplimiento del Programa Monetario se considerará un rango de $\pm 4\%$ respecto a los saldos del Escenario Base.
Fuente: BCRA

En el segmento en moneda extranjera, el total de depósitos mostró un incremento entre septiembre y diciembre de 8,8%, explicado mayoritariamente por las colocaciones del sector público. Los depósitos en dólares pertenecientes al sector privado crecieron en el trimestre 2,6%, presentando aumentos tanto los depósitos a la vista como las imposiciones a plazo fijo. De esta manera, el agregado más amplio, M3*, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos y en moneda extranjera, mostró un aumento de 9,8%.

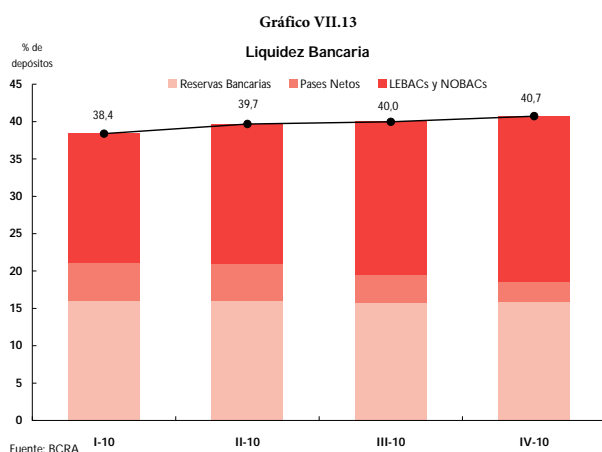
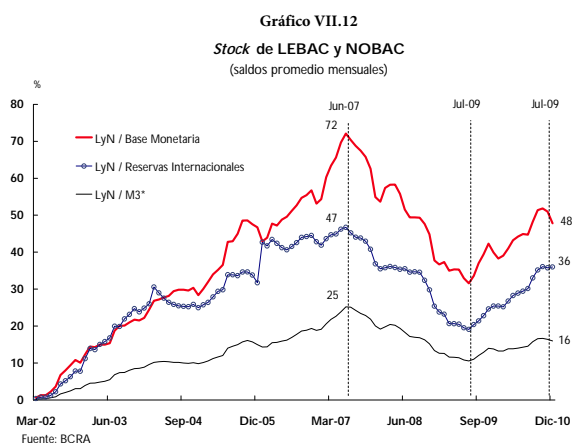
En diciembre de 2010 fue presentado el Programa Monetario 2011. Entre sus principales supuestos se prevé un aumento del crédito al sector privado cercano a los \$65.000 millones, compras de divisas por parte de la autoridad monetaria en el mercado cambiario por US\$12.500 millones y un total por transferencias de las utilidades del Banco Central al Tesoro Nacional (\$7.900 millones de acuerdo al Proyecto de Ley de Presupuesto 2011) y otorgamiento de Adelantos Transitorios, que, sumados, representarán un monto inferior al de 2010. Los factores de expansión de la oferta de dinero son compensados por la política de esterilización, de forma de hacerlos compatibles con la demanda de dinero estimada. De tal forma el Programa estipula, en su escenario base, una variación promedio para el M2 y el M2 Privado en el mes de diciembre del 27,9% y del 29,2% interanual, respectivamente⁴⁷ (ver Cuadro VII.1).

Esterilización

El Banco Central esteriliza toda expansión monetaria excedente, utilizando para ello fundamentalmente Letras y Notas (LEBAC y NOBAC). Como consecuencia de la política de esterilización, el saldo de títulos en circulación evidenció un aumento trimestral, finalizando el año en \$74.352 millones. No obstante, al comparar el saldo de LEBAC y NOBAC con el de variables monetarias relevantes, como las reservas internacionales del Banco Central, el agregado monetario amplio M3* o la Base Monetaria, se observa que, si bien estos ratios han aumentado en el transcurso del año, permanecen muy por debajo de los valores que alcanzaron a mediados de 2007. Aún así, dichos valores no deben ser vistos como un límite, sino que su trayectoria ascendente fue interrumpida por la profundización de la crisis financiera internacional (ver Gráfico VII.12).

La sostenibilidad de mediano plazo de la política de esterilización depende de la evolución comparada entre el rendimiento del activo y del pasivo del balance del Banco Central. En el primero se encuentran principalmente

⁴⁷ Para mayores detalles consultar el documento en <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/polmon/Programa%20monetario%202011.pdf>.



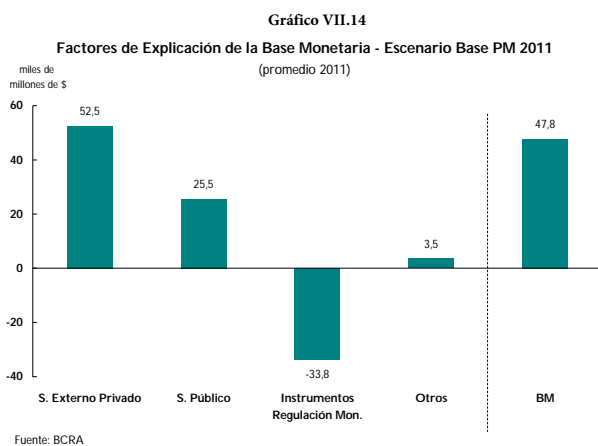
las reservas internacionales, cuyo rendimiento en pesos se vincula a la tasa de interés internacional y a la cotización del dólar, mientras que también se generan ganancias de capital si la cotización de los títulos públicos en cartera, de menor participación en el activo de la entidad, mejora. Por su parte, la Base Monetaria constituye el principal pasivo de la autoridad monetaria y carece de costo financiero mientras que las letras y notas emitidas con fines de regulación monetaria, que sí devengan un rendimiento, explican una menor proporción de este segmento del balance.

Tomando en cuenta el diferencial de rendimiento entre los activos y los pasivos del Banco Central se aprecia que existe un amplio espacio para la política de esterilización a mediano plazo.

No obstante, y al margen de la valuación contable de los costos del Banco Central, es necesario incorporar sus beneficios económicos y sociales. La combinación del régimen de flotación administrada, política de acumulación de reservas y esterilización hace menos vulnerable a la economía a los posibles *shocks*, y al acotar la volatilidad macroeconómica, evita o morigera la caída en el nivel de actividad y en el empleo. A su vez, contribuye a evitar la apreciación de la moneda, la gestación de burbujas en el precio de los activos y estrangulamientos en el sector externo que pudieran derivar en una crisis de balanza de pagos o de deuda. También reduce el riesgo soberano y el costo de financiamiento, permitiendo atender los pagos externos en los momentos de crisis, cuando dicho financiamiento es inexistente o con un costo prohibitivo. Estos beneficios, que eran sólo potenciales durante los períodos de calma y que son difíciles de cuantificar, devinieron concretos tras el estallido de la crisis financiera internacional.

La esterilización tuvo su correlato en la composición de la liquidez bancaria. Desde la segunda mitad del año se han venido incrementando los activos de mayor plazo (LEBAC y NOBAC) y reduciendo los pases netos con el Banco Central. En tanto, los activos que se contabilizan como integración del régimen de efectivo mínimo (efectivo en bancos y saldos de cuentas corrientes en el Banco Central), siempre considerados en términos de los depósitos, se mantuvieron relativamente estables en el trimestre (aunque en diciembre se incrementaron, tal como sucede todos los años en el primer mes del computo trimestral de la posición de efectivo mínimo). Con todo, el ratio de liquidez amplia⁴⁸ fue en promedio 40,7% en el trimestre, 0,7 p.p. superior a la del tercer trimestre del año (ver Gráfico VII.13).

⁴⁸ Definido como la suma del efectivo en bancos, saldos en cuentas corrientes de las entidades en el Banco Central, saldos de pases netos con el Banco Central y las tenencias de LEBAC y NOBAC por parte de las entidades en términos de los depósitos.



Las necesidades de esterilización para el 2011 serán equivalentes al 60% de la expansión prevista por compras de divisas en el mercado cambiario lo que significa un 50% de aumento del monto esterilizado respecto a 2010 (ver Gráfico VII.14). Aún así, esto no constituye, como ya se dijo, un riesgo para la sostenibilidad de la política de esterilización.

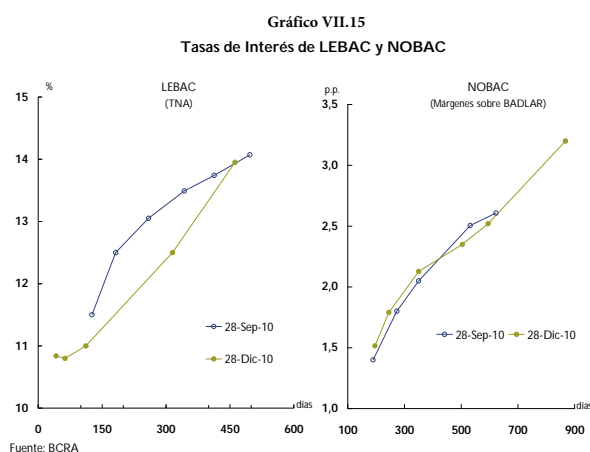
Tasas de Interés⁴⁹

Durante 2010 el Banco Central mantuvo las tasas de interés de referencia de sus operaciones de pases en los mismos niveles vigentes desde octubre de 2009 (en 9,0% y 9,5% la de los pases pasivos a 1 y 7 días de plazo, y en 11,0% y 11,5% las de sus pases activos a 1 y 7 días de plazo, respectivamente). No obstante, las tasas de interés de corte de las subastas de LEBAC que el Banco Central realiza semanalmente continuaron descendiendo en el trimestre, entre 0,7 p.p. y 1,1 p.p. según el plazo, acumulando en el año una baja de aproximadamente 1,5 p.p. (ver Gráfico VII.15).

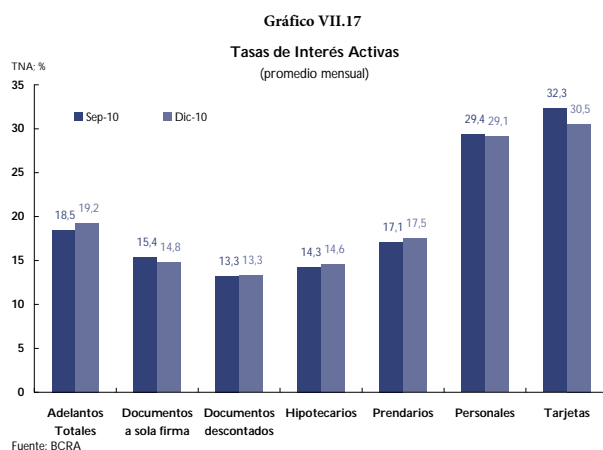
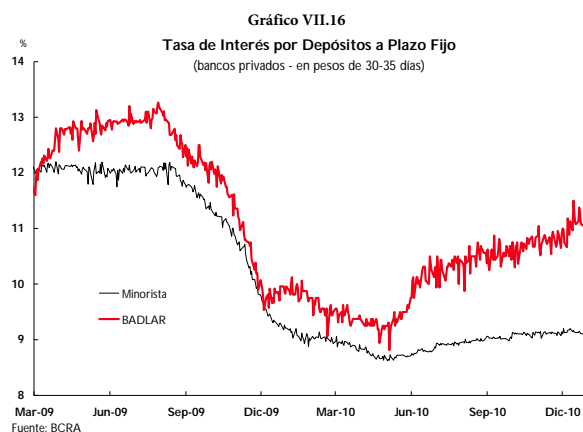
Salvo días puntuales, las tasas de interés del mercado interbancario (*call*) y la de las operaciones de pase entre terceros se mantuvieron estables (9,7% y 9,6% respectivamente), en línea con las establecidas como referencia por el Banco Central en el mercado de pases.

En cambio, las principales tasas de interés pasivas de corto plazo continuaron su tendencia ascendente en el cuarto trimestre. La tasa de interés pagada por los bancos privados en el tramo mayorista y por depósitos en pesos de hasta 35 días de plazo (BADLAR) aumentó 0,6 p.p. en el trimestre y 1,3 p.p. respecto a diciembre de 2009, ubicándose en 11,1% al finalizar el año. En menor medida también se incrementó, 0,1 p.p. en el trimestre, la tasa de interés pagada por bancos privados por colocaciones en el segmento minorista (montos inferiores a \$100.000), que se ubicó en torno a 9,1%, y tras compensar parcialmente la caída registrada los primeros meses del año, finalizó 0,3 p.p. por debajo del nivel alcanzado en diciembre de 2009 (ver Gráfico VII.16).

Las tasas de interés activas presentaron comportamientos disímiles. Las tasas de interés de los préstamos personales disminuyeron 0,3 p.p. en el trimestre, ubicándose en 29,1%, la de los documentos a sola firma, 0,6 p.p., alcanzando un nivel de 14,8%, y las correspondientes al financiamiento con tarjetas de crédito 0,8 p.p. (el mayor descenso trimestral), alcanzando un nivel de 30,5% en diciembre. Por el contrario, la tasa de interés del total de adelantos en cuenta corriente aumentó 0,8 p.p. en el tri-



⁴⁹ Las tasas de interés a las que se hacen referencia en esta sección están expresadas en término nominal anual (TNA).



mestre, ubicándose en torno a 19,2%, mientras que las tasas de interés por préstamos con garantía real, mostraron ligeros aumentos trimestrales en torno a 0,3 p.p. y 0,4 p.p. para los préstamos hipotecarios y los prendarios, que se ubicaron al cerrar el cuarto trimestre en 14,6% y 17,5%, respectivamente (ver Gráfico VII.17).

Medidas a Favor de la Bancarización y de la Universalización del Acceso a los Servicios Financieros

Recientemente, con el objetivo de generar un mayor uso de los servicios financieros, principalmente de la población con menor o nulo acceso a los mismos, el Banco Central implementó la “Cuenta Gratuita Universal”. A principios de 2011, la cantidad de cuentas abiertas bajo esta modalidad superaba las 33.000, con un promedio diario de aperturas de 500 cuentas.

Adicionalmente, se instrumentó el “Cheque Cancelatorio”, con el objetivo de ofrecer instrumentos alternativos al uso de dinero en efectivo. Desde su puesta en marcha a fines de noviembre, se realizaron operaciones con cheques cancelatorios por un monto total de \$67 millones (1.110 cheques denominados en moneda local) y US\$53 millones (1.034 cheques denominados en moneda extranjera). Cabe señalar que dentro de la definición de medios de pago (M2) se incluyen los cheques cancelatorios en pesos, de forma que la sustitución del uso de efectivo por estos nuevos instrumentos no alterará su valor, sino que cambiará su composición.

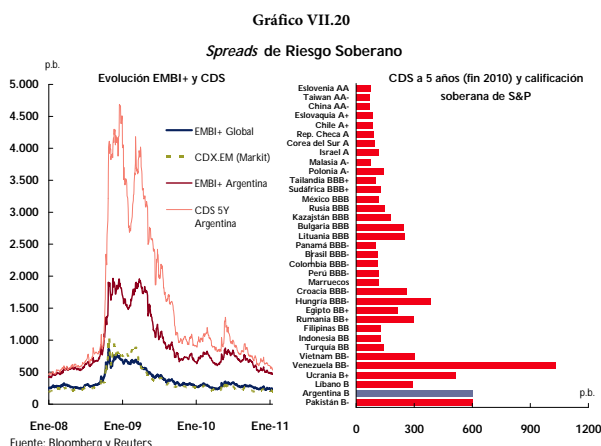
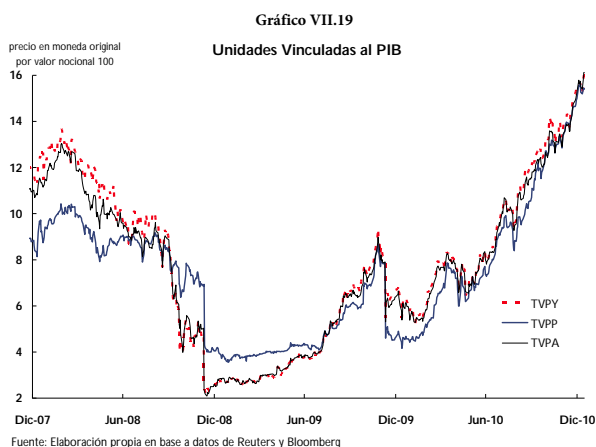
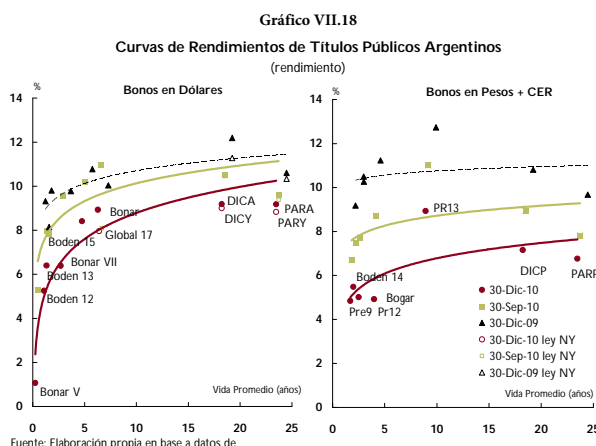
Con similar propósito en términos de la utilización de los medios de pago bancarios, se dispuso una reducción de los costos de las transferencias que se efectúan en el sistema financiero, ya sea a través de medios electrónicos (Internet o cajeros automáticos) como en el caso de las realizadas a través de la ventanilla. Para las transferencias realizadas por ventanilla, se estableció que los cargos y comisiones no podrán exceder los \$5 cuando involucren montos hasta \$50.000, un máximo de \$10 para transferencias por montos hasta \$100.000, y de \$300 para operaciones por montos mayores. En el caso de las transferencias realizadas por medios electrónicos, serán sin cargo cuando el monto de la operación no exceda los \$10.000 y no podrán costar más del 50% de la comisión máxima establecida para las operaciones efectuadas por ventanilla cuando involucren montos mayores. En este marco, la cantidad total de transferencias realizadas en diciembre de 2010 evidenció un crecimiento de 25% con respecto a octubre de 2010, experimentando aumentos similares en los distintos tamaños de las transacciones. En términos de montos, el tramo menor a \$10.000 creció 31% en el período mencionado, estando por encima de la expansión de los tramos de mayor tamaño relativo.

VII.3 Otros Activos

En un contexto favorable, aunque no exento de volatilidad en los mercados internacionales, las cotizaciones de mercado de los activos financieros de la Argentina profundizaron su tendencia positiva en el último trimestre de 2010, con un comportamiento destacado en comparación con el resto de las economías emergentes. Al impacto positivo del cierre del canje de deuda con *holdouts* en junio y las mejores perspectivas en materia económica a nivel local, se le sumaron este trimestre otros factores específicos como, el inicio de las negociaciones para saldar la deuda existente con el Club de París y la implementación de nuevas operaciones de canje⁵⁰.

Los instrumentos de deuda argentinos (títulos públicos y derivados) cerraron el trimestre con mejoras generalizadas, sobresaliendo la *performance* de las Unidades Vinculadas al PIB (UVP). En efecto, los rendimientos de los bonos en dólares y aquellos en pesos ajustables por CER se recortaron cerca de 225 puntos básicos (p.b.) en promedio (en ambos casos, con una contracción de rendimientos más marcada en la parte corta y media de la curva), mientras que los de aquellos en pesos nominales (en general, vinculados a la BADLAR de Bancos Privados y con menor plazo promedio ponderado) lo hicieron en más de 250 p.b. (ver Gráfico VII.18). Por su parte, en un contexto de mejoras en las proyecciones del nivel de actividad a nivel local, los precios de las UVP siguieron registrando fuertes ganancias este trimestre: cerca de 30% para las especies en dólares y casi 40% para aquella en pesos, cerrando el año con un rendimiento de 135% y 225%, respectivamente (ver Gráfico VII.19). A su vez, el monto operado en instrumentos de renta fija en las plazas locales⁵¹ se mantuvo en niveles relativamente altos (casi \$1.200 millones por día, que aunque representa una merma de 8% con respecto al trimestre anterior, es más de 25% mayor al de igual período de 2009).

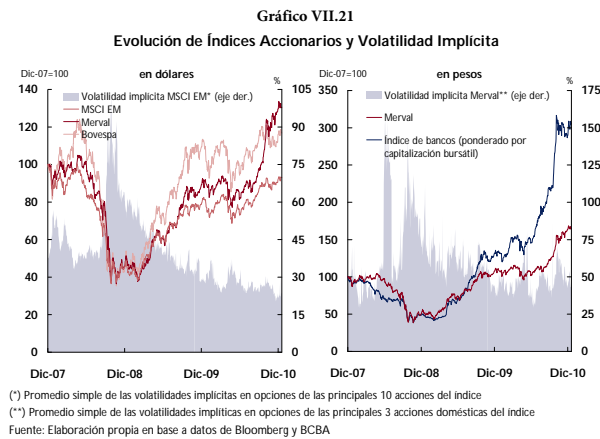
Al contraerse los rendimientos de los títulos públicos en dólares de largo plazo, durante el trimestre se verificó un recorte en los indicadores de riesgo percibido para la deuda argentina, que fue mayor al observado para el conjunto de los emergentes. Así, el *spread* del EMBI+ argentino se contrajo casi 180 p.b. (perforando los 500 p.b. a fin de año, un nivel que no se observaba desde marzo de 2008) en un trimestre en el que el EMBI+ de los emergentes cayó 30 p.b. (hasta un nivel de casi 250 p.b.). Un fenómeno similar se verifica para las primas pagadas por *credit default swaps* (CDS; ver Gráfico VII.20). A pesar de la continua mejora, los *spreads* de la deuda argentina siguen es-



⁵⁰ Canje de bonos *Brady* no elegibles en la operación del primer semestre y reapertura del canje para *holdouts* con el fin de aprovechar la suspensión temporal a la "Ley Cerrojo".

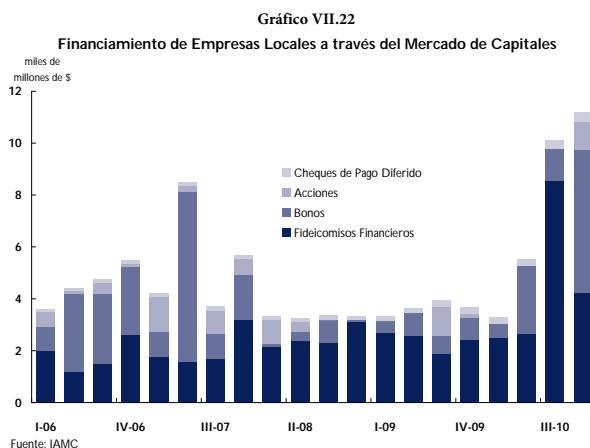
⁵¹ En el MAE y la BCBA. Incluye tanto títulos públicos como instrumentos del BCRA.

tando en niveles relativamente elevados, esperándose que la reducción continúe en 2011, año en el cual no habría dificultades para cubrir las necesidades de financiamiento.



En lo que respecta a la renta variable, el índice Merval profundizó su tendencia positiva, marcando nuevos máximos históricos y cerrando el trimestre con un retorno de casi 33% (tanto en pesos como en dólares)⁵². El dinamismo del índice medido en dólares fue mucho más marcado que para el agregado de los emergentes, dado que el índice MSCI EM tuvo una rentabilidad de casi 7% mientras que el *benchmark* de la región (Bovespa) prácticamente cerró estable (ver Gráfico VII.21). Se destaca que las acciones de los bancos (cuya cotización suele acompañar a la de los títulos públicos) también mejoraron más de 30% este trimestre (cerrando el año con un retorno de casi 120%). Finalmente, la mejora de las cotizaciones de las acciones argentinas fue acompañada por un mercado incremento en los montos negociados, que pasaron a \$89 millones en promedio por día durante el último trimestre del año⁵³.

En el período también se destacó el aumento en el financiamiento obtenido por el sector privado a través de los mercados, marcando un máximo trimestral en pesos para los últimos cinco años (ver Gráfico VII.22) y cerrando 2010 con niveles por encima de los registrados antes de la crisis internacional 2008-2009. El fondeo a través de distintos tipos de instrumentos (fideicomisos financieros, obligaciones negociables, acciones, cheques de pago diferido) alcanzó un monto de casi \$11.200 millones, 10% más que el trimestre anterior y casi tres veces lo observado en igual período de 2009. El avance trimestral estuvo fundamentalmente explicado por un fuerte incremento en la colocación de obligaciones negociables y la reaparición de operaciones de emisión de acciones, que permitieron compensar la menor colocación de fideicomisos financieros (que en el tercer trimestre habían mostrado un comportamiento excepcional, liderados por los fideicomisos para financiar obras de infraestructura).



Finalmente, para 2011 se mantienen perspectivas más bien favorables para los activos financieros de la Argentina, aunque en un escenario internacional en el que no puede descartarse cierta volatilidad. Se destaca que las expectativas positivas están condicionadas a que no se desate una corrección de la aversión al riesgo a nivel global y a las políticas que las principales economías emergentes desplieguen.

⁵² Medido en pesos el Merval cierra el año con un retorno de 52% y marcando nuevos máximos históricos. Medio en dólares el retorno fue de 45% en 2010, cerrando el año en niveles muy próximos al máximo histórico de junio de 1992.

⁵³ Contra \$51 millones por día en igual trimestre de 2009 y \$48 en el trimestre inmediatamente anterior.

VIII. Inflación

VIII.1 Síntesis

En el último trimestre del año diversos indicadores de precios, tanto mayoristas como minoristas, reflejaron un alza en la tasa interanual de crecimiento que se fue moderando hacia fines del período. El 2010 acumuló una inflación superior a la del año previo, donde la dinámica de los precios de los alimentos fue mayor a la del resto de los rubros.

En todo 2010 la trayectoria anual del valor de los alimentos se debió al impacto de los aumentos en las cotizaciones internacionales de los commodities agropecuarios, particularmente de la carne, que fue afectada significativamente por la merma de la oferta local. El encarecimiento de estos bienes encontró sostén en una sólida demanda, reflejo de un mercado interno fortalecido.

Desde mediados del año previo el aumento de las cotizaciones internacionales de los commodities agrícolas, como el trigo y el maíz, impactaron también sobre los precios de los alimentos en el mercado local, de forma más directa en los productos de panificación, cereales y pastas, e indirecta, al incidir en los costos de alimentación de las aves y del ganado vacuno criado en feedlots. Adicionalmente, al comienzo del cuarto trimestre de 2010 volvieron a registrarse subas en los precios de la carne vacuna, ante una oferta local limitada. De todos modos, hacia fines de noviembre y en diciembre los aumentos de los precios en este rubro se moderaron.

Los precios de los rubros no alimentarios crecieron a un ritmo más atenuado que los alimentos durante todo el año. De esta forma, se revierte lo observado a lo largo de los últimos años cuando los precios de los bienes y servicios no alimentarios crecían por encima de los víveres.

Para 2011, sobre todo en el primer trimestre, se podría esperar cierta moderación de la variación de los precios de los alimentos de no repetirse los shocks de oferta que caracterizaron los primeros meses de 2010 y ante la presencia de eventos climáticos que podrían elevar temporalmente la faena de carne. No obstante, la recuperación de las cotizaciones internacionales de los commodities constituye una potencial fuente de presión sobre los precios internos.

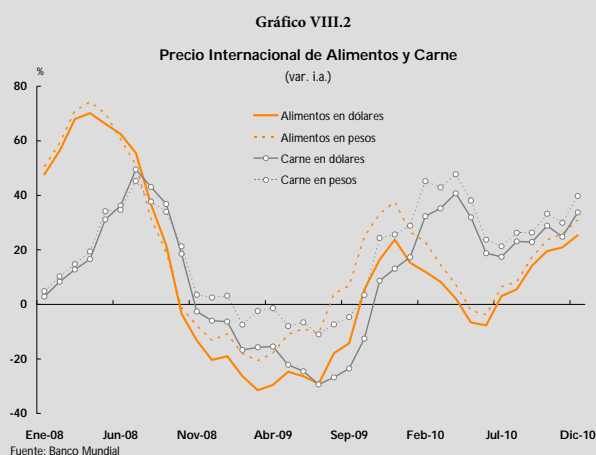
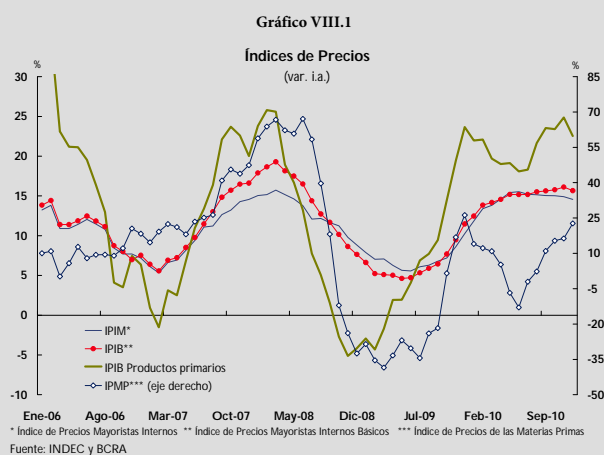


Gráfico VIII.3

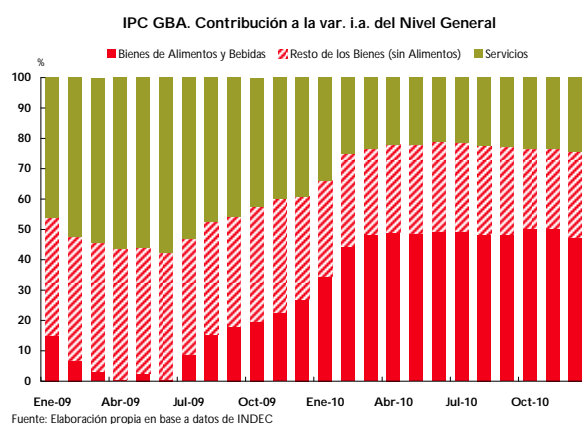


Gráfico VIII.4

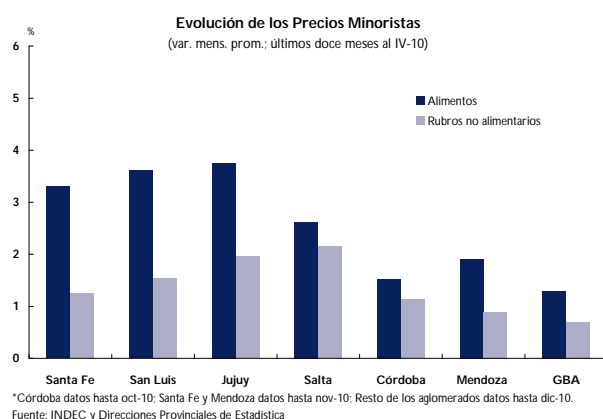
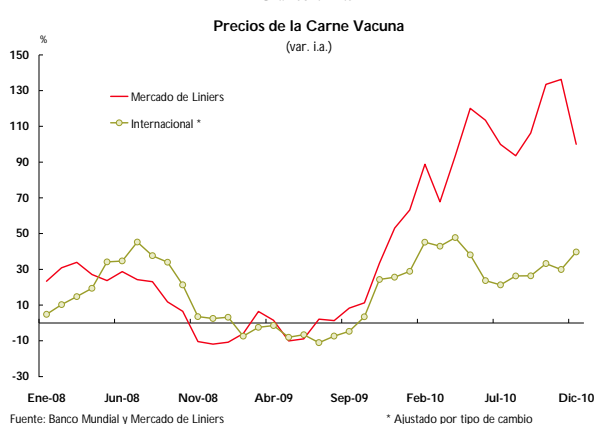


Gráfico VIII.5



VIII.2 Precios Minoristas

En el último trimestre del año volvieron a tener lugar *shocks* de oferta que, conjuntamente con el alza de las cotizaciones internacionales de los productos primarios, imprimieron mayor dinamismo a los precios, particularmente a los del rubro alimenticio. De esta forma, la trayectoria de suba interanual del valor de las canastas de consumo creció, aunque mostrando una ligera estabilización hacia fines de año.

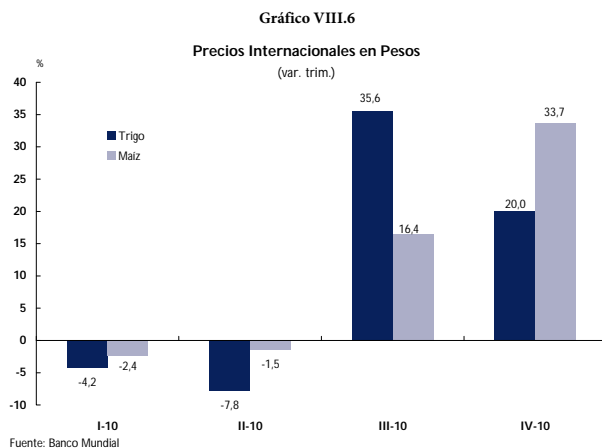
Durante todo 2010, el comportamiento de los precios minoristas estuvo determinado por la evolución de los alimentos (ver Gráfico VIII.3). Tanto en el Gran Buenos Aires (GBA) como en las provincias del interior —para las cuales se dispone de índices de precios comparables elaborados a partir de canastas de bienes y servicios de consumo⁵⁴— los alimentos tuvieron un alza significativa en el primer trimestre del año y en el mes de octubre, después de haber exhibido un comportamiento moderado en el período abril-septiembre. Como consecuencia, los precios de los alimentos crecieron significativamente por encima de los del resto de los rubros durante todo el año (ver Gráfico VIII.4).

La principal causa de este cambio de precios relativos a favor de los alimentos fue el aumento del costo de la carne vacuna, que representa aproximadamente 5% de la canasta de consumo de los hogares, que acumuló a diciembre subas de alrededor del 100% a nivel mayorista, que se trasladaron a los precios al consumidor. Tanto en los primeros meses de 2010 como a inicios del cuarto trimestre de ese año, las cotizaciones del ganado en pie registraron fuertes alzas, reflejando particularmente a inicio de año el comportamiento en el mercado internacional y una oferta interna reducida (debido a la liquidación de vientres de los últimos años por la sequía) en un contexto de sostenida demanda. Como consecuencia del incremento de los precios, el consumo per cápita de la carne vacuna disminuyó aproximadamente 16% en 2010, de 68,7 kg. promedio en 2009 a 57,8 kg. en 2010⁵⁵.

De continuar esta tendencia en el consumo de carne, en un momento donde las cotizaciones internas se alinearon en mayor o menor medida a las de los países limítrofes, sería probable que se registren menores aumentos de estos precios en los próximos meses, manteniendo la dinámica observada entre noviembre y diciembre pasados. Por otra parte, la sequía de fines de 2010 podría contribuir a que aumente la faena, siendo otro factor que gene-

⁵⁴ Las provincias seleccionadas son aquellas que disponen de índices de precios calculados a partir de canastas de bienes y servicios y que los publican regularmente. No se han incluido, por lo tanto, los índices denominados “autoponderados”.

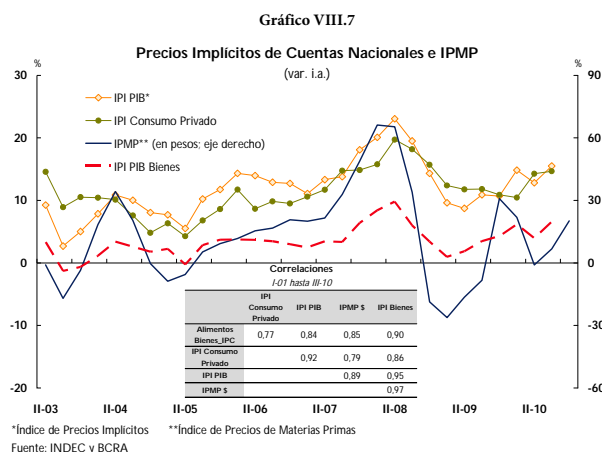
⁵⁵ Datos del Instituto de Promoción de Carne Vacuna Argentina (IPCVA).



raría condiciones para que no tengan lugar los *shocks* del año previo (ver Gráfico VIII.5).

Al mismo tiempo, desde mediados de año se verificó una importante recuperación de las cotizaciones internacionales de los *commodities* de origen agrícola que, dada la elevada correlación entre la evolución de las mismas y la de los precios de las materias primas alimenticias en el mercado interno, contribuyó a la suba de los alimentos (ver Gráfico VIII.6 y Apartado 4).

De todos modos, las características de estas nuevas presiones desde el frente externo determinaron un impacto menor sobre los precios minoristas que los observados en el primer trimestre del año y en la primer mitad de 2008. La menor incidencia de los precios internacionales sobre los valores internos desde mediados de 2010 se debe a que las alzas en esta oportunidad se reflejaron en las cotizaciones de los granos, principalmente trigo y maíz, que tienen una menor incidencia directa sobre los precios de la canasta familiar que la carne vacuna.



Durante el año 2010, analizando en forma separada la evolución de los precios de los Bienes y de los Servicios de la canasta de consumo, los primeros tuvieron un rol preponderante en la variación de los índices minoristas. Dentro del segmento de los Servicios, los no regulados mostraron una ligera recuperación después de mitad de año, cuando impactaron las subas en las cuotas de la medicina prepaga, los gastos por expensas, los aumentos en los servicios relacionados con el automotor, como estacionamientos y seguros, las alzas en los servicios de esparcimiento, como turismo y televisión por cable y el incremento en la comida fuera del hogar, entre otros.

Desde una óptica más amplia, el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB mostró una tendencia al alza en el tercer trimestre (15,5% interanual -i.a.-), debido a una recuperación del IPI Consumo Privado y a una desaceleración de los precios implícitos de las Importaciones (ver Gráfico VIII.7).

Desagregando el IPI entre Bienes y Servicios, se verificaron subas en ambos componentes, creciendo los precios de los Bienes por encima de los de los Servicios, en la misma lógica que presentaron los precios minoristas.

En resumen, en el último trimestre del año volvieron a tener lugar incrementos en los precios de la carne vacuna y de algunos productos alimenticios cuyos precios están vinculados a los de los *commodities* agrícolas, dando lugar a subas en los alimentos que contribuyeron en gran medida a explicar la dinámica general de los precios

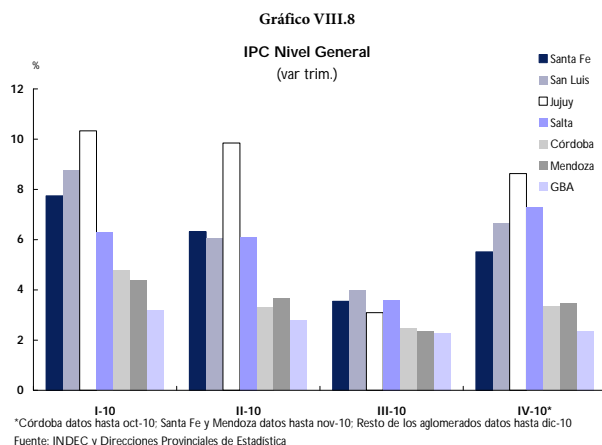
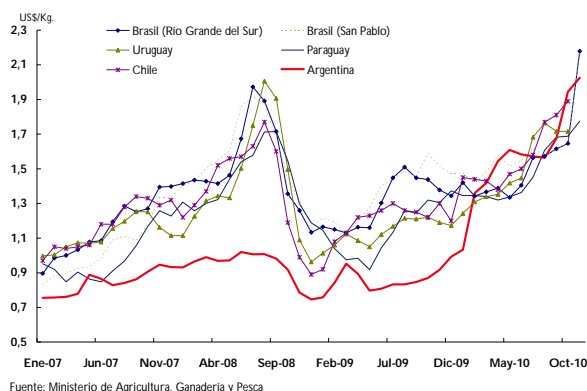


Gráfico VIII.9

Precio del Kilo Vivo del Novillo



(ver Gráfico VIII.8). Así, durante todo 2010 hubo un cambio relativo de precios a favor de los alimentos.

En 2011, no se espera una repetición de los mismos *shocks* de oferta en el mercado ganadero, dado que las cotizaciones internas ya se ubican en un nivel similar a las de los países limítrofes (ver Gráfico VIII.9). Si bien no se descartan futuras subas en este mercado, las mismas serían más moderadas. Dada la importancia que tiene la carne dentro de la canasta de consumo, un menor dinamismo de estos precios en los primeros meses de 2011 haría prever una desaceleración de los índices generales. En igual sentido jugaría la sequía actual, que podría dar lugar a un incremento en la faena.

No obstante, la presencia de eventos climáticos en diferentes áreas del mundo podría afectar la producción agrícola, presionando al alza de las cotizaciones internacionales de estos productos y constituyéndose como un factor de riesgo para los precios internos, principalmente en la primera mitad del año. En el mismo sentido, considerando el sostenido crecimiento de la demanda interna, se espera una mejora relativa de los precios de los servicios no regulados.

VIII.3 Precios Mayoristas

Los precios mayoristas tuvieron en los últimos meses del año aumentos similares a los del tercer trimestre, aunque siguieron elevándose en términos interanuales, impulsados principalmente por los Productos primarios (ver Gráficos VIII.10 y VIII.11).

Los Productos primarios mostraron fuertes subas a partir de fines del tercer trimestre de 2010 respondiendo a la evolución de los precios de las materias primas en los mercados mundiales y los problemas de oferta en el mercado ganadero local que impulsaron las cotizaciones del ganado en pie. Particularmente se verificaron alzas significativas en el valor de los cereales y oleaginosas. En adelante podrían persistir las presiones sobre los precios mayoristas por el lado de los Productos primarios, dado que las cotizaciones internacionales de los granos podrían incrementarse, aunque la moderación en las subas del ganado vacuno contribuiría a contrarrestar este efecto.

Por su parte, los Productos manufacturados mantuvieron relativamente estable su trayectoria interanual en los últimos meses de 2010. Los rubros con mayor incidencia en la suba acumulada en el año continuaron siendo los Alimentos y bebidas, los Productos refinados de petróleo (que representan la evolución de los precios de los combustibles en el mercado interno) y las Sustancias y productos químicos.

Gráfico VIII.10

Precios Mayoristas

(var. i.a.)

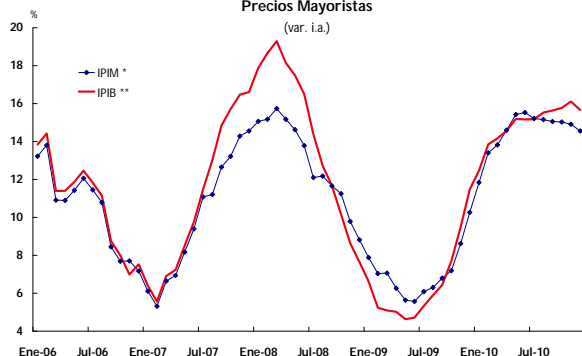
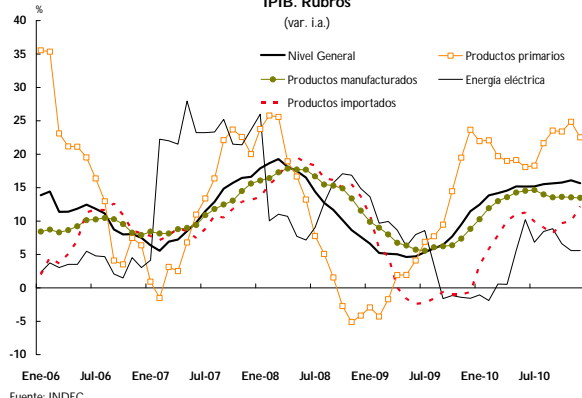


Gráfico VIII.11

IPIB. Rubros

(var. i.a.)



Finalmente, los valores mayoristas de los Productos importados manufacturados se recuperaron en el margen debido a la suba de los precios internacionales y del tipo de cambio nominal.

VIII.4 Costos de la Construcción

El Índice de Costos de la Construcción (ICC) se desaceleró en términos interanuales, reflejando una moderación de los costos salariales, mientras que la trayectoria de los precios de los Materiales se mantuvo estable (ver Gráfico VIII.12).

Dentro de los costos de la Mano de obra, el sector asalariado es el que mostró mayores aumentos, aunque moderándose hacia los últimos meses del año, explicado por un efecto base de comparación. Los valores de los subcontratos de mano de obra, que cuentan con mayor flexibilidad, se fueron recuperando a un ritmo más lento y también se desaceleraron en los últimos meses por el mismo motivo. De todos modos, la variación del componente de Mano de obra del ICC se encuentra por debajo del índice de salarios del INDEC, que capta la evolución de las remuneraciones de toda la economía (ver Gráfico VIII.13).

Los Gastos generales, que reflejan los precios de los distintos servicios de la actividad de la construcción, aumentaron su tasa de crecimiento interanual en el cuarto trimestre debido a incrementos en los precios de algunos servicios.

Finalmente, los precios de los Materiales crecieron por debajo de los salarios y de los Gastos generales, mostrando una trayectoria estable, aunque con una leve recuperación en términos interanuales respecto del segundo trimestre.

VIII.5 Salarios

La importante expansión económica acompañada de un incremento significativo del empleo y una reducción de la tasa de desocupación dio lugar a una presión adicional en los salarios en 2010.

En particular, el índice de Salarios del INDEC acumuló un alza interanual de 26% en noviembre pasado, lo que implica una suba de 9,3 puntos porcentuales (p.p.) con respecto a lo observado a fines de 2009 (ver Gráfico VIII.14).

El impulso al alza salarial provino principalmente del sector privado registrado, que experimentó el mayor incremento en el año, llegando a 28,9% i.a.. De acuerdo

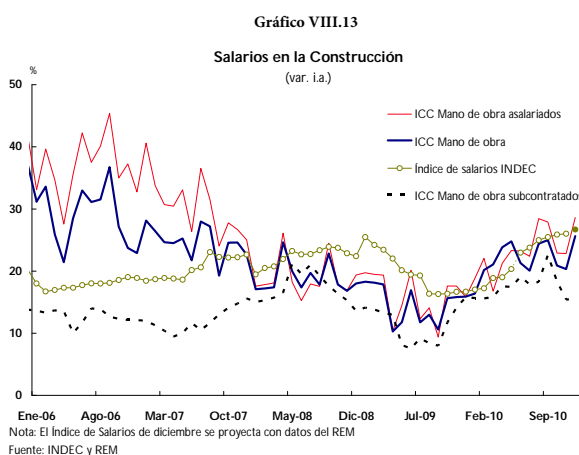
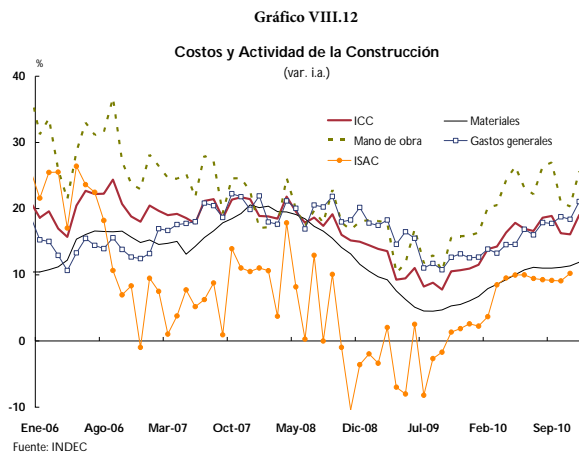
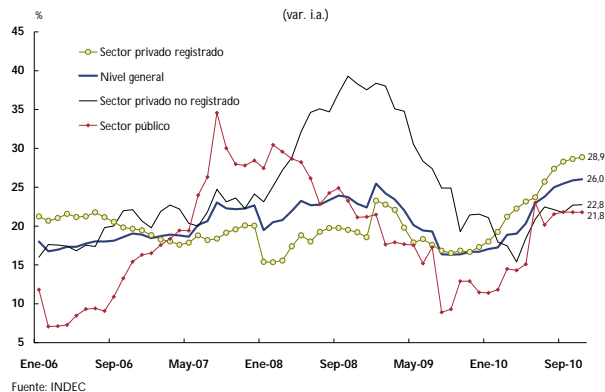


Gráfico VIII.14

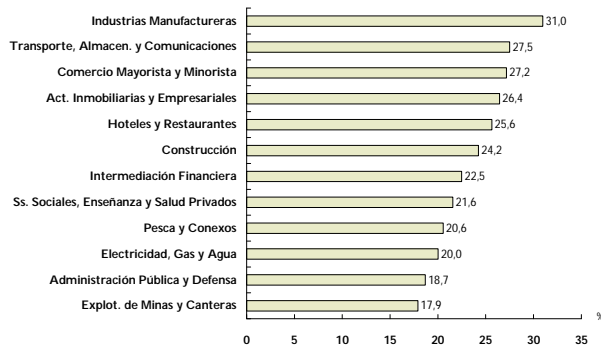
Evolución del Salario Nominal
(var. i.a.)

con los datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP) al tercer trimestre de 2010, las remuneraciones de la industria manufacturera fueron las que exhibieron la mayor suba, acumulando una mejora del 31% i.a., en coincidencia con el importante crecimiento económico del sector (ver Gráfico VIII.15).

En particular, dentro de la industria, el principal impulso provino del sector metalúrgico que tuvo aumentos de salarios en torno al 36% i.a., seguido de cerca por las subas alcanzadas en el sector de alimentos y bebidas (33% i.a.), que concentra aproximadamente un tercio de la producción manufacturera. En el caso de las automotrices, los incrementos estuvieron en el orden de 32% i.a.. En tanto, las remuneraciones relacionadas con los derivados de petróleo, resultaron las de menor aumento (25% i.a.) dentro de la industria.

Las subas en los servicios fueron algo menores, alcanzando 27,2% i.a. en comercio, 25,6% i.a. en hoteles y restaurantes y 27,5% i.a. en transporte, almacenamiento y comunicaciones. Por su parte, sobresalió el caso de los encargados de edificios, que con un aumento de 39,6% i.a. fue el sector de mayor alza dentro de la producción terciaria.

Gráfico VIII.15

Salarios por Sector
(var. i.a.; III-10)

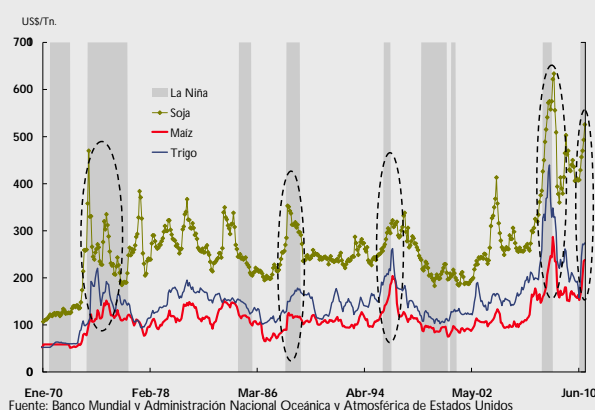
Las remuneraciones al segmento privado no registrado aceleraron su crecimiento en los últimos meses, aunque acumulan una expansión moderada respecto de un año atrás, dada la desaceleración verificada a inicios de 2010. Así, los salarios del sector privado informal, que en años anteriores habían liderado las subas, crecieron en forma más lenta que las remuneraciones del sector formal. Los salarios del sector público, aunque evidenciaron la menor expansión, también se incrementaron por encima de 2009, llegando en noviembre de 2010 a un alza de 21,8% i.a..

En 2011, las primeras negociaciones iniciadas incluyeron mayormente aumentos de suma fija a cuenta de futuros incrementos, posponiendo en general las paritarias hacia marzo-abril, a la espera de los avances en el marco del acuerdo social de precios y salarios.

Apartado 4 / El fenómeno de La Niña y sus efectos sobre el mercado agrícola

La presencia de un nuevo evento de La Niña en la campaña agrícola 2010/2011 resulta un factor fundamental para explicar la evolución reciente de los mercados internacionales de granos, que acumularon importantes incrementos de precios en los últimos meses. Asimismo, la incertidumbre en torno al impacto final sobre la cosecha en las regiones afectadas seguirá condicionando las cotizaciones en las próximas semanas.

Gráfico 1 | Precios de las Materias Primas y el Efecto La Niña



Desde mediados de 2010 la oferta internacional de materias primas agrícolas se vio influida por fenómenos climáticos con efectos adversos sobre la producción. Luego de la fuerte sequía en la región del Mar Negro, que durante el tercer trimestre del año pasado afectó principalmente los cultivos de trigo de Rusia y los países del este europeo, la atención de los mercados se centró en la evolución del fenómeno de La Niña, con impacto en amplias zonas agrícolas de Sudamérica, Oceanía y el Sudeste Asiático.

En climatología se denomina como ciclo de Oscilación del Sur “El Niño” (*El Niño Southern Oscillation*; ENSO) al síndrome que consiste en un cambio en los patrones de temperatura de las aguas del Océano Pacífico ecuatorial, que provoca diversas alteraciones climáticas. El ciclo posee dos fases opuestas, conocidas como El Niño y La Niña.

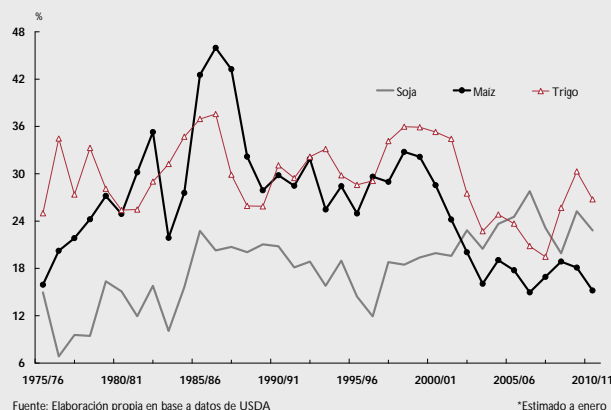
La fase de La Niña se origina en un incremento de la intensidad de los vientos alisios (que soplan de este a oeste), con la consecuente acumulación de aguas superficiales (cálidas) en la parte occidental del Pacífico. Las precipitaciones siguen a las aguas cálidas que permanecen en el oeste, provocando lluvias mayores a lo usual en el Sudeste Asiático y Oceanía y, al mismo tiempo, menores precipitaciones en Sudamérica.

El fenómeno se observa con cierta periodicidad, aunque a intervalos irregulares, de entre 2 y 7 años, en tanto que la

intensidad del mismo también varía. Desde 1950⁶⁷, se registraron 14 eventos La Niña, dentro de los cuales, en las últimas décadas se destacan dos períodos de fuertes daños a la producción sudamericana: entre 1973 y 1976, por su larga duración, y en 1988-1989 por su intensidad (ver Gráfico 1). En este último, en Argentina la producción de maíz fue 45% menor a la de la campaña previa, y la de soja resultó 35% inferior; mientras que en Brasil la disminución de la producción fue de 25% y 15%, respectivamente. No obstante, en los períodos 2001-2002 y 2007-2008 también se evidenciaron importantes daños sobre la cosecha sudamericana. En efecto, el conocido *boom* de los precios de los *commodities* durante la campaña 2007/08 estuvo asociado, entre otros factores, a los problemas climáticos que llevaron a una caída de la cosecha sudamericana (de maíz y soja) cercana a 15%.

El actual episodio se inició en julio pasado y se estima que podría prolongarse hasta mayo o junio de 2011⁶⁸. Está catalogado como de fuerte intensidad e incluso se especula que podría ser el más fuerte de las tres últimas décadas, por lo que recientemente comenzaron a generarse ciertas preocupaciones sobre la posibilidad de que el fenómeno se extienda al Hemisferio Norte, perjudicando los cultivos estadounidenses.

Gráfico 2 | Relación Stock-consumo



En los últimos meses, la falta de precipitaciones en Sudamérica (principalmente en Argentina y el sur de Brasil) y el exceso de humedad en Australia generaron disminuciones en las proyecciones de cosecha de soja, maíz y trigo. Esto en un contexto de reducidos niveles de *stocks*, que incrementan el potencial desestabilizador de eventuales pérdidas de producción (ver Gráfico 2).

⁶⁷ Año en que comienzan los registros de temperatura en el Océano Pacífico.

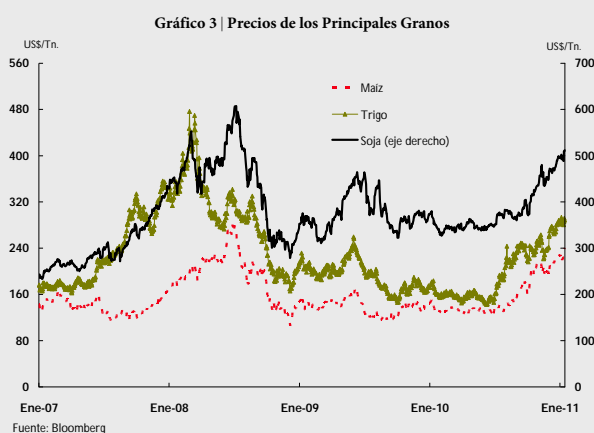
⁶⁸ De acuerdo con la Administración Nacional Oceánica y Atmosférica de Estados Unidos (NOAA, por sus siglas en inglés).

En Pakistán, las inundaciones fueron devastadoras, mientras que en Australia las lluvias no causaron significativos recortes de producción sino principalmente daños a la calidad de los cultivos de trigo. Asimismo, las inundaciones también están dificultando el transporte de las materias primas tanto agrícolas como industriales.

Hasta el momento las proyecciones de producción en Brasil no sufrieron recortes significativos. En Argentina, en cambio, el impacto esperado es mayor, y en el último mes las estimaciones de cosecha para la campaña 2010/11 pasaron en el caso de la soja, de 52 millones de toneladas a aproximadamente 48 millones. Para el maíz, la proyección, que estaba en 25 millones de toneladas, en la actualidad se encuentra en un rango de entre 19 y 23 millones de toneladas, según diversos analistas.

En caso de prolongarse el fenómeno, podría perjudicar la seguridad alimentaria a nivel global. Brasil y Argentina son el segundo y tercer exportador global de soja, y representan en conjunto aproximadamente el 45% de la producción mundial de soja y el 10% de la de maíz. Asimismo, explican el 42% de las exportaciones totales de soja y el 23% de las de maíz.

Como consecuencia, y sumado a otros factores, la expectativa de pérdidas productivas incrementó los precios de estos *commodities*, que alcanzaron los máximos valores de los últimos dos años (ver Gráfico 3). En efecto, entre octubre de 2010 y los primeros días de 2011, la cotización de la soja subió 21%, mientras que el maíz aumentó 17%. Por su parte, acompañando la tendencia, el precio del trigo se elevó 23% en este período, que se suma a la suba de los meses previos ocasionada por la grave sequía en Rusia. De esta manera, las cotizaciones alcanzaron los máximos valores desde mediados de 2008.



Más allá de los movimientos observados, todavía no está definido el futuro de la cosecha gruesa en Sudamérica, especialmente en el caso de la soja. De continuar observándose precipitaciones antes de finalizada la fase de floración, podrían mejorar las perspectivas para la producción de la oleaginosa. En el caso del maíz la situación es más complicada, debido a que los cultivos ya se encuentran atravesando

do la etapa crítica de floración, cuando se definen los rendimientos.

El extendido alcance del fenómeno de La Niña sugiere implicancias económicas variadas para nuestro país. A nivel agregado, las pérdidas productivas derivadas de la sequía se verían compensadas por los mayores precios, en un contexto de inventarios mundiales en niveles reducidos que favorece la reacción de las cotizaciones ante cualquier recorte de la oferta global. A modo de ejemplo, si se valuara a los precios actuales, la estimación de saldo exportable de productos agrícolas para 2011 rondaría US\$30.500 millones, cifra que resulta levemente superior a la vigente dos meses atrás (US\$28.500 millones), cuando las expectativas productivas todavía no habían sido golpeadas por la sequía y los precios se encontraban en un nivel inferior.

IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

IX.1 Síntesis

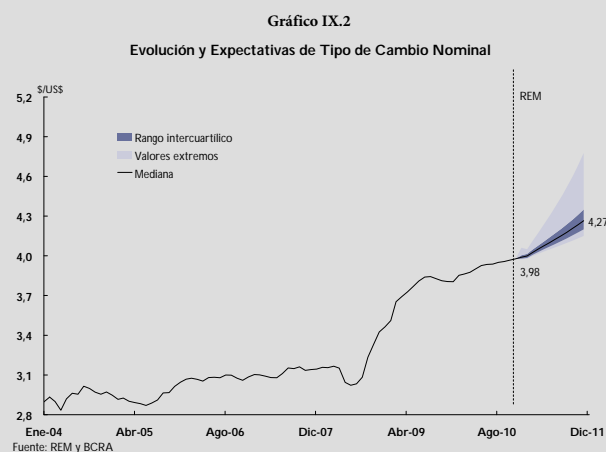
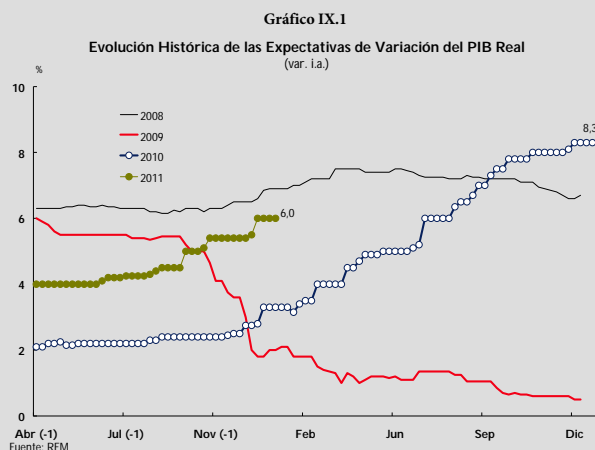
Durante el cuarto trimestre continuaron mejorando las expectativas de PIB real para 2010. Para 2011 también se ajustaron al alza hasta 6,0%, a partir de un aumento del aporte del Consumo y de la Inversión compensados parcialmente por una mayor contribución negativa de las Exportaciones Netas. Los pronósticos implícitos de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB para 2011 aumentaron, implicando un mayor ritmo de suba respecto de la previsión para 2010 de 2,5 puntos porcentuales (p.p.).

Aumentaron nuevamente las estimaciones de depósitos y préstamos para 2011, las cuales vienen registrando continuas subas y cuya variación esperada es de 23,9% interanual (i.a.) y 27,9% i.a., respectivamente. La mediana de los pronósticos del Agregado Monetario M2 para el promedio de diciembre de 2011 se incrementó a \$321.900 millones (27,7% i.a.). Las previsiones de tasas de interés permanecieron relativamente estables para 2011 en relación a los valores pronosticados un trimestre atrás.

Las expectativas de Tipo de Cambio Nominal se mantuvieron prácticamente inalteradas respecto del último **Informe de Inflación**, ubicando el valor esperado para el promedio de esta variable en diciembre de 2011 en \$4,27/US\$ (-\$0,02/US\$).

En cuanto a los indicadores del sector externo, para el presente año los participantes pronostican un superávit comercial implícito inferior al que se habría registrado en 2010, a partir de una suba en las perspectivas de Importaciones superior a la prevista para las Exportaciones. Por su parte, la proyección de Saldo de la Cuenta Corriente se ubica en 0,6% del Producto (0,6 p.p. menos que la estimación para 2010), mientras que esperan un saldo para 2011 de Reservas Internacionales de US\$51.800 millones. En este contexto, se redujo ligeramente el déficit implícito de la Cuenta Capital y Financiera previsto por el REM, que sería superior al esperado para 2010.

Las proyecciones de Recaudación Tributaria Nacional para 2011 subieron, ubicando el cociente Recaudación/PIB en 27,5% (26,6% i.a.). En igual sentido se movieron las expectativas de Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero para el presente año, ubicándose en 0,9% del Producto (-0,9 p.p. i.a.).



IX.2 Evolución y Principales Resultados⁵⁸

Al igual que en el último **Informe de Inflación**, se expandieron las expectativas de crecimiento para 2010, a 8,3%, a partir de un mayor aporte de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF). Para 2011 las proyecciones también se incrementaron un punto porcentual (p.p.) hasta alcanzar el 6,0%, debido a una mayor contribución del Consumo⁵⁹ y de la IBIF que fueron parcialmente contrarrestadas por un mayor aporte negativo de las Exportaciones Netas (XN; ver Gráfico IX.3).

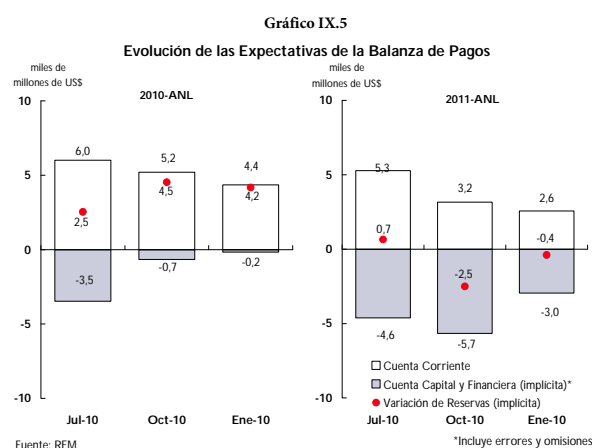
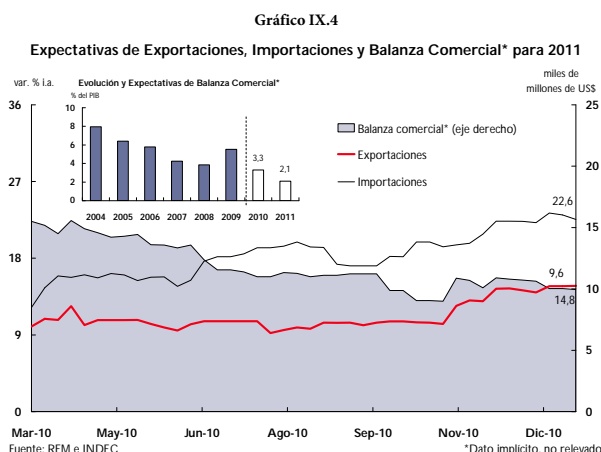
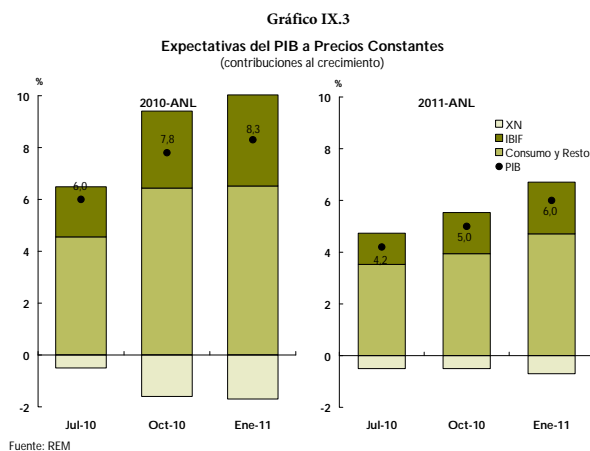
Las perspectivas de variación del Índice de Salarios para el presente año fueron corregidas al alza en las últimas semanas, a 26,5% (+2,3 p.p.), en un contexto en el que la desocupación según los pronósticos caería 3 p.p. interanual (i.a.).

Respecto a los indicadores del sector externo, para 2011 los participantes pronostican un superávit comercial implícito levemente inferior al de 2010, 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\$9.600 millones (2,1% del PIB), con Exportaciones estimadas en US\$78.500 millones (14,2% i.a.) e Importaciones en US\$68.900 millones (22,4% i.a. ver Gráfico IX.4). Por su parte, las proyecciones de Saldo de la Cuenta Corriente para 2011 se ubican en 0,6% del Producto, alcanzando US\$2.600 millones.

El stock de Reservas Internacionales previsto para 2011 asciende a US\$51.800 millones. En este contexto, se redujo ligeramente el déficit implícito estimado por los participantes para la Cuenta Capital y Financiera del 2011 a US\$3.000 millones (ver Gráfico IX.5).

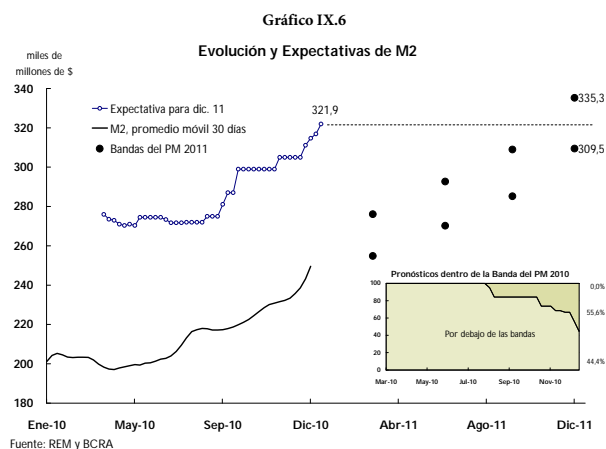
Al igual que en el último **Informe de Inflación**, las proyecciones de Depósitos totales del sector privado no financiero para el año en curso aumentaron. De esta manera, el stock esperado para diciembre de 2011 ascendió a \$309.800 millones (23,9% i.a.). Este aumento en las previsiones de depósitos fue acompañado por una suba de los pronósticos de Préstamos al sector privado no financiero, que totalizarían a fin de este año \$243.700 millones, evidenciando un alza interanual de 27,9%.

La mediana de las previsiones del Agregado Monetario M2 para el corriente año fue corregida al alza en \$22.900 millones en relación a los últimos tres meses, a \$321.900 millones. De este modo, la variación interanual alcanzaría 27,7%, situándose dentro del rango previsto en el



⁵⁸ Corresponde a la semana estadística 398 finalizada el 12 de enero de 2011.

⁵⁹ Incluye el Consumo Privado, el Consumo Público, la Discrepancia Estadística y la Variación de Existencias.

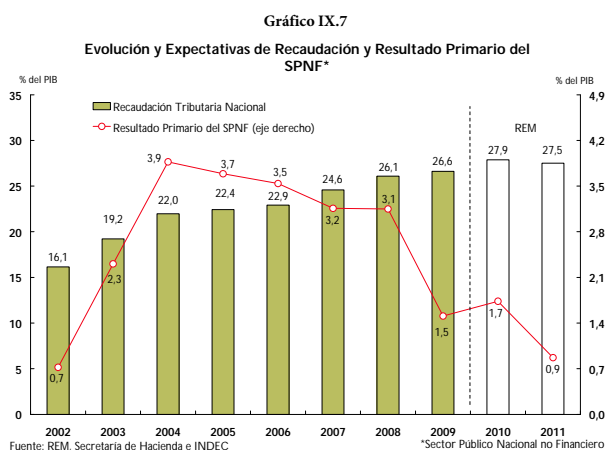


Programa Monetario 2011 (PM 2011; \$322.390 \pm 4%; ver Gráfico IX.6).

Las perspectivas de tasa de interés para 2011 permanecieron sin cambios durante el trimestre, y reflejan un aumento promedio 1,5 p.p. respecto de diciembre de 2010.

Las expectativas de Tipo de Cambio Nominal cayeron mínimamente respecto del último trimestre, ubicando el valor esperado para el promedio de la variable en diciembre de 2011 en \$4,27/US\$ (+\$0,29/US\$ respecto de 2010), persistiendo una elevada dispersión en las estimaciones.

Por último, las perspectivas de Recaudación Tributaria Nacional se incrementaron \$18.800 millones respecto de lo estimado en el **Informe de Inflación** anterior, totalizando \$518.800 millones. De esta manera, la tasa de crecimiento interanual se ubicaría en 26,6%. En tanto, el cociente recaudación/PIB sería 27,5%⁶⁰. Por otro lado, las previsiones de Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) para el corriente año se incrementaron \$3.700 millones, a \$16.400 millones (0,9% del PIB; ver Gráfico IX.7).



⁶⁰ Según surge del dato de recaudación mencionado y del PIB a precios corrientes relevado por el REM para 2011.

Resultados del REM. Diciembre 2010

1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2011-NOV		
	Promedio	Mediana	Desvío
IPC: var. 12 meses; en %	14,5	11,8	6,2

VARIABLES	2010-NOV			2010-DIC			2011-ENE			2011-FEB			2010-ANL			2011-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
Precios																		
IPC: var. mensual; en %				1,0	0,9	0,3	1,3	1,1	0,5				12,8	10,9	4,9	14,1	12,4	5,5
IPC: var. interanual implícita, en % ¹					11,0													
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)													13,4	11,1	5,5	14,4	12,9	5,8
Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en %				1,47	1,45	0,28	1,6	1,5	0,4				25,5	26,5	2,4	25,0	26,5	5,3
Monetarias y Financieras																		
Agregado Monetario M2 (\$); promedio mensual en mill. de \$							259.857	259.900	11.805	263.142	262.000	8.815				308.871	321.924	25.326
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mill. de \$							253.986	254.011	3.622	257.826	257.000	3.049				304.677	309.825	20.809
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mill. de \$							193.663	194.750	3.255	197.274	198.420	3.393				232.220	243.700	26.622
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %							9,6	9,6	0,2	9,6	9,7	0,2				12,0	12,0	1,5
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en %							12,9	13,0	0,8	13,0	13,0	0,2				14,5	14,3	1,2
Tasa de Interés: Pasos Pasivos en \$ a 7 días; en %							9,5	9,5	0,0	9,5	9,5	0,0				10,2	10,0	1,1
Tasa de Interés: BADLAR promedio mensual de boos. priv. a 30 días en \$; en %							11,1	11,1	0,2	11,1	11,2	0,2				12,8	13,0	2,1
Tipo de Cambio Nominal: promedio mensual; \$/US\$							3,99	3,99	0,02	4,00	4,00	0,02				4,30	4,27	0,14
Actividad Económica																		
EMAE: var. interanual; en %	7,8	7,8	0,8	7,4	7,4	1,8							8,3	8,5	1,2	5,7	6,0	0,9
EMI: var. interanual; en %				7,5	7,9	2,5	8,1	7,9	1,7				9,1	9,2	1,4	5,9	6,0	1,4
Sector Externo																		
Exportaciones; en mill. de us\$				6,021	5,923	261	5,457	5,400	405				68,441	68,750	1,462	77,599	78,500	4,016
Importaciones; en mill. de us\$				5,351	5,300	266	4,771	4,800	525				55,568	56,316	2,286	67,384	68,923	4,965
Fiscales																		
Recaudación Tributaria Nacional; en mill. de \$							38,614	38,800	1,137	36,630	36,242	2,787				505,411	518,750	30,782
Resultado Primario del SPNF; en mill. de \$				-488	33	2,198	1,412	1,500	755				23,570	25,500	7,761	15,154	16,400	11,403

2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2010-TR4			2011-TR1			2011-TR2			2010-ANL			2011-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 %	7,8	7,8	0,9	6,8	6,7	1,4				8,2	8,3	0,9	5,8	6,0	0,8
PIB a precios corrientes; en mill. de \$										1,451,010	1,470,000	81,140	1,838,751	1,885,000	138,484
Consumo Total a precios constantes: variación interanual; en %	8,0	7,7	1,4	6,9	7,0	1,7				8,1	8,3	1,0	6,1	6,0	0,8
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual; en %	16,0	15,0	2,2	12,5	12,5	4,4				15,8	17,1	4,1	9,8	9,0	3,1
Tasa de desocupación; en %				7,8	7,9	0,3				7,7	7,8	0,4	7,4	7,5	0,5
Sector Externo															
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mill. de US\$	763,0	738	798	-13	26	890				4,654	4,350	1,383	3,158	2,571	2,656
Monetarias y Financieras															
Reservas Internacionales: fin de período; en mill. de US\$				53,187	53,106	1,227	54,917	54,466	1,630				52,527	51,761	5,302

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

Glosario de Abreviaturas y Siglas

ACARA: Asociación de Concesionarios de Automotores de la República Argentina

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

ATN: Aportes del Tesoro Nacional

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

BCB: Banco Central de Brasil

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BDI: *Baltic Dry Index*

BEF: Boletín de Estabilidad Financiera

BIS: *Bank for International Settlements*

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

BoJ: Banco de Japón

BOVESPA: Bolsa de Valores del Estado de San Pablo

BRIC: Brasil, Rusia, India y China

CDS: *Credit Default Swaps*

CEDLAS: Centro de Estudios Distributivos Laborales y Sociales

CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CFI: Coparticipación Federal de Impuestos

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

CNV: Comisión Nacional de Valores

DEG: Derechos Especiales de Giro

DPN: Deuda Pública Nacional

€: Euro

EE.UU.: Estados Unidos

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

EMI: Estimador Mensual Industrial

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

Fed: Reserva Federal de EE.UU.

FFS: Fondo Federal Solidario

FGS: Fondo de Garantía de Sustentabilidad

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

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

GBA: Gran Buenos Aires

GRA: Gabriel Rubinstein y Asociados

G-7: Grupo de los 7

i.a.: Interanual

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

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

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

IFI's: Instituciones Financieras Internacionales

IGA: Indicador General de Actividad

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

INSSJyP: Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados

IOO: Índice de Obreros Ocupados

IPC: Índice de Precios al Consumidor

IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

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

IPCVA: Instituto de Promoción de la Carne Vacuna Argentina

IPI: Índice de Precios Implícitos	OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
IPI: Índice de Producción Industrial	OICA: <i>Organisation Internationale des Constructeurs d'Automobiles</i> (Organización Internacional de Fabricantes de Automóviles)
IPIB: Índice de Precios Internos Básicos	OJF: Orlando J. Ferreres
IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor	OMC: Organización Mundial de Comercio
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	ONCCA: Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario
ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción	p.b.: Puntos básicos
IVA: Impuesto al Valor Agregado	p.p.: Puntos porcentuales
IVA DGA: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas	PEA: Población Económicamente Activa
IVA DGI: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos	PFP: Programa de Financiamiento Productivo
IVF: Índice de Volumen Físico de la Producción	PGN: Préstamos Garantizados Nacionales
kg: Kilogramo	PIB: Producto Interno Bruto
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)	PJJHD: Programa de Jefes y Jefas de Hogar Desocupados
LyN: LEBAC y NOBAC	PM: Programa Monetario
M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	PNUD: Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo
M2 privado: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$ del sector privado	PP: Productos primarios
M3: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$	PPN-11: Proyecto de Ley de Presupuesto 2011
M3 privado: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$ del sector privado	Prom. móv.: Promedio móvil
M3*: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	QEII: <i>Quantitative Ealing II</i>
M3* privado: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$ del sector privado	REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado
MAE: Mercado Abierto Electrónico	REPRO: Programa de Recuperación Productiva
MAGyP: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca	ROFEX: Mercado a Término de Rosario
MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires	RTA: Remuneración del Trabajo Asalariado
MERCOSUR: Mercado Común del Sur	s.e.: Serie sin estacionalidad
MEyFP: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.	SEDLAC: <i>Socio-Economic Database for Latin America and the Caribbean</i>
mill.: Millones	SELIC: <i>Sistema Especial de Liquidação e Custodia</i> (Tasa de referencia de Brasil)
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	SIJyP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	SIPA: Sistema Integrado Previsional Argentino
MSCI: <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>	SMVyM: Salario Mínimo Vital y Móvil
MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social	SPNF: Sector Público Nacional no Financiero
MULC: Mercado Único y Libre de Cambios	SPP: Sector Público Provincial
NOAA: <i>National Oceanic and Atmospheric Administration</i> (Administración Nacional Oceánica y Atmosférica de Estados Unidos)	TCN: Tipo de cambio nominal
NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)	TN: Tesoro Nacional
	tn.: Tonelada
	TNA: Tasa Nominal Anual
	Trim.: Trimestral / Trimestre
	US\$: Dólares Americanos

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

UCA: Universidad Católica Argentina

UCI: Utilización de la capacidad instalada

UTDT: Universidad Torcuato Di Tella

UVP: Unidades Vinculadas al PIB

Var.: Variación

VNR: Valor Nominal Residual

VE: Valor Efectivo

VIX: *CBOE Volatility Index*

VNO: Valor Nominal Original

WTI: *West Texas Intermediate*

XN: Exportaciones Netas