



# Informe de Inflación

Primer Trimestre de 2012



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Informe de Inflación

Primer Trimestre de 2012



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Inflación  
Primer Trimestre 2012**

ISSN 1668-0561  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Enero 2012

**Banco Central de la República Argentina**  
Reconquista 266  
(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires  
República Argentina  
Tel. | (54 11) 4000-1207  
Sitio Web | [www.bcra.gov.ar](http://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](mailto: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 13 de enero y la próxima publicación, correspondiente al segundo trimestre de 2012, será el 2 de mayo a través de internet.*

*Buenos Aires, 30 de enero de 2012*

# Contenido

**Pág. 5 | I. Visión Institucional**

**Pág. 12 | II. Contexto Internacional**

*Pág. 33 / Apartado 1 / Los ajustes fiscales en la zona del euro*

**Pág. 36 | III. Actividad Económica**

**Pág. 46 | IV. Empleo y Salarios**

*Pág. 52 / Apartado 2 / Caracterización de la población en relación al mercado laboral*

**Pág. 55 | V. Sector Externo**

*Pág. 62 / Apartado 3 / Evolución de la balanza de servicios*

**Pág. 64 | VI. Finanzas Públicas**

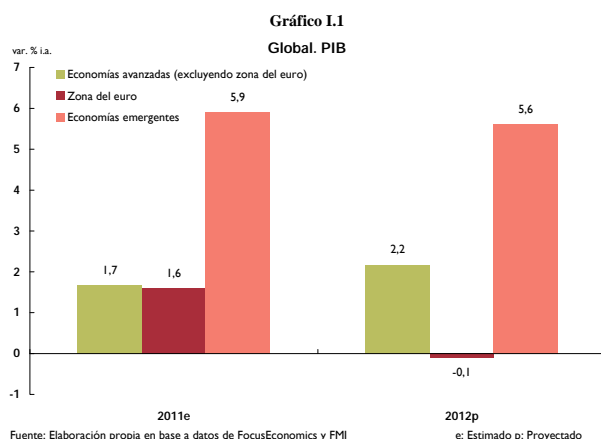
**Pág. 71 | VII. Política Monetaria y Mercado de Activos**

*Pág. 83 / Apartado 4 / Evolución reciente de los tipos de cambio en América Latina*

**Pág. 85 | VIII. Inflación**

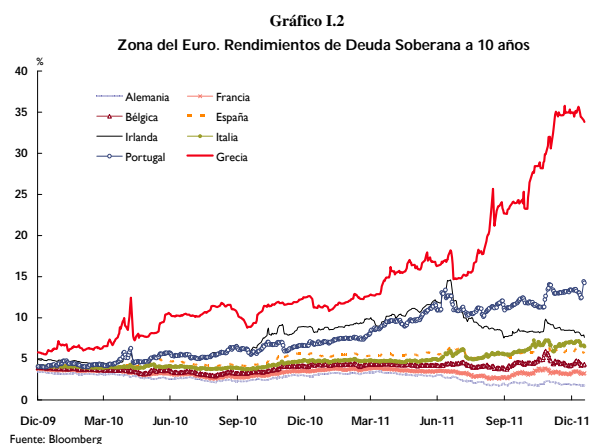
**Pág. 91 | Glosario de Abreviaturas y Siglas**

# I. Visión Institucional



Las tendencias observadas al cierre de 2011 y las perspectivas para el año que comienza pueden sintetizarse en un mundo que continuará avanzando a tres velocidades. Por un lado, las economías de la zona del euro muestran signos de debilidad, que anticipan un 2012 en recesión. Por otro lado, los indicadores de actividad en los Estados Unidos reflejan una dinámica relativamente positiva en el empleo, la construcción y la industria; mientras que Japón recuperaría el crecimiento económico luego de la catástrofe natural de 2011. Los emergentes, por su parte, a pesar de haber evidenciado una moderación en sus tasas de expansión, siguen liderando el aumento del PIB mundial con altas tasas de crecimiento. De esta manera, los países en desarrollo aumentarían nuevamente su participación en el Producto global luego de acumular un incremento de 3,4 puntos porcentuales (p.p.) en los últimos tres años.

Las políticas implementadas desde el inicio de la crisis internacional en las distintas regiones tienden a profundizar las tres velocidades. En Europa, los problemas de financiamiento soberano y el riesgo sobre el sistema financiero han sesgado las políticas hacia el ajuste fiscal, dentro de una lógica que prioriza la potencial recuperación de la confianza del mercado a costa de los efectos directos sobre la economía. En este contexto, el Producto y el empleo se han visto afectados como consecuencia de las menores transferencias al sector privado y de la ausencia de incentivos para la generación de puestos laborales. Esta opción en la toma de decisiones en la zona del euro, que aún no ha logrado una normalización de los mercados financieros y que tampoco corrige los desequilibrios macroeconómicos, traslada el horizonte de recuperación más allá de 2012, previéndose una caída de la actividad para este año.



Las políticas implementadas en los Estados Unidos han demostrado una orientación distinta a la que puede observarse en la zona del euro y, consecuentemente, los resultados han sido mejores, según lo evidencian algunos indicadores económicos. A pesar de ello, el gasto privado permanece debilitado, en un escenario donde prevalecen altos niveles de desempleo y de endeudamiento. Por su parte, en contraposición al carácter expansivo de la política monetaria, el Consumo público continuaría siendo un factor de retracción de la demanda agregada, en la medida en que no existe un consenso político sobre el rol de la política fiscal como dinamizadora de la actividad económica, desacuerdo que podría intensificarse durante el corriente año dado el calendario electoral. De hecho, la falta de consenso se materializaría, de no me-

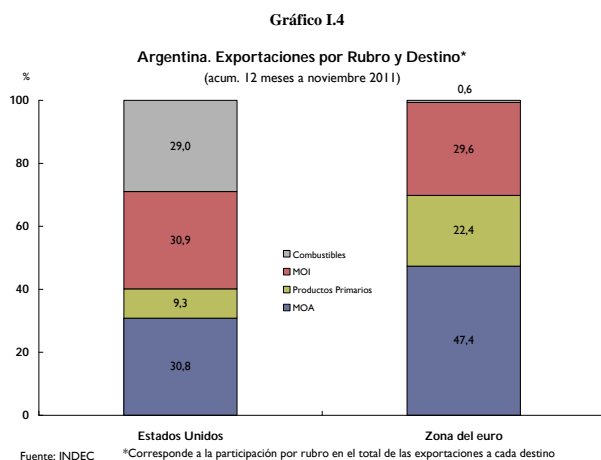
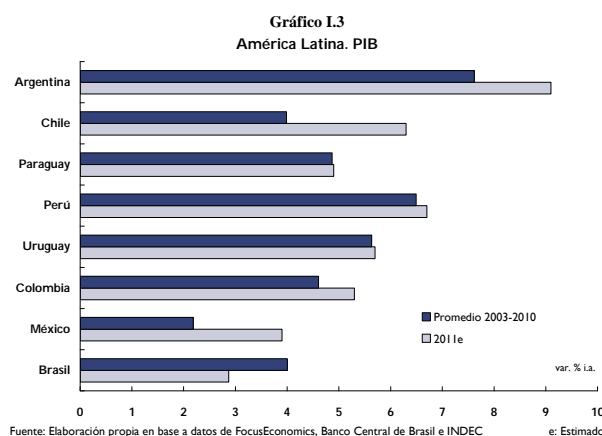
diar cambios, en un ajuste automático de los gastos a partir de 2013 que podría retrotraer los avances en materia de reactivación económica.

En respuesta al aumento de la incertidumbre y a la desaceleración del crecimiento y del comercio mundial, las economías emergentes orientaron sus políticas públicas a estimular el nivel de actividad. Tal es el caso de Brasil, donde la ralentización de las ramas transables llevó al gobierno a implementar distintos programas para promover la producción local a través de incentivos fiscales. En el mismo sentido, China revirtió el sesgo contractivo de su política monetaria mientras que el resto de las medidas públicas continúan promoviendo el desarrollo del mercado interno.

Así, en la medida en que los volúmenes de comercio permanezcan débiles y perduren las presiones de apreciación originadas en la implementación de políticas monetarias expansivas por parte de los países avanzados, es esperable que las economías en desarrollo mantengan políticas orientadas a sostener el crecimiento.

En este complejo escenario internacional, la Argentina experimentó en 2011 la mayor expansión en el nivel de actividad de la región, con un incremento real del Producto superior al 9%, principalmente explicado por la dinámica del consumo y la inversión. De la misma forma, se prevé que en 2012 los reducidos canales de contagio, combinados con políticas destinadas a fortalecer el nivel de actividad y el empleo, generen el ambiente propicio para sostener la demanda local aún cuando el mundo siga presentado un panorama volátil y heterogéneo. En este contexto, si no se materializan escenarios de colapso internacional como el experimentado a fines de 2008, se espera que la Argentina crezca en torno al 6% durante el 2012.

Por el lado de la demanda externa se proyecta un crecimiento más moderado que en 2011. De todas maneras, el PIB promedio de los principales socios comerciales de la Argentina, ponderado por la participación en las exportaciones de nuestro país, se expandiría a una tasa mayor que la que se prevé para el crecimiento del PIB mundial (2,9%), cercana al 3,5% en 2012 (4,0% en 2011). En el caso de la zona del euro, región para la que se estima una contracción del nivel de actividad en 2012, aproximadamente el 70% de las exportaciones argentinas se asocian a productos agropecuarios y sus manufacturas, cuya demanda presenta una menor sensibilidad al ciclo y donde el volumen depende fundamentalmente de la magnitud del saldo exportable de la Argentina. En tanto, en torno al 70% de las ventas externas a los Estados Unidos corresponden a productos primarios y sus derivados —incluyendo combustibles— por lo que no se es-

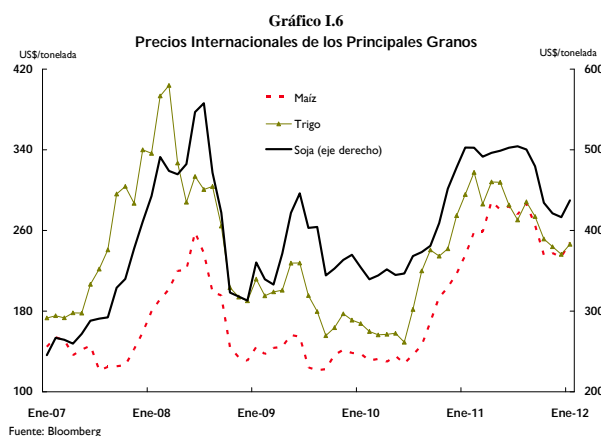
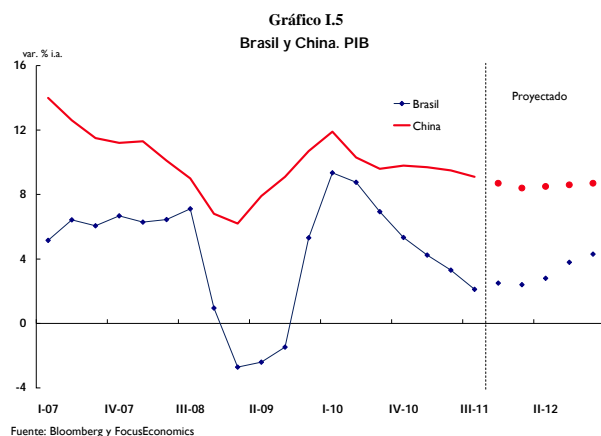


para que retrocedan en un año para el que, además, se prevé una expansión económica del 2,1%.

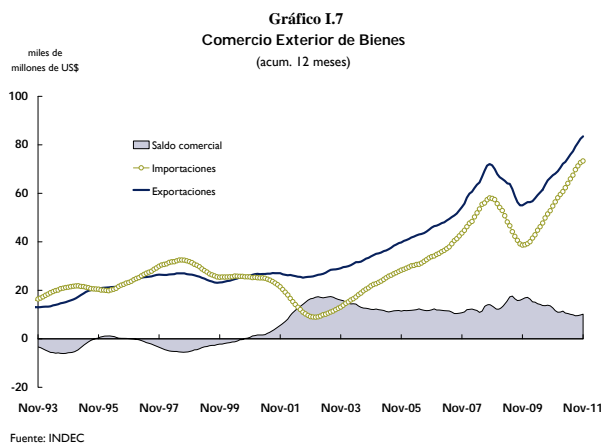
Por su parte, China y Brasil volverán a liderar la demanda externa de productos argentinos en 2012, dados los pronósticos positivos de crecimiento para ambos países. En el caso de la economía china, la política monetaria expansiva implementada por las autoridades a partir del cuarto trimestre de 2011 se suma a los objetivos de desarrollo económico planteados en su plan quinquenal presentado el año pasado. El mismo prevé, entre otras cuestiones, un incremento del empleo urbano y rural, mejoras del salario mínimo, la construcción de viviendas para sectores de bajos recursos y un aumento de la cobertura de las asistencias sociales. De esta manera, en China el consumo ganará participación en la composición de su crecimiento que, con una proyección de aumento del Producto más moderada pero por encima del 8%, incrementará la demanda y los precios de los productos agrícolas que exporta la Argentina.

En Brasil, la demanda interna se fortalecería apoyada por el incremento del empleo y la aplicación de diversas políticas públicas. A la reducción de la tasa de interés de referencia de la autoridad monetaria se suman las recientes medidas de estímulo fiscal. En tanto, se espera un impacto creciente del gasto en infraestructura para el Mundial de Fútbol de 2014 y los Juegos Olímpicos de 2016. De esta manera, se estima que la economía brasileña crecerá 3,3% en 2012. En el mismo sentido, la sustitución de importaciones extrazona, impulsada a partir de las políticas tendientes a reforzar el intercambio intra-regional —a tal efecto en el marco del Mercosur recientemente se acordaron subas en algunos aranceles externos comunes— redundaría en un incremento del comercio en la región.

En relación con los precios de los principales productos de exportación, se proyecta que, en promedio, las cotizaciones de los *commodities* serán menores que en 2011 pero se mantendrán en niveles históricamente elevados, en un escenario que excluye colapsos financieros y donde permanecerán las presiones hacia la apreciación de las monedas de los emergentes. El crecimiento de la demanda de las economías emergentes y de los Estados Unidos seguirá dando sostén a los precios de estos productos. En igual sentido influirá el aumento de la producción de biocombustibles. Estas tendencias se verificarían no obstante en un escenario donde la incertidumbre financiera internacional y las condiciones climáticas continuarán imprimiendo volatilidad sobre las cotizaciones de los *commodities*.



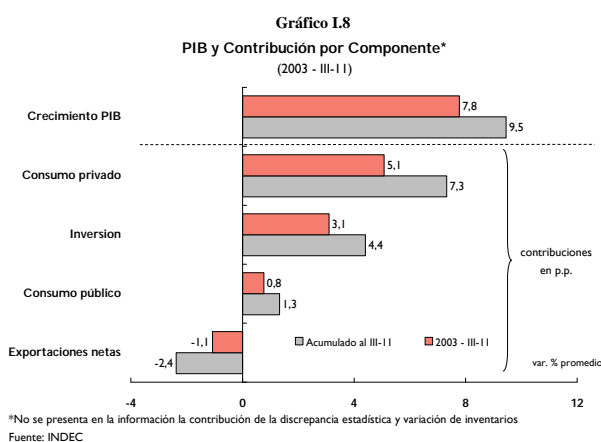




En este contexto, cabe esperar que el valor de las exportaciones argentinas durante 2012 vuelva a superar el nivel de las importaciones, determinando un balance comercial positivo suficiente para sostener la Cuenta corriente y mantener el nivel de las Reservas internacionales luego de afrontar los compromisos de deuda externa.

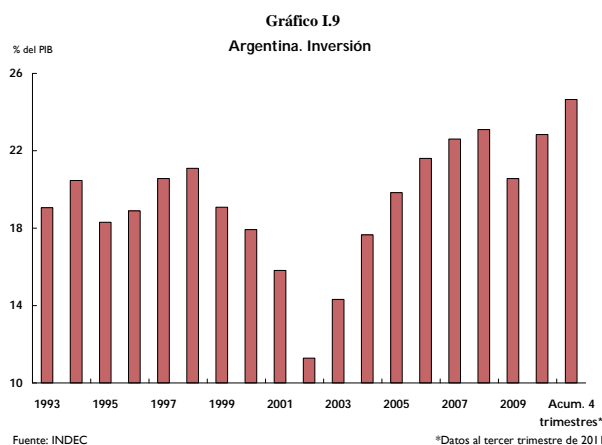
Por el lado de la demanda interna, si bien a un ritmo menor al de 2011, se mantendrían los principales factores que han contribuido a sostener este ciclo largo de crecimiento. Desde 2003 el Consumo privado ha venido creciendo por la recuperación de los salarios, las políticas sociales y de ingresos, la mejora en la cantidad y calidad del empleo y el crecimiento del financiamiento bancario. En los tres primeros trimestres de 2011 el Consumo privado se expandió 11% i.a. y el empleo creció 2,3% i.a., con una caída en la tasa de informalidad y de desocupación a 34% de los asalariados y 7,2% de la Población Económicamente Activa, respectivamente.

Durante 2012 la mayor formalidad en el mercado laboral y la creación de nuevos puestos de trabajo —considerando que todavía existe demanda de empleo insatisfecha— en conjunción con la continuidad de las políticas de ingresos, mantendrán en aumento el gasto de las familias y la inversión. En general, las mejoras sociales, apoyadas en el trabajo y las políticas públicas, sostienen el consumo de bienes básicos por efecto directo, impactando indirectamente en el resto de la economía. Conforman estas políticas, entre otras, la movilidad de los haberes previsionales —con una cobertura de más del 90% de la población en edad de jubilación— y la continuidad del pago de asignaciones familiares, incluida la Asignación Universal por Hijo.



Por otra parte, medidas como la eliminación parcial y gradual de los subsidios anunciada en noviembre de 2011 se concentrarán en los sectores de ingresos más altos y con mayor capacidad de ahorro. No se prevé que estos sectores evidencien un ajuste importante del consumo del resto de los bienes y servicios, ya que tienen la capacidad de mantener su nivel de gasto sin resignar una parte significativa de la tasa de ahorro.

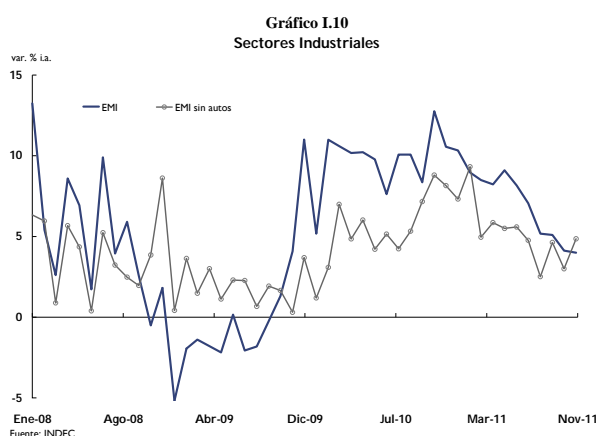
Finalmente, se espera que la menor formación de activos externos del sector privado respecto de 2011 —en el marco de las recientes regulaciones fiscales y cambiarias implementadas por la Administración Federal de Ingresos Públicos y el BCRA— redunde en una mayor demanda interna, tanto en forma directa, a través de más consumo y mayores inversiones inmobiliarias, como indirectamente, mediante el incremento en el ahorro en pesos que permita aumentar el crédito productivo. Es esperable que la mayor oferta de fondos prestables contribuya a financiar la inversión, en un escenario de pers-



pectivas de demanda favorables y en un contexto de utilización de la capacidad instalada elevada. Por ello se espera que la Tasa de inversión registre un nuevo máximo en 2012 luego de haber finalizado 2011 en un nivel superior a 24% del Producto.

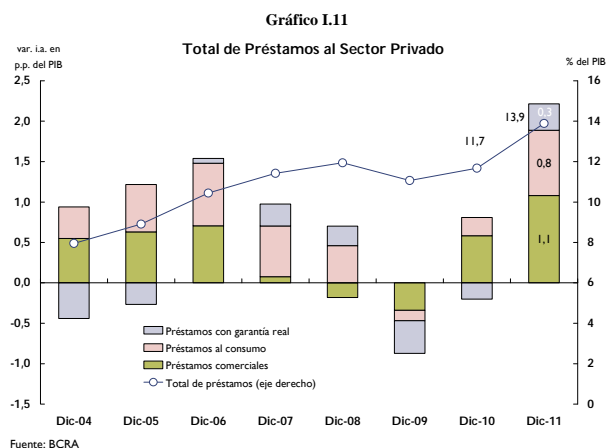
Por el lado de la oferta, al cierre de esta edición las proyecciones de la cosecha se mantenían condicionadas por la evolución climática durante febrero. No obstante, el total de las áreas sembradas de maíz y soja en su conjunto superaron a las de la campaña anterior por lo que la cosecha final, afectada por los menores rindes, sería similar a la de 2010/2011. Por su parte, se espera una mejora del sector ganadero, donde aumentaría la faena tras la recuperación de los stocks luego de la sequía de 2009 y la suba del precio internacional de la carne.

Dentro de las actividades industriales, los sectores exportadores (autos, metálicas básicas, químicos, industria farmacéutica) aumentarían su producción en función de una demanda externa más elevada de los países en desarrollo. Aquellos sectores orientados al mercado interno, como ser edición e impresión, papeles y minerales no metálicos —estos últimos vinculados principalmente a la construcción— acompañarían la demanda local. En cuanto a las ramas productivas que enfrentan una alta presencia de la competencia externa (metalmecánica, electrónicos), se mantendrán las políticas comerciales que se orientan a apoyar su desarrollo, por lo que se espera un desempeño favorable de las mismas. En el mismo sentido, operarán las políticas nacionales y regionales que apuntan a una mayor sustitución de las importaciones extrarregionales.



Por último, se proyecta que los servicios acompañen, o incluso superen, el ritmo de la producción de bienes. Al igual que en 2011, el transporte, el comercio, la intermediación financiera y las actividades empresariales serían los sectores de servicios más dinámicos. Por su parte, el turismo presentaría una mejora en 2012, ya que no se anticipan factores externos negativos como la ceniza volcánica que afectó en 2011 a la región patagónica del país.

En relación con el nivel de precios, en un escenario de débil crecimiento económico mundial no se espera un renovado impulso alcista de las cotizaciones internacionales de las materias primas. Así, de no mediar *shocks* que afecten la oferta de alimentos frescos, se prolongaría la tendencia decreciente en el ritmo de aumento interanual de los precios. Asimismo, la recuperación del salario iniciada en 2003 y las condiciones coyunturales de 2012 hacen prever una negociación salarial con menores subas que en 2011.



Consistente con el contexto macroeconómico descrito, el Programa Monetario (PM) 2012 establece en su escenario base un crecimiento interanual de 26,4% para el M2 y de 26,2% para el M2 Privado, ambos menores a los registrados a fin de 2011.

En este escenario, se proyecta que continúe el proceso de profundización del crédito registrado en 2011. Durante este período el financiamiento bancario creció 49,2% i.a., 13 p.p. por encima del que registró en 2010, constituyéndose en el mayor aumento de los últimos años. El incremento de los préstamos al sector privado estuvo liderado por las financiaciones comerciales, dinámica que viene observándose desde octubre de 2010. De esta manera, el crédito al sector privado (en pesos y moneda extranjera) aumentó durante 2011 su participación en términos del PIB en 2,2 p.p., al pasar de 11,7% a 13,9%.

En 2012 persistiría un excedente en el mercado de divisas, alimentado por un superávit comercial similar al de 2011 y una menor formación de activos externos que en años previos. En este escenario, el Banco Central prevé continuar interviniendo en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio. En tanto, las necesidades de esterilización alcanzarían aproximadamente el 30% de la expansión por compras de divisas. Por último, se estima que el efecto monetario generado por las operaciones con el sector público —de acuerdo a la Ley de Presupuesto Nacional 2012 y a lo estipulado por la Carta Orgánica del Banco Central— resulte menor al del sector externo y al asociado al aumento del crédito. Así, el PM 2012 proyecta que el aumento de los préstamos al sector privado será, nuevamente, el principal factor de la expansión monetaria durante el presente año.

**Cuadro I.1**  
**Metas del Programa Monetario 2012**

M2 Total - Escenario Base				
	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dic-12
Variación trimestral (en %)	6,2	6,3	4,6	7,0
Tasa de crecimiento respecto a Dic-11 (en %)	6,2	12,9	18,1	26,4

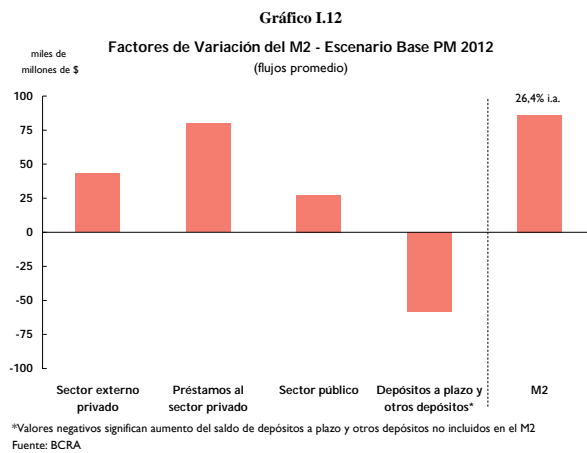
M2 Privado - Escenario Base	
	Dic-12
Tasa de crecimiento respecto a Dic-11 (en %)	26,2

Para verificar el cumplimiento del Programa Monetario se considerará un rango de  $\pm 4\%$  respecto a los saldos del Escenario Base.

Fuente: BCRA

De esta manera, el programa prevé una mayor monetización de la economía, continuando con la tendencia ya verificada en 2011. En efecto, mientras que el Banco Central cumplió con las metas del PM 2011 sobre el dinero transaccional (M2) en el entorno del escenario base, los depósitos a plazo del sector privado —que en el cuarto trimestre del año aceleraron su ritmo de crecimiento— finalizaron 2011 con un aumento de 31,8% i.a., el más elevado de los últimos años. Por lo tanto, el saldo de plazos fijos privados en pesos representó en 2011 el 5,2% del Producto. En tanto, el M3 —que incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos de los sectores público y privado no financieros en pesos— creció 1 p.p. en términos del PIB del año pasado, hasta ubicarse en 25,6%.

Así, para el año que comienza se anticipa una economía que seguirá expandiéndose a tasas elevadas, con un in-



cremento del crédito en relación con el Producto y un mayor nivel de acceso a los servicios financieros que, en conjunto, contribuirán a la expansión de la oferta de bienes y servicios locales, en un contexto de crecimiento de los agregados monetarios consistente con el escenario macroeconómico previsto.

## II. Contexto Internacional

### II.1 Síntesis

La economía mundial moderó el ritmo de crecimiento económico durante el último trimestre del año más de lo previsto. En este contexto, los países emergentes continuaron siendo los impulsores del crecimiento global, aunque a una tasa de expansión menor, afectados por un menor crecimiento del comercio y por la volatilidad financiera que motivó una reversión en los flujos de capitales.

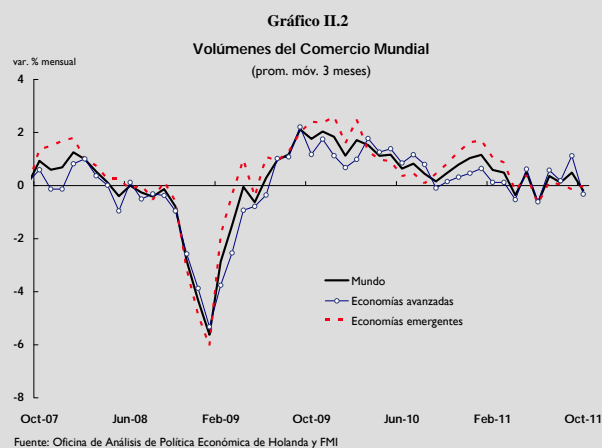
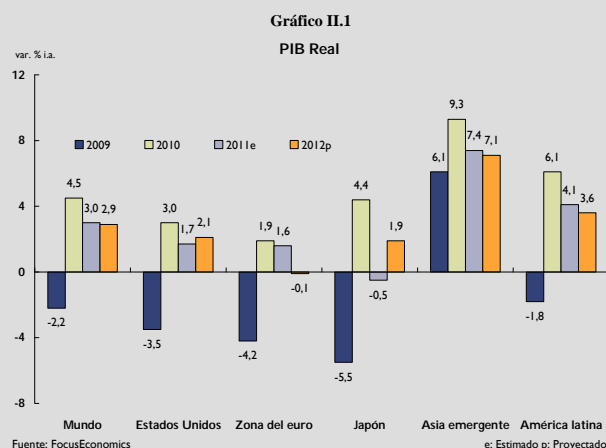
Con respecto al 2012, las proyecciones indicarían un contexto recesivo para los países de la zona del euro, mientras que en los Estados Unidos y Japón se espera que el nivel de actividad económica se expanda en torno al 2%. La profundización de las dificultades de financiamiento soberano y el riesgo sobre la estabilidad de los sistemas financieros en la zona del euro condujeron en 2011 al anuncio y la implementación de políticas no convencionales. Las mismas se han dirigido a contener el riesgo de desencadenamiento de una crisis financiera de mayor magnitud y profundidad que afecte el curso de la economía global. Entre dichas medidas se destacaron la extensión en monto y plazo de vigencia de las líneas internacionales de provisión de liquidez de corto plazo en dólares y, particularmente en la zona del euro, la oferta de préstamos a mediano plazo de la autoridad monetaria a las entidades financieras y el establecimiento de mayores requerimientos de capital para los bancos. Asimismo, para asistir financieramente a los países más vulnerables se incrementará la capacidad de apalancamiento del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera —previéndose el adelantamiento a junio de 2012 de la implementación del nuevo y permanente Mecanismo de Estabilidad Europea—, en tanto que se realizarán aportes de capital al Fondo Monetario Internacional. En el plano fiscal, varios países profundizaron las medidas de austeridad, lo que continuó afectando negativamente la actividad económica, al tiempo que la mayoría de los integrantes de la Unión Europea continuaron avanzando en la discusión para la unificación de criterios fiscales más estrictos.

Por su parte, las economías emergentes continuarían liderando el crecimiento mundial, aunque con cierta desaceleración en su ritmo de expansión. Dentro de este conjunto de países, Asia emergente y América latina seguirán mostrando un mejor desempeño relativo. De esta forma, se espera que en conjunto los principales socios comerciales de la Argentina continúen registrando un mayor dinamismo de la actividad económica en relación al promedio mundial.

Se estima poco probable una caída pronunciada de los precios de las materias primas respecto a los niveles actuales, en particular para el caso de los alimentos, dada la persistencia de factores estructurales de demanda que continuarán apuntalando los precios de estos productos. Sin embargo, resulta esperable cierta volatilidad asociada a eventos coyunturales, como los fenómenos climáticos poco favorables para el desarrollo de la siembra y la cosecha en algunos países productores relevantes —que podrían llevar incluso a una posible recuperación parcial de los precios de ciertos alimentos en la primera mitad de 2012, o los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y el norte de África —que impulsarían las cotizaciones del petróleo—.

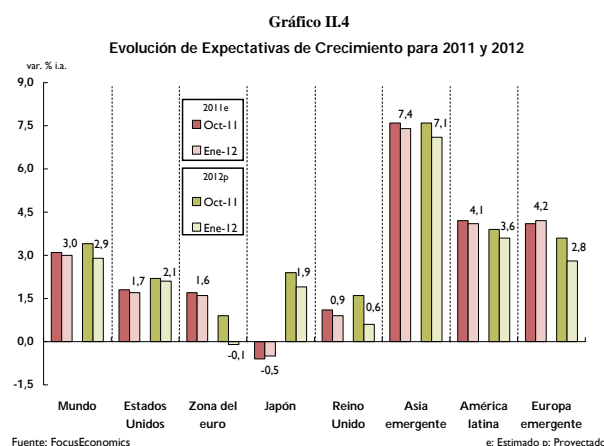
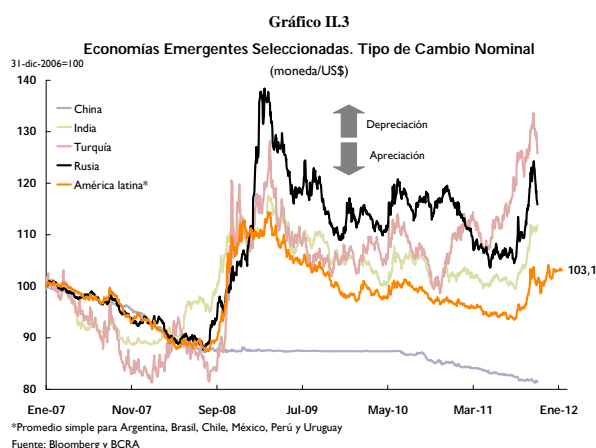
La menor disposición a asumir riesgos contribuyó a generar reversiones hacia ciertas economías avanzadas en los flujos de capitales especulativos, que propiciaron ajustes en los precios de los activos. Durante el 2011, la mayoría de las principales monedas del mundo, y en particular las de los países emergentes, se debilitaron en relación al dólar, dada la percepción sobre la seguridad financiera relativa y el elevado grado de liquidez que ofrece el mercado de capitales estadounidense.

En conclusión, se observa un deterioro de las perspectivas para 2012, con un crecimiento mundial similar al de 2011, en el que las principales economías crecerían a diferentes velocidades. En ese escenario, mientras que los Estados Unidos y Japón se expandirían, Europa atravesará un período recesivo, en tanto que los países emergentes continuarán mostrando un desempeño más dinámico que el de las naciones avanzadas. Así, el escenario internacional resultará, en el año que comienza, ligeramente más incierto que el previsto en el anterior **Informe de Inflación**, aunque no se proyecta una alteración de las condiciones económicas que pueda derivar en una situación similar a la verificada con la profundización de la crisis internacional en 2008.



## II.2 Economía Global

La economía mundial volvió a desacelerar su ritmo de expansión en los últimos meses de 2011, registrando una tasa de crecimiento menor a la prevista un trimestre atrás. En todo el año la actividad económica global se elevó en torno al 3%, impulsada principalmente por las economías emergentes. En línea con ese comportamiento se observó una desaceleración en el incremento de los volúmenes del comercio internacional e incluso se verificó una contracción en el margen (ver Gráfico II.2). En 2012 persistiría la tendencia de un mundo creciendo a diferentes velocidades: mientras que los Estados Unidos y Japón enfrentan perspectivas de bajo crecimiento, se prevé que Europa atraviese una recesión, al tiempo que los países en desarrollo continuarían impulsando el aumento de la actividad económica mundial, a partir de tasas de expansión superiores a las de las economías avanzadas.



En un escenario de mayor incertidumbre, la preferencia por liquidez originó reversiones en los flujos de capitales hacia algunos países avanzados, dando lugar a correcciones en los precios de los activos en todas las plazas. En este contexto, las principales monedas del mundo, y en particular las de los países emergentes, verificaron un debilitamiento relativo respecto del dólar estadounidense (ver Gráfico II.3). Sin embargo, en la medida en que se reduzca la incertidumbre a nivel global, podrían volver a verificarse presiones a la apreciación basadas en, por un lado, el diferencial de crecimiento entre las economías en desarrollo y las avanzadas (y con mejores perspectivas), rendimientos superiores de los activos domésticos y, en algunos países, elevados términos de intercambio. En el mismo sentido operan las políticas monetarias expansivas de las naciones avanzadas. Cabe señalar que, a diferencia de lo que ocurrió con otras divisas, en los meses recientes el yen japonés y el renminbi chino siguieron apreciándose frente al dólar estadounidense, acumulando revalorizaciones en los últimos 12 meses cercanas a 8% y 4%, respectivamente.

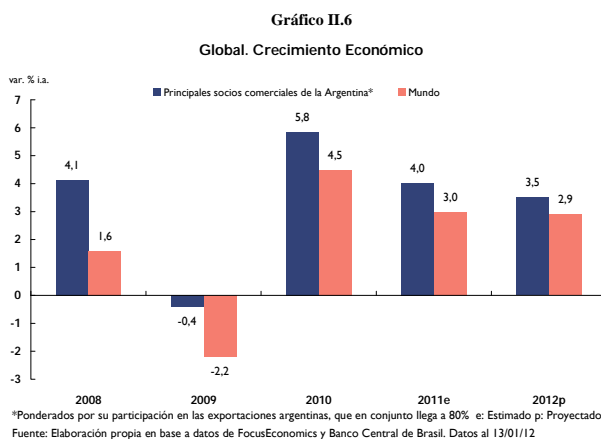
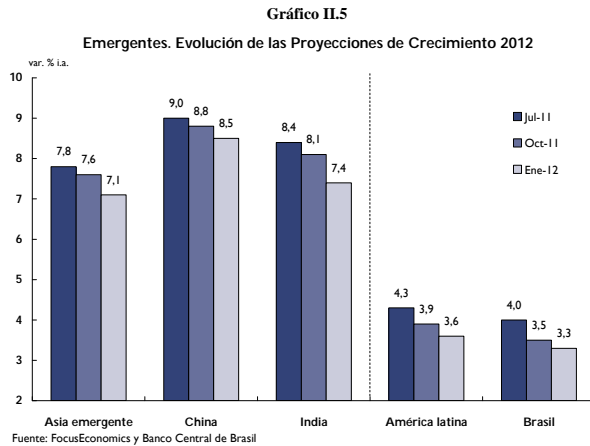
El desempeño reciente de la moneda japonesa se asocia al efecto de la mayor incertidumbre global, pero también, y en mayor medida, a la repatriación de capitales de residentes con el objetivo de la reconstrucción tras la catástrofe natural ocurrida a principios del año pasado, así como a la acumulación por parte de China de instrumentos denominados en yenes como parte de sus reservas internacionales. Ambos gobiernos alcanzaron recientemente un acuerdo para utilizar directamente sus monedas en las transacciones comerciales, al tiempo que Japón podrá adquirir títulos de deuda denominados en yuanes, lo que le permitirá aumentar la diversificación de sus reservas internacionales. En tanto, la política

cambiaría china responde a un marco de mediano y largo plazo que prevé una mayor orientación económica hacia el mercado interno.

Entre Europa y los Estados Unidos, las trayectorias iniciales en el año que comienza presentan significativas diferencias. Mientras que en Europa los indicadores muestran nuevos deterioros, en Norteamérica las novedades económicas exhiben mejoras en el margen.

La mayor fuente de incertidumbre del escenario internacional actual se asocia a la crisis de endeudamiento soberano en las economías avanzadas y al riesgo para la estabilidad del sistema financiero que ello implica, particularmente en la zona del euro. Mientras que Europa transitará una fase recesiva en 2012, los Estados Unidos y Japón mantendrán tasas de variación del Producto positivas pero bajas. De este modo, la expansión mundial continuará siendo impulsada básicamente por las regiones emergentes. En este contexto durante los últimos meses del 2011, las perspectivas de crecimiento para el año que comienza fueron revisadas a la baja para la generalidad de las economías del mundo y la proyección de crecimiento global se ubica en 2,9% (ver Gráfico II.4).

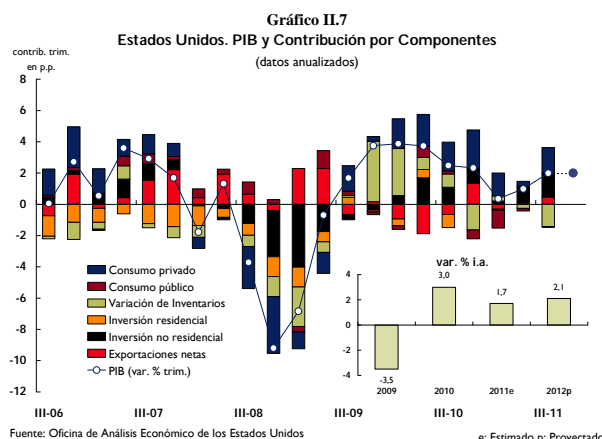
Del conjunto de naciones en desarrollo, Asia emergente y América latina siguieron mostrando un mejor desempeño relativo. No obstante, en los meses recientes se observó un ajuste a la baja en sus perspectivas de crecimiento, principalmente en India y Brasil y, en menor grado, en China (ver Gráfico II.5). De todas maneras, los principales socios comerciales de la Argentina continuarán registrando un mayor dinamismo de la actividad económica en relación al promedio mundial (ver Gráfico II.6).



En cuanto a las políticas monetarias, las autoridades de las naciones avanzadas continuaron implementando medidas destinadas a asegurar la liquidez en dólares en los mercados. En efecto, hacia fines de noviembre, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y los bancos centrales de la zona del euro, Inglaterra, Canadá, Japón y Suiza acordaron líneas de liquidez de corto plazo en dólares con un menor costo, estableciendo a la vez líneas de *swaps* bilaterales entre las distintas autoridades monetarias. En el caso de la zona del euro, se destacó la provisión de liquidez a las entidades financieras a 3 años de plazo. Adicionalmente, en la mayoría de los países emergentes se observó una modificación del sesgo de las políticas monetarias, con frenos en los ciclos contractivos y reversiones hacia políticas expansivas en algunos casos.

En el plano fiscal, la mayoría de las naciones desarrolladas continuaron con el anuncio y la implementación de diversas medidas de austeridad, con el objetivo de mejo-





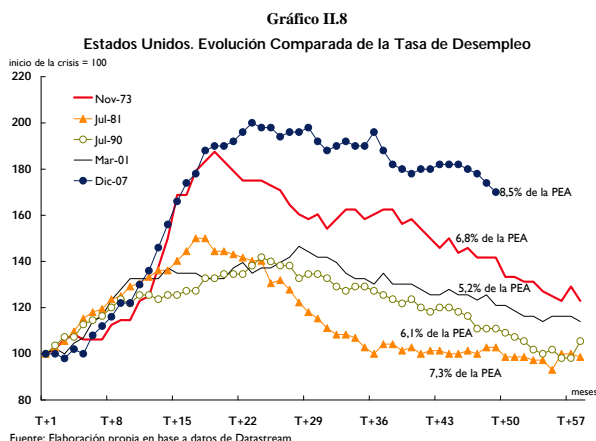
rar sus finanzas públicas. En la Unión Europea (UE), que ya enfrenta un contexto recesivo, se iniciaron discusiones orientadas a la unificación de criterios fiscales más estrictos con el objetivo de lograr una mayor integración regional. Cabe señalar que el Reino Unido y Hungría, por motivos diferentes, no aceptaron el acuerdo, en tanto que otros tres países subordinaron su participación a la aprobación de sus parlamentos, generando mayores tensiones políticas en la región.

En resumen, se observa un desempeño económico ligeramente menos favorable que el esperado un trimestre atrás, con cierta profundización de los riesgos sobre el crecimiento global. La incertidumbre y la vulnerabilidad del crecimiento internacional prevalecen, en un marco en el que se anticipa un prolongado período de lenta expansión mundial, especialmente en las economías avanzadas.

## II.3 Economías Avanzadas

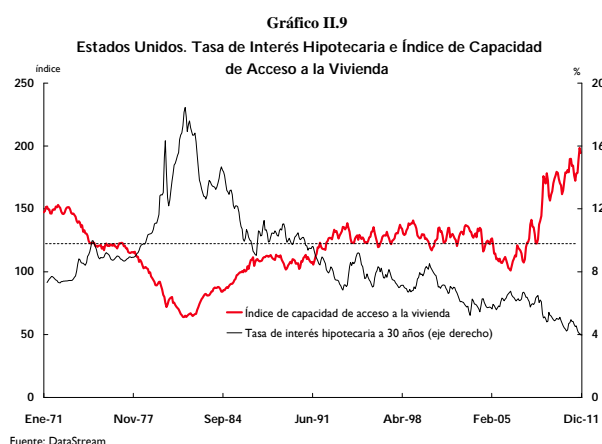
### Estados Unidos

Tras la recuperación del ritmo de crecimiento de la economía durante el tercer trimestre del año, los indicadores adelantados de actividad anticipan una expansión del PIB para los últimos tres meses de 2011 de una magnitud similar a la del período previo (ver Gráfico II.7). De cumplirse los pronósticos del mercado, durante 2011 los Estados Unidos habrían crecido 1,7%. En tanto, para 2012 se proyecta una expansión ligeramente superior de la economía, en torno a 2,1%.



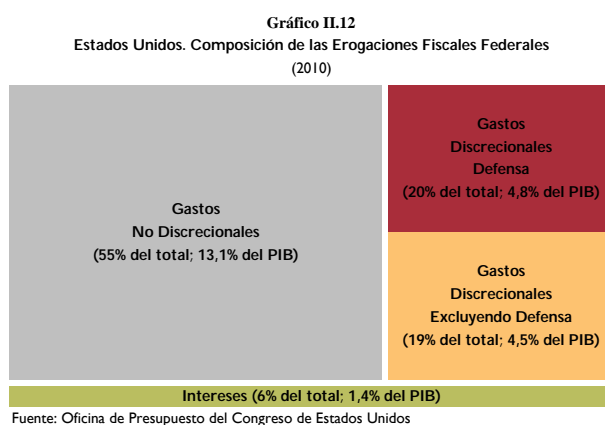
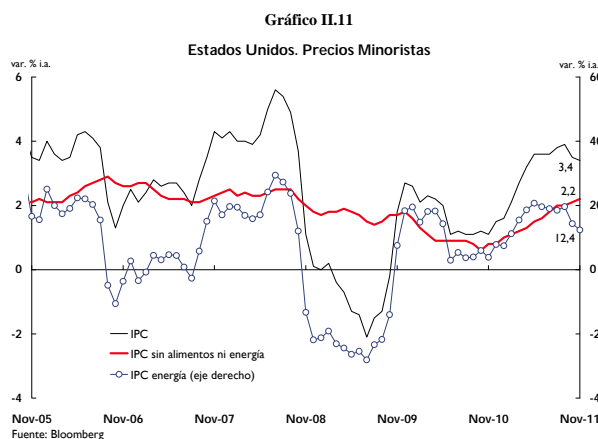
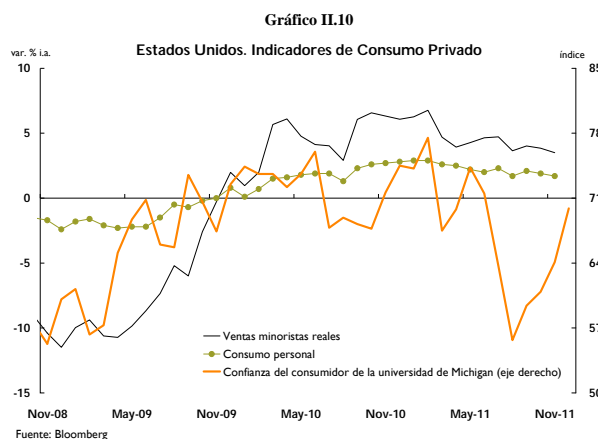
Si bien la tasa de desempleo se redujo hasta 8,5% de la Población Económicamente Activa (PEA), como resultado tanto de la creación de empleo como de la menor oferta laboral, la desocupación permanece aún significativamente por encima de los niveles alcanzados en similares fases de otros períodos de crisis recientes (ver Gráfico II.8). La retracción de la oferta de trabajo se asocia principalmente al desaliento frente a la dificultad de conseguir empleo, situación que deriva de una duración del desempleo elevada en términos históricos.

Por su parte, el mercado inmobiliario continuó exhibiendo signos de debilidad. A pesar de que la tasa de interés hipotecaria se encuentra en su mínimo valor desde 1970 y que el índice de capacidad de acceso a la vivienda<sup>1</sup> se ubica en torno a su máximo histórico, la demanda se mantiene retraída (ver Gráfico II.9). Por el lado de la oferta existe un exceso de capacidad habitacional, que se refleja en una importante cantidad de propiedades deshabitadas.



<sup>1</sup> Índice elaborado por la *National Association of Realtors*. Un valor de 100 en el índice indica que una familia con ingresos medios tiene exactamente la cantidad necesaria de dinero para calificar a una hipoteca por una casa valuada al precio promedio del mercado. Valores superiores/inferiores a 100 indican que puede comprar una casa de precio superior/inferior al precio promedio del mercado.





Esta situación, en conjunción con un elevado nivel de ejecuciones hipotecarias, mantiene el promedio de los precios de los inmuebles en niveles considerablemente inferiores a los observados en el período previo a la profundización de la crisis a fines de 2008.

El deterioro de la riqueza de las familias —dados los menores precios de las viviendas y la volatilidad de los activos financieros—, conjuntamente con el proceso de desendeudamiento, mantiene aún deprimido el Consumo privado. En el tercer trimestre del año la riqueza de las familias se deterioró 4% respecto del mes previo y se posicionó 14% por debajo del máximo alcanzado a mediados de 2007.

La conjunción de estos factores, junto con el escaso impulso del crédito bancario, limita la confianza de los consumidores y afecta el dinamismo del gasto de las familias, lo que a su vez desincentiva la realización de nuevas inversiones. En este marco, tanto el Consumo privado como las Ventas minoristas reales tuvieron incrementos acotados en 2011 (ver Gráfico II.10). En lo que respecta al Consumo público, se espera que el mismo continúe siendo un factor de contracción de la demanda agregada en el corto plazo, en la medida en que no existe un consenso político sobre el rol que las autoridades debieran otorgarle a la política fiscal como dinamizadora de la actividad económica.

Ante el incremento de la incertidumbre global se registró una mayor preferencia por activos más líquidos que dio lugar a la apreciación nominal del dólar respecto de las principales monedas del mundo, tanto de las economías avanzadas como emergentes (ver sección II.6).

La inflación comenzó a moderarse en el margen, respondiendo principalmente a la evolución de los precios de la energía y de algunos otros *commodities*. También se observó una dinámica similar en el conjunto de los precios de los bienes y servicios que exhiben menor volatilidad, es decir, cuando se excluyen los alimentos y la energía (ver Gráfico II.11). De esta manera, para 2012 se proyecta un menor ritmo de crecimiento de los precios minoristas.

En este contexto, en su última reunión de política monetaria la Fed decidió mantener su tasa de interés de referencia sin cambios y reiteró que es altamente probable que permanezca en niveles excepcionalmente bajos por un tiempo prolongado, sin modificar el resto de los programas que actualmente están en vigencia<sup>2</sup>. Además, la autoridad mo-

<sup>2</sup> Básicamente continuará con su política de canje de bonos del Tesoro de corto plazo por otros con un vencimiento más lejano para reducir la tasa de interés de largo plazo e incentivar las inversiones ("Operación Twist"). Asimismo, la Fed seguirá reinvertiendo en bonos del Tesoro y en deuda respaldada por hipotecas los ingresos que percibe por los pagos de capital e intereses de su cartera.

netaria destacó que está preparada para utilizar todas las herramientas a su alcance para promover la recuperación económica en un contexto de estabilidad de precios.

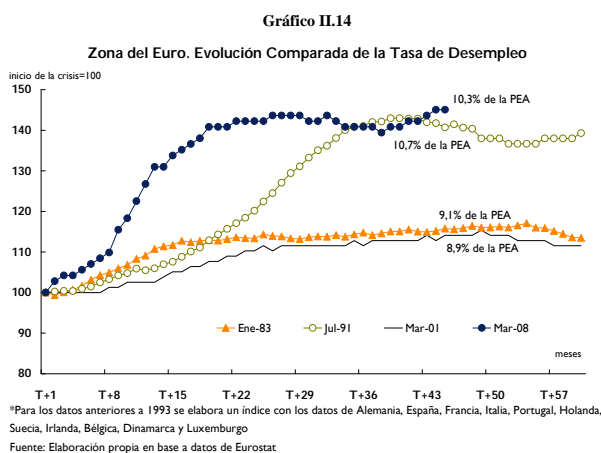
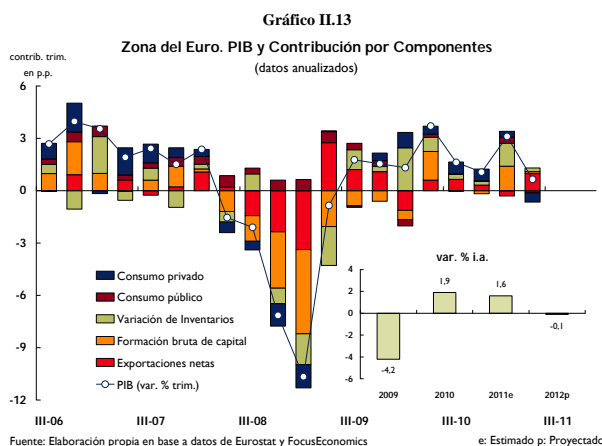
En el plano fiscal, la comisión bipartidista y bicameral no logró alcanzar una propuesta de reducción del déficit. En consecuencia, y según estaba previsto, se elevará automáticamente el límite de endeudamiento público por US\$1,2 billones (7,9% del PIB de 2011) y en contrapartida se realizará un ajuste automático de gastos por igual cuantía a partir de 2013 en un plazo de 10 años, contemplando una reducción de las erogaciones en defensa y el resto de los gastos discrecionales domésticos, básicamente sociales, como educación y salud<sup>3</sup> (ver Gráfico II.12).

De este modo, las diferencias partidarias en torno al rol de las finanzas públicas impactarían negativamente sobre las perspectivas de expansión económica en el mediano plazo, más si se considera que dado que 2012 es un año electoral habría mayor dificultad de alcanzar consensos. Sin embargo, para continuar impulsando la economía en el corto plazo, se acordó extender las reducciones de las contribuciones a la seguridad social, así como los beneficios que apoyan a cerca de 3,5 millones de personas que permanecieron desempleadas por más de 26 semanas. Más allá de la mejora marginal de algunos indicadores económicos, la situación descrita hace prever un prolongado período de bajo crecimiento que dificultaría la reducción del desempleo y la continuidad del proceso de desendeudamiento de las familias.

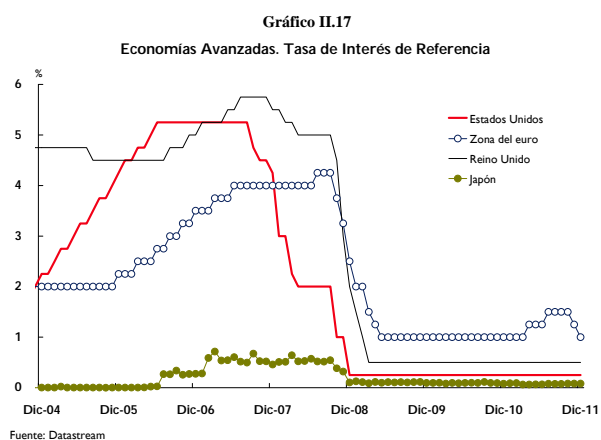
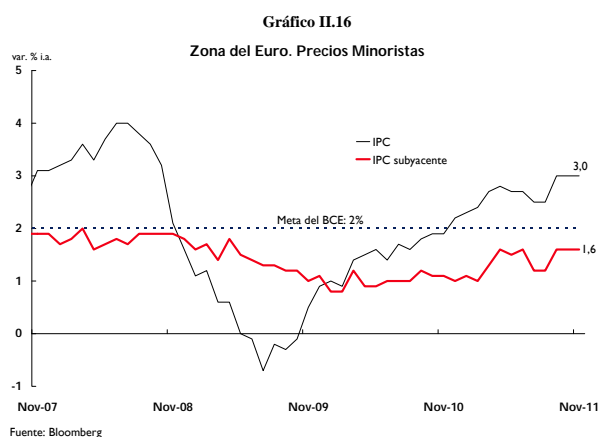
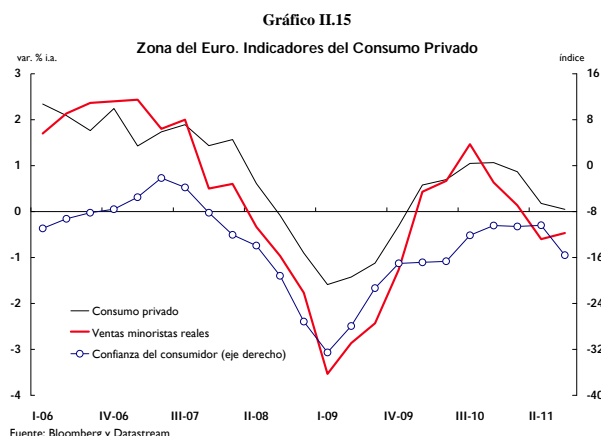
Por último, la evolución de la economía norteamericana dependerá en gran medida de los potenciales efectos que podría implicar un mayor deterioro de las perspectivas en el continente europeo por la vía comercial, pero en forma más relevante por la financiera.

## Europa

En los últimos meses de 2011, la zona del euro siguió registrando un reducido nivel de crecimiento (ver Gráfico II.13). Los países más vulnerables de la región tuvieron un importante deterioro de la actividad económica, con elevados niveles de desempleo y marcados déficits externos y fiscales. La crisis de deuda soberana y los riesgos sobre la estabilidad del sistema financiero se intensificaron, incluso poniendo en riesgo la unión monetaria misma, en la medida que la desconfianza de los mercados no logra superarse, al tiempo que se deterioran las condiciones macroeconómicas.



<sup>3</sup> Cabe destacar que, según la Oficina de Presupuesto del Congreso de los Estados Unidos (CBO, por su sigla en inglés), los gastos discrecionales no contemplan las erogaciones vinculadas a la seguridad social, *Medicare* y *Medicaid* (los servicios de salud para ancianos, pobres y discapacitados).



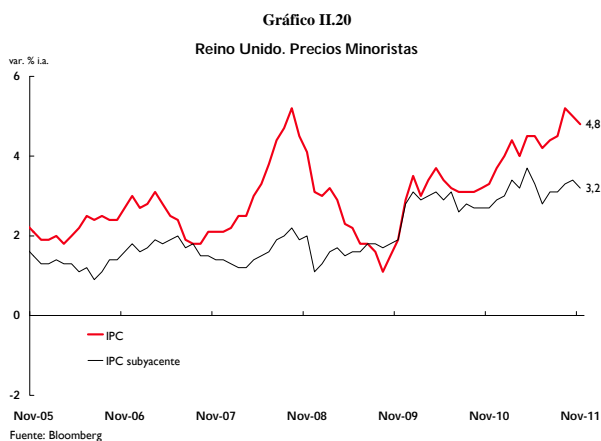
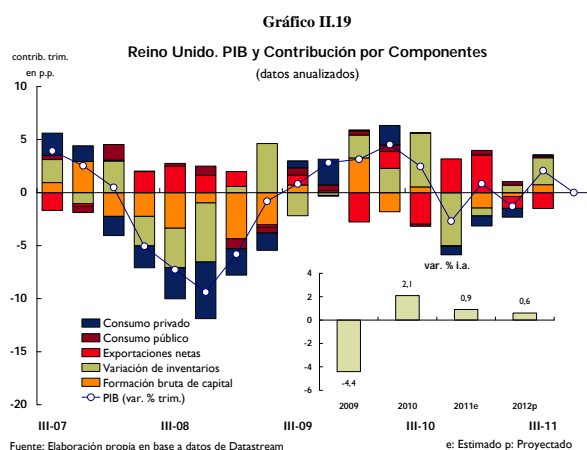
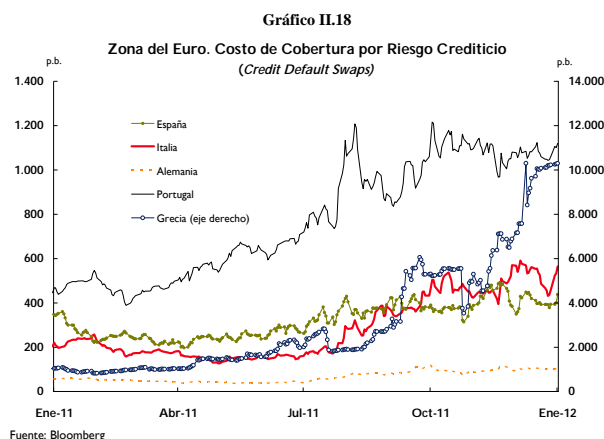
El bajo dinamismo de la actividad económica dio lugar a un nuevo incremento de la tasa de desocupación que durante el último trimestre llegó a 10,3% de la PEA, su máximo valor desde junio de 1998, ubicándose en niveles cercanos a los máximos evidenciados en crisis recientes (ver Gráfico II.14). En un análisis desagregado por países se observa una amplia dispersión, con economías como Alemania con una tasa de 5,5% —en niveles históricamente bajos y en continua reducción— y otras como Grecia, Irlanda y España donde el desempleo sigue aumentando, con tasas superiores al 14%.

La elevada tasa de desocupación y la escasez de crédito, influida por el proceso de desapalancamiento de los bancos para alcanzar el nivel de capital mínimo requerido<sup>4</sup>, siguieron impactando negativamente sobre el Consumo privado. En efecto, en los últimos meses las Ventas minoristas reales y la Confianza de los consumidores presentaron nuevos deterioros (ver Gráfico II.15). En el mismo sentido, el Consumo público continuó siendo un factor de contracción de la demanda agregada producto de las medidas de ajuste implementadas.

La inflación en la región se estabilizó en el margen, en el mayor nivel desde octubre de 2008, y permanece por encima de la meta del Banco Central Europeo (BCE; 2%; ver Gráfico II.16). En un contexto de menor dinamismo de la actividad económica, el BCE redujo, por segunda vez, en diciembre del año pasado la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos (p.b.) a 1,0%, revirtiendo las subas de abril y julio de 2011 (ver Gráfico II.17). Este cambio en el sesgo en las decisiones de política monetaria coincidió con la asunción del nuevo presidente del organismo, quien recientemente dio a entender que la prioridad del BCE en este momento se vincula en mayor medida con la expectativa de un crecimiento económico consistente con la estabilidad de precios en el mediano plazo. También sugirió que la política monetaria seguirá teniendo un sesgo expansivo, previéndose que el BCE profundice las medidas a su alcance, en caso de considerarlo necesario.

Asimismo, la autoridad monetaria siguió comprando bonos, principalmente de España e Italia, aunque aún no se lograron consensos en relación a una eventual ampliación de estas adquisiciones. Además, acordó proveer de liquidez ilimitada a los bancos por lapsos de hasta 3 años a una tasa fija equivalente a la tasa promedio de la de referencia de política monetaria durante la vida de dicha operación. La primera licitación se realizó a fines de diciembre y se inyectaron alrededor de €500.000 millo-

<sup>4</sup> De acuerdo con lo establecido en el acuerdo de los líderes de la Unión Europea en octubre de 2011, los sistemas financieros tendrán una exigencia de capital de 9% de los activos ponderados por riesgo, integrada con capital de máxima calidad. Esta exigencia entrará en vigencia a más tardar el 30/06/2012.



nes al sistema financiero, superando ampliamente las expectativas del mercado. En igual sentido, se decidió reducir el coeficiente de encaje de 2% a 1% y relajar el régimen de garantías elegibles como colaterales en las operaciones de liquidez. Sin embargo, el accionar de las entidades financieras, que incrementaron sus depósitos preventivos en el BCE, restó efectividad a la operación. Cabe destacar que ya se había verificado una situación similar durante la crisis de 2008 en los Estados Unidos. Dado que ante diversas medidas para apuntalar las condiciones del mercado interbancario se registró un incremento de las reservas en exceso de los bancos hasta niveles récord, la Reserva Federal debió complementar su accionar con intervenciones directas en ciertos segmentos de los mercados de crédito<sup>5</sup>.

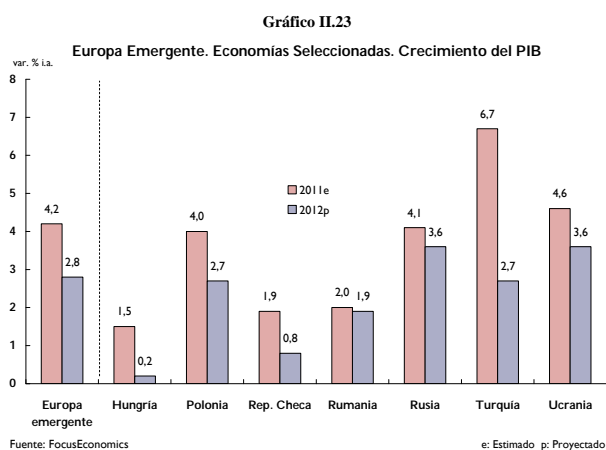
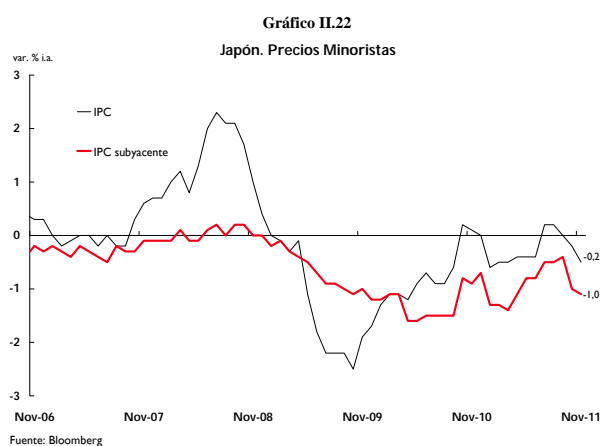
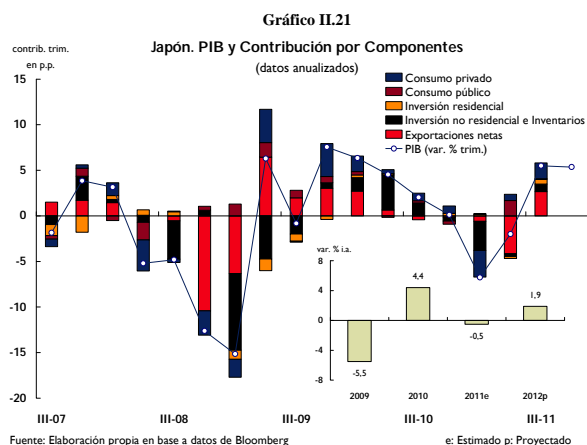
Finalmente, en el plano fiscal se continuaron implementando medidas de ajuste que deprimen la demanda agregada (ver Apartado 1). En el mismo sentido, las discusiones orientadas a la unificación de los criterios fiscales suponen pautas más estrictas de administración de las cuentas públicas, de difícil cumplimiento para las economías más vulnerables de la región.

Estas medidas no tuvieron el efecto esperado de restaurar la confianza de los mercados, llevando a posteriores caídas de las bolsas a nivel global y a una mayor depreciación del euro respecto del dólar. Asimismo, los costos de cobertura por riesgo crediticio (CDS, por su sigla en inglés) de los países más comprometidos de la región volvieron a incrementarse recientemente (ver Gráfico II.18).

Con respecto a la unificación de los criterios fiscales, cabe destacar que el Reino Unido, la tercera economía de mayor envergadura de la UE, y Hungría rechazaron sumarse a los otros 25 integrantes. La decisión del Reino Unido respondió, entre otros factores, al rechazo a la mayor regulación financiera consensuada por los restantes líderes europeos, cuya implementación podría afectar significativamente a uno de los principales sectores de la actividad económica inglesa. En tanto, diversas naciones subordinaron su participación a las respectivas aprobaciones parlamentarias. La decisión de estos países, y en particular del Reino Unido (que desde la creación de la zona del euro se ha mantenido al margen) significó un importante incremento de las tensiones en las instituciones políticas regionales, ya que implicará la implementación de acuerdos intergubernamentales, por fuera del marco formal de la UE.

Esto se da en un contexto en el que el PIB del Reino Unido creció en el tercer trimestre del año 2% trimestral

<sup>5</sup> A modo de ejemplo, intervino en el mercado de deuda comercial de corto plazo (*commercial paper*) o el de crédito al consumo y a Pequeñas y Medianas Empresas, vinculado a la operatoria con valores respaldados por activos.



anualizado sin estacionalidad (s.e.), recuperándose frente a los registros de los meses previos (ver Gráfico II.19). Dada la desaceleración de la zona del euro, y los fuertes lazos comerciales y financieros con la región, se espera que la economía inglesa muestre también una desmejora en el corto plazo. En efecto, los indicadores adelantados de actividad sugieren que en el último trimestre de 2011 la economía se habría estancado. Así, el año habría finalizado con un incremento del Producto de 0,9%, al tiempo que para 2012 el pronóstico es de 0,6%, en un escenario en el que continuarán implementándose medidas muy estrictas de austeridad fiscal.

El alza de los precios al consumidor, tras mostrar cierta aceleración a lo largo del año, se moderó en los últimos meses de 2011 (ver Gráfico II.20). Frente a esta coyuntura, y para acotar el riesgo de que se vea afectado el nivel de actividad económica, el Banco de Inglaterra mantuvo la tasa de interés de referencia sin modificaciones, y continuó con su programa de compra de activos (expansión cuantitativa del balance).

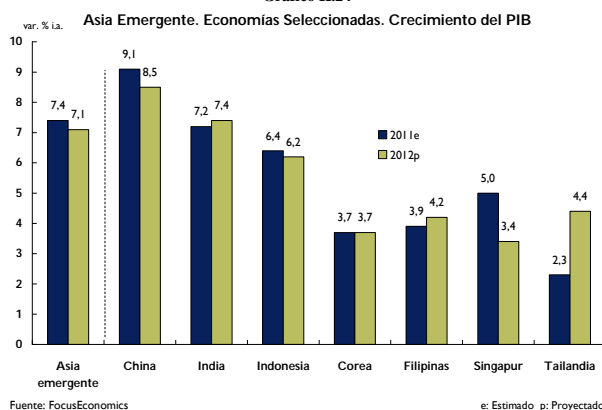
## Japón

La economía japonesa se expandió en el tercer trimestre del año al 5% en términos anualizados s.e., marcando así la primera suba después de tres trimestres de caídas, tras la catástrofe natural de marzo de 2011. Todos los componentes del PIB contribuyeron al crecimiento, destacándose los aportes de las Exportaciones netas y del Consumo privado (ver Gráfico II.21). Se prevé que la actividad económica continúe recuperándose, aunque a un ritmo moderado. En este contexto, 2011 habría finalizado con una ligera contracción de la economía (-0,5%), como consecuencia del arrastre que dejó el primer semestre del año.

Para 2012 se proyecta un incremento del PIB de 1,9%, explicado por un desempeño externo que muestra signos de debilitamiento, un Consumo privado estancado y probablemente un menor impulso del Consumo público dado el deterioro que exhiben las cuentas fiscales. Así, el crecimiento previsto para el año que comienza es producto, en gran medida, del efecto de la baja base de comparación estadística.

En los meses recientes el índice de precios al consumidor de Japón volvió a verificar caídas interanuales (deflación), rompiendo con un período de tres meses consecutivos de alzas (ver Gráfico II.22). En lo que respecta a la inflación subyacente, que excluye los efectos de los precios de mayor volatilidad, como los alimentos y la energía, la misma permanece en terreno negativo desde noviembre de 2008, mostrando recientemente un retro-

Gráfico II.24



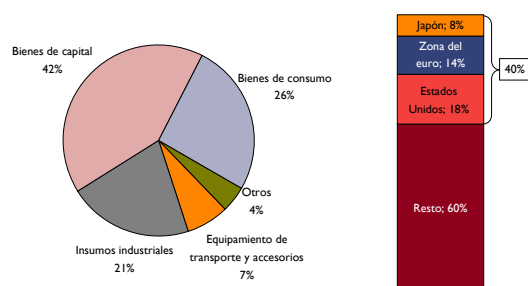
ceso hasta -1% interanual (i.a.). El gobierno espera que la tasa de inflación interanual se mantenga cercana al 0% en los próximos meses.

El Banco de Japón decidió —en una votación unánime— mantener el objetivo de la tasa de interés de referencia de política monetaria en el rango 0-0,1%. Asimismo, incrementó a fines de octubre el programa de expansión cuantitativa (compra de activos) en un 10%. En relación a la evolución del tipo de cambio, el yen fue una de las monedas que se apreció (tanto en términos nominales como reales) frente al resto de las monedas del mundo, lo que constituye un obstáculo adicional para lograr un mayor impulso externo, en un escenario en el que sus principales socios comerciales exhibirán un desempeño más débil.

Finalmente, en relación a las finanzas públicas, debido principalmente a las obras de reconstrucción realizadas tras la catástrofe natural, el déficit fiscal en 2011 habría superado el 9% del PIB, mientras que para 2012 se espera una cifra similar.

Gráfico II.25

China. Exportaciones por Producto y Destino (2010)



## II.4 Economías Emergentes

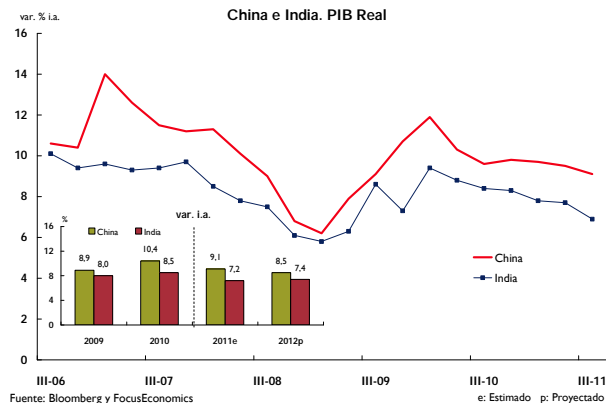
Aunque en menor medida que en el caso de las naciones avanzadas, los países en desarrollo también registran una moderación de su ritmo de expansión mayor a la prevista unos meses atrás. Se estima que este conjunto de países creció en torno a 5,9%<sup>6</sup> en 2011, mientras que para 2012 se espera un incremento real del PIB de 5,6%.

En este marco, en los últimos meses, las presiones inflacionarias comenzaron a ceder, dando un mayor margen de acción a las autoridades para contrarrestar, al menos parcialmente, los impactos negativos sobre la actividad económica originados en el magro desempeño del mundo desarrollado. En este sentido, las medidas implementadas más recientemente dan cuenta de un mayor sesgo de las autoridades a priorizar el impulso al nivel de actividad económica por sobre la contención de la inflación.

Considerando las perspectivas de desaceleración inflacionaria y la moderación del ritmo de crecimiento económico, con contadas excepciones, las políticas monetarias de los países en desarrollo fueron revisadas. De acuerdo con lo esperado, los bancos centrales de los países emergentes interrumpieron su tendencia contractiva en la política monetaria, y en algunos casos, incluso se observó una relajación. Por otra parte, también se observaron mejoras de las posiciones fiscales, lo que permitió ampliar el espacio para la aplicación de medidas contra-

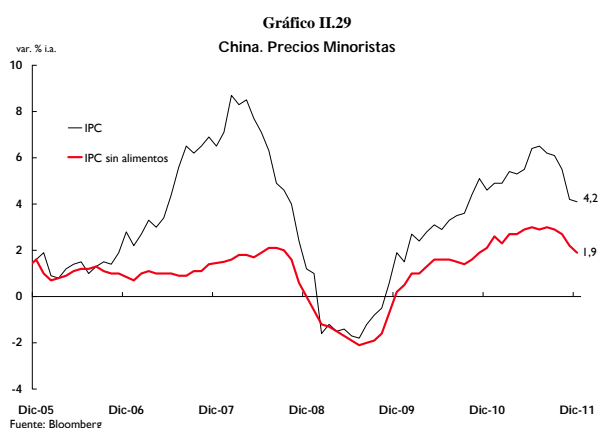
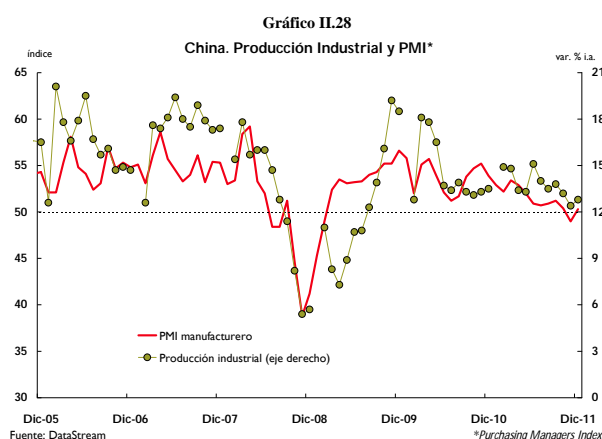
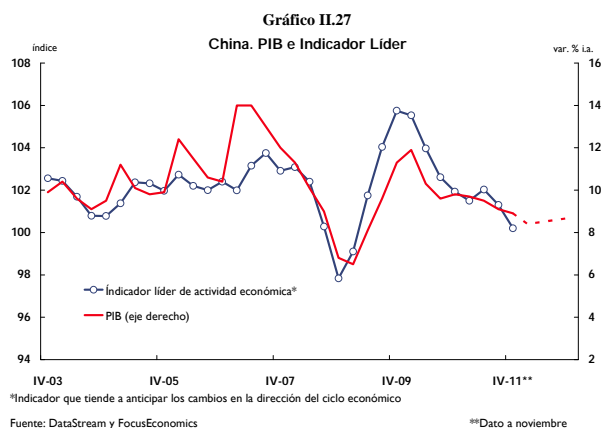
Gráfico II.26

China e India. PIB Real



<sup>6</sup> Dato elaborado en base a las proyecciones de FocusEconomics, considerando la participación de los bloques en el Producto mundial según la Paridad de Poder Adquisitivo.





cíclicas. De este modo, la capacidad de respuesta de la política económica frente al escenario de menor crecimiento y menores tensiones en los precios plantea las condiciones para proyectar que las economías emergentes continúen impulsando el crecimiento global, en un mundo que se expande a velocidades diferentes.

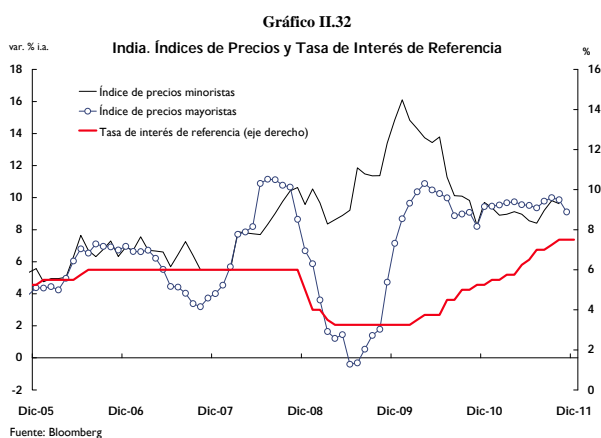
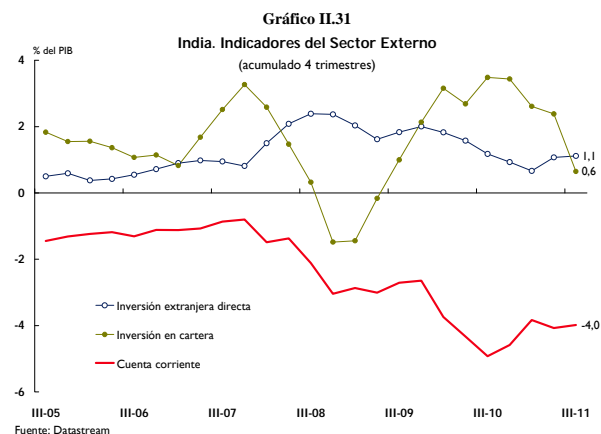
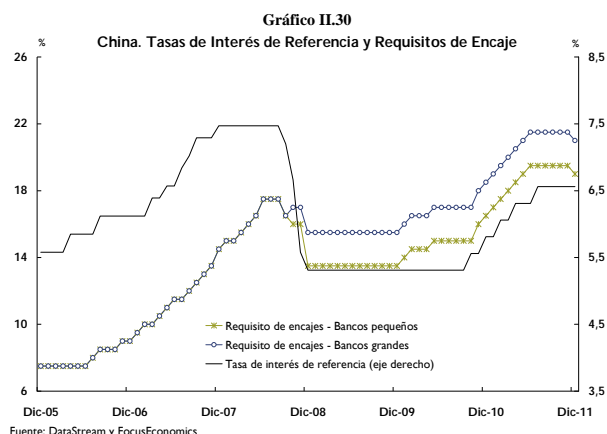
### Europa Emergente

El grupo de los países emergentes de Europa habría finalizado 2011 con un crecimiento de 4,2% (ver Gráfico II.23). Sin embargo, la crisis de la zona del euro está impactando de modo particularmente negativo sobre esta región, tanto a través del canal comercial como del financiero, previéndose una desaceleración del crecimiento a casi la mitad para 2012. Aquellos países relativamente más pequeños y fuertemente orientados al comercio externo, como Hungría y la República Checa podrían verificar un estancamiento de la actividad económica o, incluso, una recesión. Los planes de consolidación fiscal limitarán la capacidad de los gobiernos para implementar medidas de política contracíclica en esta región.

Los problemas de liquidez en la zona del euro probablemente derivarán en una reducción en la exposición de los bancos europeos a estas economías emergentes, lo que tendrá importantes efectos adversos considerando el descalce de monedas que presenta la región. Estas características, junto con la depreciación de las monedas y su efecto inflacionario asociado, se configuran como los principales factores de riesgo sobre la estabilidad financiera del bloque y sus perspectivas de crecimiento.

### Asia Emergente

Las proyecciones de actividad económica para Asia emergente fueron corregidas levemente a la baja, con un crecimiento del PIB esperado para 2012 de 7,1%, levemente por debajo de lo exhibido en 2011 (ver Gráfico II.24). China e India, las dos mayores economías de la región, continuarán liderando el crecimiento. La principal amenaza sobre el desempeño de los países asiáticos se concentra en la menor demanda externa que podría darse a partir de un crecimiento inferior al esperado en las economías avanzadas. En particular, China mantiene elevados niveles de exportaciones destinadas a Estados Unidos, la zona del euro y Japón, fundamentalmente de bienes industriales y con alto valor agregado (ver Gráfico II.25). No obstante, la mayoría de los países serían capaces de generar suficiente estímulo monetario y fiscal para garantizar que Asia siga siendo la región de más rápido crecimiento en la economía global, aunque con un margen de maniobra para compensar un *shock* externo menor al de fines de 2008.



China mostró una ligera moderación en el crecimiento en el tercer trimestre, tendencia que se mantendría de acuerdo a los indicadores adelantados de actividad y a las perspectivas de productores y analistas del mercado durante 2012 (ver Gráficos II.26 y II.27). Si bien la industria china continúa creciendo a tasas de dos dígitos, las expectativas de los productores sugieren que la expansión de la actividad manufacturera seguirá moderándose (ver Gráfico II.28). No obstante, la economía seguirá creciendo a tasas elevadas en relación con otros emergentes y al mundo.

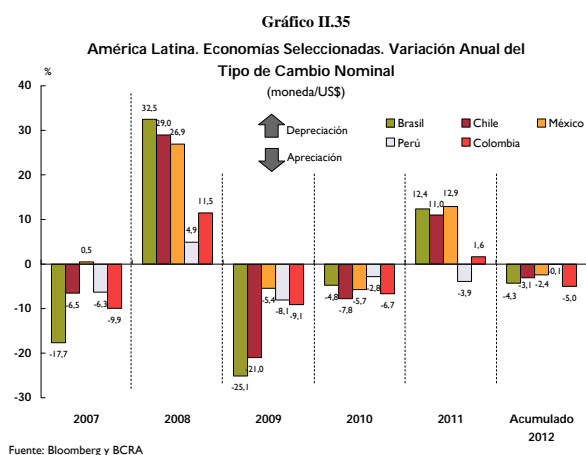
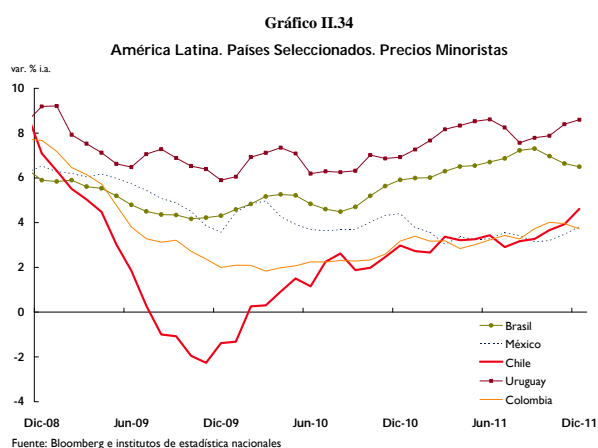
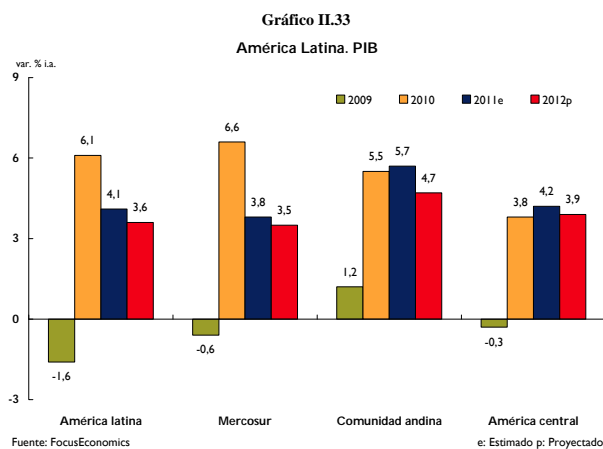
Por otra parte, el mercado inmobiliario chino continuaría presentando tensiones significativas dado que, tras varios años de impulso al sector a través del crédito bancario, se podría estar en presencia de una burbuja en los precios de estos activos<sup>7</sup>. Una disminución en los precios impactaría negativamente sobre el sector de la construcción, el empleo y las finanzas públicas provinciales. Un deterioro de las ramas asociadas al desarrollo inmobiliario llevaría a una ralentización de la actividad económica, dada la gran participación de la inversión en el crecimiento económico del país.

En lo referente a la demanda doméstica china, las Ventas minoristas reales presentaron una desaceleración en la última parte del año, sugiriendo cierta pérdida de dinamismo del Consumo privado que, pese a dicha situación, se estabilizó en torno al ritmo de expansión precrisis. De todas maneras, el mercado de trabajo se presenta sólido y la tasa de crecimiento interanual del salario real se ubica en torno a 12%, lo que hace prever que el gasto de las familias seguirá incrementándose a tasas elevadas. Además, de continuar moderándose el crecimiento de la economía, el gobierno podría implementar medidas adicionales de estímulo con el objetivo de reforzar la expansión del consumo.

Por el lado de la demanda externa, en los últimos meses se ajustó a la baja el saldo comercial, a raíz de una desaceleración de las exportaciones superior a la de las importaciones, pasando de 2,7% a 2,2% del Producto. Esta tendencia continuaría en el corto y mediano plazo, dada la intención del gobierno de ir dando, en forma paulatina, una mayor orientación de la economía hacia el mercado interno y la menor demanda externa prevista. La apreciación del renminbi chino (4,8% nominal en los últimos 12 meses respecto al dólar), en un contexto de inflación moderada, también habría influido sobre el rebalanceo de la demanda a lo largo de 2011, en el sentido antes señalado.

<sup>7</sup> Ante este desempeño del mercado, el gobierno central chino restringió las compras de múltiples viviendas, elevó los requisitos de financiamiento para las familias y limitó el acceso de los desarrolladores inmobiliarios al crédito bancario. Asimismo, impulsó el uso de impuestos a la propiedad.





La inflación minorista se ubicó en torno a 4,2% i.a. en noviembre, registrando una significativa desaceleración en los últimos meses (ver Gráfico II.29). El alivio sobre la dinámica de los precios respondió en parte a la reciente baja de las cotizaciones internacionales de las materias primas, junto con la política del gobierno de des- acumulación de stocks agrícolas.

La desaceleración de la inflación minorista aumentó el margen de acción de política monetaria del Banco Popular de China para apuntalar la actividad económica. En efecto, recientemente la autoridad monetaria decidió, luego de 5 subas consecutivas desde principios de 2011, reducir los coeficientes de encajes bancarios, con el objetivo de incrementar la liquidez del sistema financiero (ver Gráfico II.30).

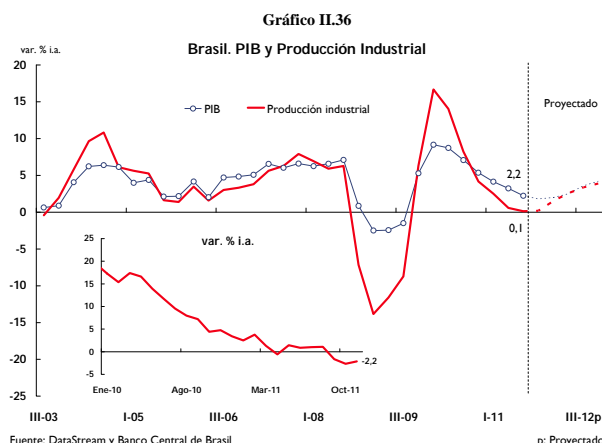
En resumen, las perspectivas de crecimiento de la economía china para 2012 se ubican en 8,5%, lo que representaría una desaceleración de la expansión del nivel de actividad —siendo ésta la menor tasa de aumento de la actividad económica desde el año 2001— aunque aún en niveles considerables. La inflación minorista continuaría perdiendo fuerza, dotando de un mayor margen de acción a la autoridad monetaria, en un escenario internacional ligeramente más adverso e incierto.

Por su parte, la actividad económica en India también siguió creciendo, aunque lo hizo a un ritmo alto pero más moderado. El año 2011 habría cerrado con un crecimiento de 7,2%, desacelerándose en los últimos meses a partir del menor dinamismo de la inversión. Cabe señalar que la economía india es altamente dependiente de los flujos externos (tanto de la Inversión Extranjera Directa —IED— como de los flujos especulativos) para financiar su déficit de Cuenta corriente, constituyendo ésta una de las principales vulnerabilidades de la sostenibilidad de su elevado ritmo de crecimiento económico (ver Gráfico II.31). Para 2012 se proyecta una tasa de expansión de la economía similar a la de 2011.

En un contexto de moderación de la inflación y un menor dinamismo de la actividad económica, la autoridad monetaria mantuvo en su última reunión de política monetaria sin cambios su tasa de interés de referencia en 8,5% (ver Gráfico II.32). No se descarta, sin embargo, que en los próximos meses se reduzca dicha tasa si se observa un debilitamiento de la actividad económica.

## América Latina

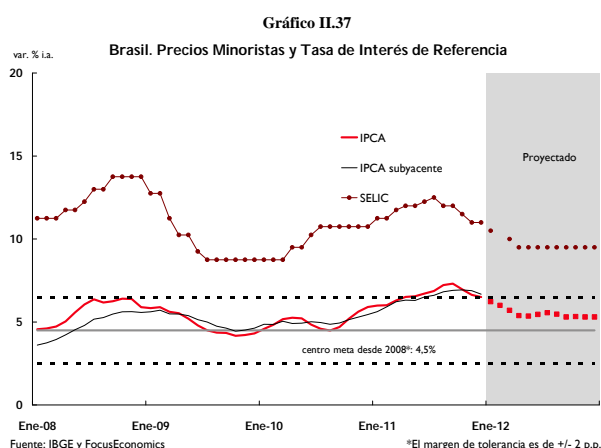
En un escenario global algo más adverso, América latina también muestra signos de desaceleración, aunque continuará siendo, conjuntamente con Asia emergente, una



de las regiones más dinámicas del mundo. La mayoría de las economías de la región evidenciarían un menor crecimiento del Producto este año, con la probable excepción de Brasil, que en 2011 creció en torno a 2,9%. Así, el incremento del PIB previsto para América latina durante 2012 sería de 3,6% (ver Gráfico II.33).

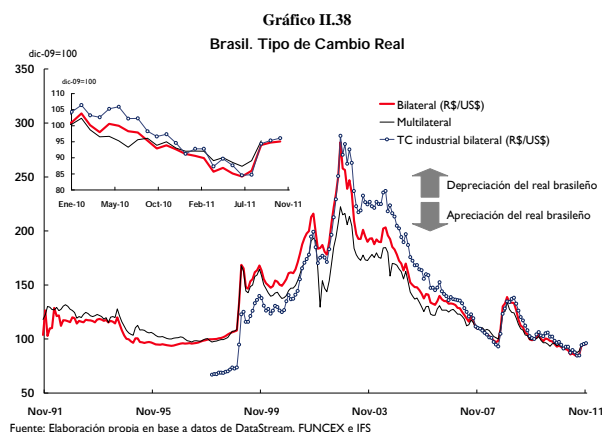
En el frente externo se estima que el déficit de Cuenta corriente se ubique en torno a 1,8% del PIB en 2012, incrementándose respecto de 2011. Sin embargo, continúa la heterogeneidad dentro de la región. Así, países como Venezuela y Bolivia registrarían superávits externos, al tiempo que Ecuador, Colombia y Paraguay exhibirían los mayores déficits.

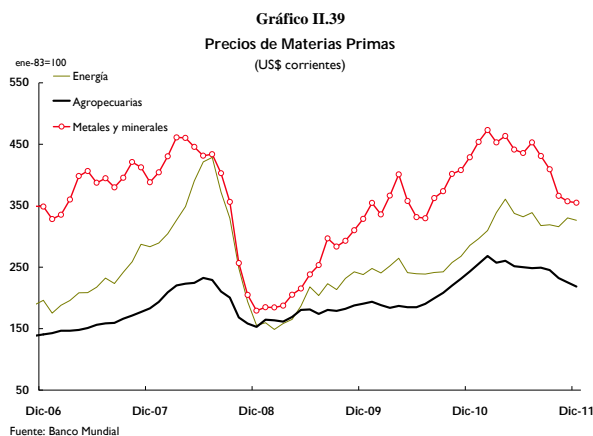
Si bien se moderaron las expectativas de inflación en las economías más importantes de América latina ante el deterioro del escenario internacional, la inflación sigue incrementándose en varios países (ver Gráfico II.34). A pesar de los actuales niveles de variación de los precios, los países de la región que operan bajo regímenes de metas de inflación optaron por priorizar el crecimiento económico, conduciendo a algunos bancos centrales a reducir las tasas de interés de referencia, acción que, por ejemplo, ya comenzó a implementar el Banco Central de Brasil (BCB) desde agosto de 2011. Asimismo, la mayor incertidumbre a nivel global y la búsqueda de activos más líquidos originó, al igual que en otras regiones emergentes, la depreciación de gran parte de las monedas de América latina frente al dólar (ver Gráfico II.35). No obstante, se mantienen los fundamentos que llevaron a la significativa apreciación de las monedas de la mayoría de los países emergentes en los últimos años, lo que sugiere que esta tendencia podría revertirse en la medida en que se reduzca la incertidumbre global.



Si bien en Brasil se observa una moderación en el crecimiento de la actividad económica —tendencia que se mantendría en el corto plazo de acuerdo lo que sugieren los indicadores adelantados de actividad y las expectativas de los productores y consumidores— para todo el año se proyecta un crecimiento del Producto superior al registrado en 2011 (ver Gráfico II.36). De esta manera, se estima una expansión económica de 3,3% para el presente año (+0,4 puntos porcentuales —p.p.— i.a.).

Este mayor crecimiento económico previsto estaría reflejando en parte el margen de acción para implementar políticas anticíclicas y las señales que en ese sentido dio el gobierno. Además de lo mencionado respecto de la política monetaria, las autoridades brasileñas anunciaron un nuevo conjunto de medidas de estímulo fiscal ante el deterioro del desempeño de la industria y con el objetivo de limitar el impacto negativo de la reciente profundiza-



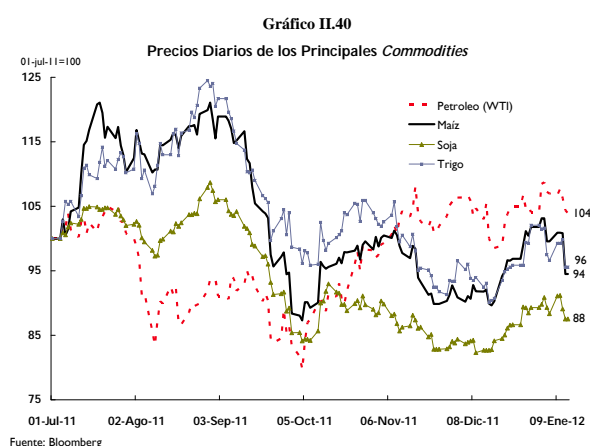


ción de la crisis internacional. Las medidas conocidas recientemente, similares a las implementadas a fines de 2008, apuntan a favorecer a los consumidores, inversores e industrias, y comprenden principalmente reducciones impositivas y ampliación de exenciones tributarias.

A estas medidas, se suma la presencia de favorables condiciones en el mercado de trabajo —cuya tasa de desempleo se encuentra en los niveles más bajos de al menos las últimas dos décadas— en un contexto de mejora del salario real. Además, hay perspectivas de un sostenido crecimiento de la inversión —asociado a las obras de infraestructura para el Mundial de Fútbol y los Juegos Olímpicos—. Todo ello ayudará a mantener sólida la demanda interna.

Desde septiembre pasado la inflación minorista brasileña viene desacelerándose, y cerró 2011 en el nivel superior de la banda de inflación prevista por la autoridad monetaria (4,5% anual  $\pm 2\%$ ). Tras el deterioro reciente de las condiciones internacionales, se espera que continúe disminuyendo y vuelva a acercarse parcialmente a la meta en los próximos meses. En este contexto, el BCB redujo en diversas oportunidades desde agosto la tasa del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC), con expectativas de recortes adicionales en los próximos meses (ver Gráfico II.37).

En cuanto al sector externo, el saldo deficitario de la Cuenta corriente brasileña, que en 2011 se habría ubicado en torno a 2,3% del PIB, registraría un ligero incremento en 2012. En tanto, en los meses recientes se observó una fuerte moderación e incluso cierta reversión de los flujos de capitales de corto plazo. Dado que el escenario de incertidumbre internacional imprime elevada volatilidad a los ingresos de capitales especulativos (que representaron cerca de un cuarto del total de las inversiones extranjeras del sector privado en los últimos 12 meses), la reversión de los mismos se constituye como un riesgo para el financiamiento externo de la economía brasileña.



El marco de incertidumbre global llevó a una depreciación del real respecto al dólar en el cuarto trimestre (15% desde inicios de septiembre). Más allá del comportamiento reciente, la moneda brasileña continúa fuertemente apreciada en términos reales respecto del dólar norteamericano en relación a la última década. Desde fines de 2002 la moneda del país vecino se revalorizó en términos reales aproximadamente 60% respecto del dólar (ver Gráfico II.38).

Los otros dos principales socios comerciales de la Argentina en América latina, México y Chile, mostrarían

crecimientos en 2012 de 3,1% y 4,2%, respectivamente, implicando una leve baja respecto de 2011.

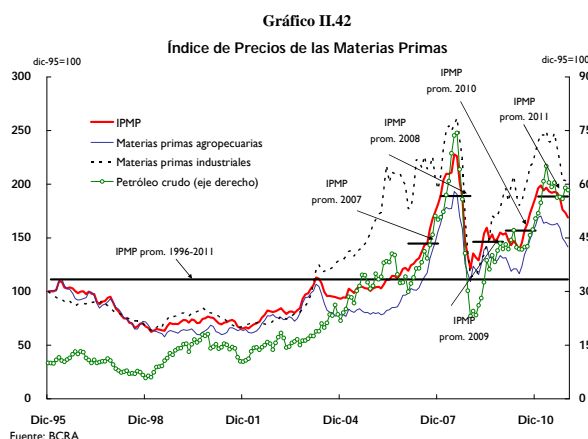
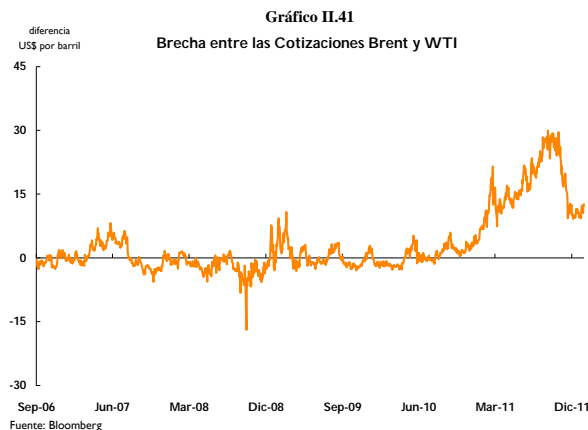
Las proyecciones de crecimiento de México se contrajeron levemente, dado el fuerte nexo económico con Estados Unidos. En este marco, la autoridad monetaria mantuvo inalterada la tasa de interés de referencia (desde julio de 2009) priorizando proteger el nivel de actividad, en un contexto en el que la moneda mexicana se mantuvo en torno a los niveles alcanzados a fines de septiembre del año pasado, cuando registró una desvalorización trimestral cercana al 20% frente al dólar estadounidense. Pese al deterioro de las perspectivas macroeconómicas, se destacó la colocación de deuda a 10 años de plazo realizada por el gobierno a inicios de 2012, que implicaron costos de financiamiento significativamente reducidos. En tanto, en Chile, el banco central continuó con su programa de compras de Reservas internacionales por el que adquirió US\$12.000 millones en todo 2011, ejecutado así la totalidad de lo previsto y llevando el stock hasta un nivel cercano a US\$42.000 millones. Asimismo, luego de sostener desde junio de 2011 la tasa de interés de referencia en 5,25%, en enero de 2012 redujo la misma en 25 p.b.

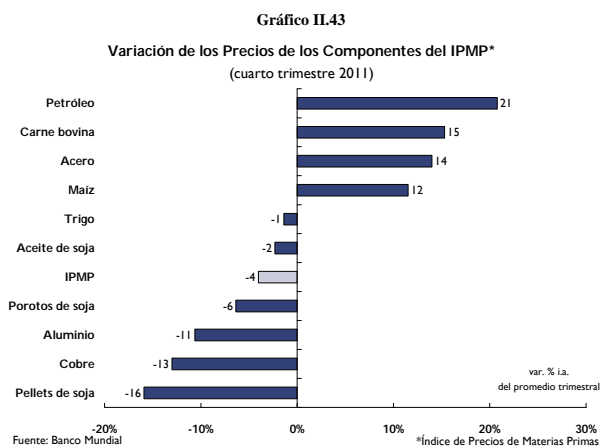
## II.5 Precios de las Materias Primas

Los precios de las materias primas se mantienen en niveles históricamente elevados más allá de las disminuciones de sus cotizaciones en el último semestre de 2011. En particular, durante los últimos tres meses del año pasado los precios de los productos primarios volvieron a reducirse —a excepción de la energía—, incluso a tasas superiores que las previstas un trimestre atrás. Así, los productos agropecuarios y los industriales exhibieron las primeras caídas interanuales desde septiembre de 2009 (ver Gráfico II.39). En todo 2011, las cotizaciones de los *commodities* agropecuarios se redujeron 10%, mientras que las de los metales y minerales lo hicieron en 17%. Por su parte, el índice de energía creció 14% en igual período.

La evolución reciente de las cotizaciones de las materias primas estuvo asociada principalmente a la incertidumbre sobre la evolución de la economía global, tras el significativo deterioro de los indicadores de actividad en los países de la zona del euro y la apreciación de la moneda estadounidense. A lo anterior se sumaron, en el caso de los productos agrícolas, algunos factores climáticos específicos para cada cultivo que otorgaron cierta volatilidad a la trayectoria (ver Gráfico II.40).

El clima de mayor incertidumbre en los mercados de capitales donde cotizan los *commodities* llevó a que los inversores especulativos desarmaran posiciones en mate-





rias primas agrícolas, sobre todo aquellas compradas (que especulan con subas en los precios de los activos subyacentes). De todas maneras, las condiciones climáticas desfavorables para el desarrollo de la siembra y la cosecha en algunas zonas productoras de relevancia habrían explicado la reversión de este comportamiento desde diciembre pasado.

En particular, en los primeros días de enero las inversiones especulativas alcanzaron un nivel récord de posiciones vendidas en el caso del trigo, mientras que los agentes no comerciales llegaron a tener, en forma agregada, posiciones netas vendidas en soja por primera vez desde mediados del año pasado, retornando a una posición compradora hacia fines de año.

Si bien los productos agrícolas suelen verse menos afectados por el deterioro de las condiciones macroeconómicas globales que los industriales y la energía, en los últimos meses los precios de algunos granos mostraron incluso cierto repunte al verse influidos por diversos eventos climáticos. En especial, la falta de humedad y las altas temperaturas en Sudamérica —asociados al fenómeno climático La Niña— podrían perjudicar los cultivos de soja y maíz para el ciclo 2011/12, constituyendo un elemento coyuntural de sostén para las cotizaciones de estos granos.

En tanto, desde octubre pasado, el precio del petróleo mostró una tendencia alcista, asociada a la reducción de los inventarios estadounidenses y las tensiones políticas en Medio Oriente. Además, la cotización del petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) se vio impulsada por el anuncio de un cambio en la logística del transporte del petróleo crudo por oleoductos, con el fin de reducir la sobreoferta en el centro de los Estados Unidos, situación que era considerada uno de los principales factores para explicar que la cotización de referencia estadounidense (WTI) se ubicara significativamente por debajo de la europea<sup>8</sup> (Brent; ver Gráfico II.41).

En este marco, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA —que refleja la evolución ponderada de las cotizaciones de los productos primarios más relevantes en las exportaciones argentinas— cayó 9,3% en promedio durante el último trimestre, al tiempo que disminuyó 10% en términos interanuales (ver Gráficos II.42 y II.43).

El actual escenario internacional de desaceleración económica sugiere que las cotizaciones de los *commodities* se mantendrían en niveles similares a los actuales, aunque no

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

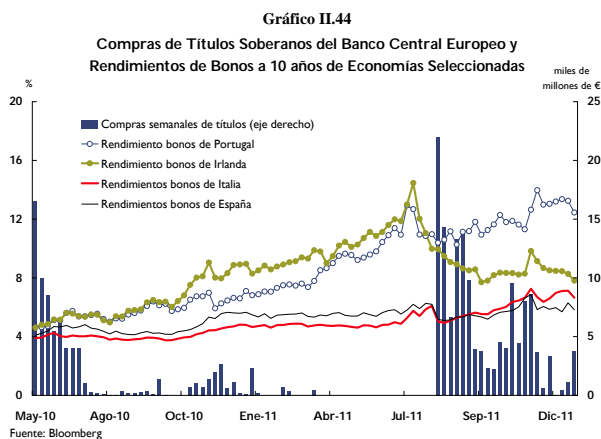
		Campaña 2010/11 (millones de toneladas)	Campaña 2011/12 (millones de toneladas) OCTUBRE	Campaña 2011/12 (millones de toneladas) ENERO	Variación Octubre- Enero (%)
Soja	Oferta total*	323,0	327,9	325,6	-0,7
	Demanda total	254,2	261,8	259,3	-0,9
	Stocks finales	65,9	63,0	63,4	0,7
Trigo	Oferta total*	846,5	876,8	891,4	1,7
	Demanda total	656,6	674,4	681,4	1,0
	Stocks finales	190,0	202,4	210,0	3,8
Maíz	Oferta total*	963,7	989,9	996,1	0,6
	Demanda total	842,8	866,7	868,0	0,2
	Stocks finales	120,9	123,2	128,1	4,0
Arroz	Oferta total*	544,1	559,2	558,6	-0,1
	Demanda total	447,9	457,8	458,5	0,2
	Stocks finales	96,2	101,4	100,1	-1,3

\*La Oferta total incluye la producción total + stocks iniciales

Estimado a diciembre 2011

Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA

<sup>8</sup> Para mayor información, ver el apartado “Evolución reciente de los diferenciales de precios del petróleo crudo” en el Informe Panorama Global de *Commodities* de noviembre de 2011 (<http://www.bcra.gov.ar/pdfs/polmon/pce1111.pdf>).



exentas de volatilidad. En el caso particular de los agrícolas, las cotizaciones podrían verse influidas por factores climáticos que afecten la cosecha de la campaña 2011/12 (ver Cuadro II.1). No obstante, pese al frágil desempeño de la actividad económica de las naciones avanzadas, las perspectivas de mediano plazo para las materias primas agrícolas siguen siendo favorables.

En efecto, persisten diversos factores estructurales que hacen prever que en el mediano plazo la demanda de alimentos de las naciones emergentes continúe firme, dando soporte a los precios de los *commodities* agrícolas. Otro factor alcista estaría dado por el crecimiento esperado de la producción y la demanda de biocombustibles. Sin embargo, esta dinámica podría moderarse ante la reducción de los subsidios gubernamentales que se dirigen al desarrollo de esta industria, en el marco de las políticas de ajuste fiscal que algunas naciones avanzadas están implementando. Tal es el caso de los Estados Unidos donde los subsidios al etanol fueron eliminados recientemente (así como los aranceles de importación asociados), volviendo menos competitiva la producción local y favoreciendo la demanda norteamericana hacia el resto del mundo —particularmente a Brasil—.

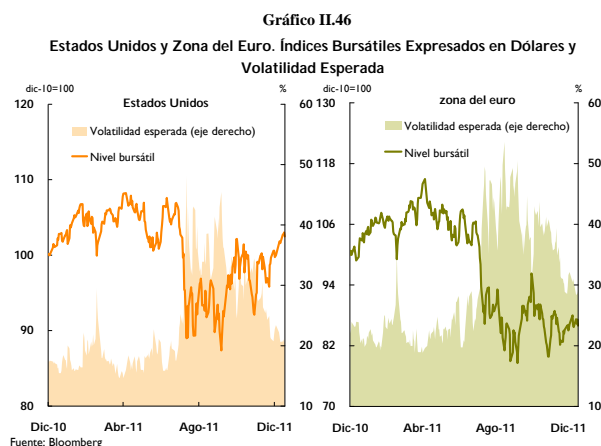
## II.6 Mercados Financieros Internacionales y Flujos de Capitales

La situación en Europa siguió imprimiendo volatilidad financiera a nivel global a partir de un marcado deterioro de los mercados de deuda soberana —sobresaliendo el caso de Italia, en un marco en el que el BCE continuó comprando títulos públicos (ver Gráfico II.44).



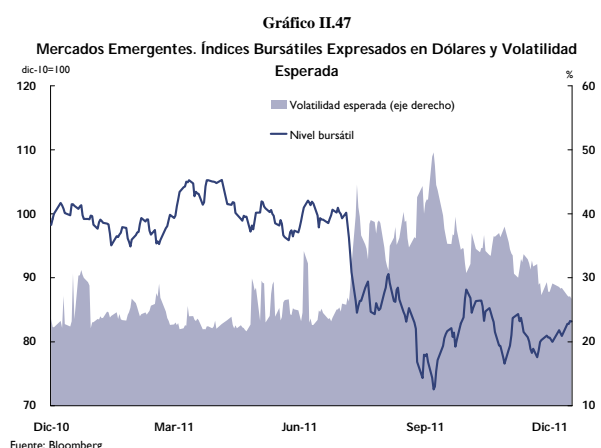
Entre las acciones encaradas para morigerar la crítica situación, se destacan el anuncio —hacia fines de octubre— de la intención de avanzar en un canje voluntario más agresivo de la deuda griega, la mejora en la capitalización de los bancos y un mayor apalancamiento del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. Adicionalmente, frente a crecientes tensiones en los mercados interbancarios europeos, que se reflejaron en un incremento de los *spreads* pagados por los depósitos institucionales, se instrumentaron diversas medidas para proveer liquidez en dólares y euros (ver Gráfico II.45). Si bien estos anuncios no terminan de configurar una respuesta de fondo ante la crisis por la que atraviesa la región, la percepción de un rol más activo por parte de las autoridades europeas, sumada a la publicación de indicadores económicos mejores que los esperados para los Estados Unidos, influyó positivamente sobre el desempeño de los mercados durante fines de 2011 y las primeras semanas de 2012.





Las bolsas de las principales plazas financieras cerraron el último trimestre con saldo positivo (compensando parte de las pérdidas del período julio-septiembre) y, aunque sus índices de volatilidad implícita tendieron a descender en diciembre, en promedio se mantuvieron en niveles relativamente altos durante el período. Los índices bursátiles estadounidense y europeo repuntaron en el último trimestre del año en torno a 11% y 4% en dólares, respectivamente. Así, en los Estados Unidos el año cerró prácticamente sin cambios, al tiempo que en Europa el deterioro anual alcanzó al 14% (ver Gráfico II.46).

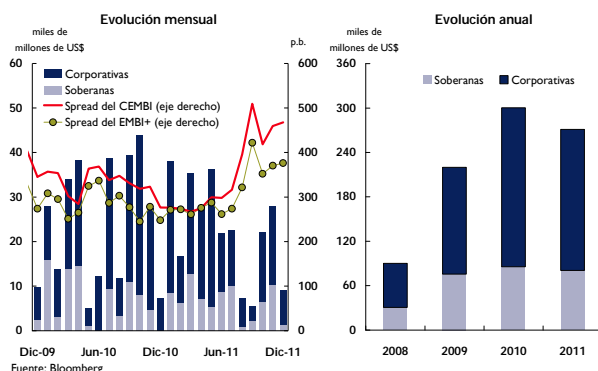
Más recientemente, en las primeras semanas de 2012 se registró una mejora adicional en el caso norteamericano. Por su parte, en el último trimestre las bolsas de las economías emergentes verificaron cierta recuperación al medirlas en dólares. El índice de *Morgan Stanley Capital International* para emergentes evidenció un alza en dólares de casi 4%, mientras que en el acumulado de 2011 registró una pérdida de 20%. En el caso específico de los índices de América latina se evidenció una mayor volatilidad que para la generalidad de los emergentes, con un avance más marcado en el último trimestre del año pero un retroceso más fuerte en términos anuales (ver Gráfico II.47). A comienzos de 2012 los índices bursátiles de las economías emergentes seguían mejorando, acompañando el mejor tono —en términos relativos— observado en los mercados internacionales.



Los rendimientos de corto y largo plazo de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos cerraron el último trimestre de 2011 casi sin modificaciones. Así, los rendimientos a 10 años de estos instrumentos se contrajeron cerca de 140 p.b. en el año, finalizando en niveles por debajo de 1,9%. Un caso similar se dio en Europa para la deuda alemana; mientras que los rendimientos a 10 años sólo tuvieron una leve merma en el trimestre, cerraron el año con recortes de casi 110 p.b. Contrariamente, se ampliaron los retornos de la deuda a largo plazo de países como Grecia, Portugal y, en menor medida, Italia y España, una tendencia que se revirtió ligeramente a comienzo de 2012.

Con respecto a la deuda soberana de economías emergentes, el *spread* del *Emerging Markets Bond Index* para países emergentes (EMBI+ EM) difundido por JP Morgan, que a inicios del trimestre llegó a marcar sus máximos en el año (de casi 450 p.b.), se fue contrayendo hasta cerrar 2011 en casi 375 p.b. (410 p.b. en el caso de América latina), aunque en las primeras semanas de 2012 volvió a ampliarse. En este contexto, las emisiones de deuda de economías emergentes en los mercados internacionales —tanto soberanas como corporativas— ganaron dinamismo entre octubre y diciembre, con un incremento en el monto de casi 70% para el agregado en

**Gráfico II.48**  
Emisiones de Deuda de Países Emergentes en los Mercados Internacionales

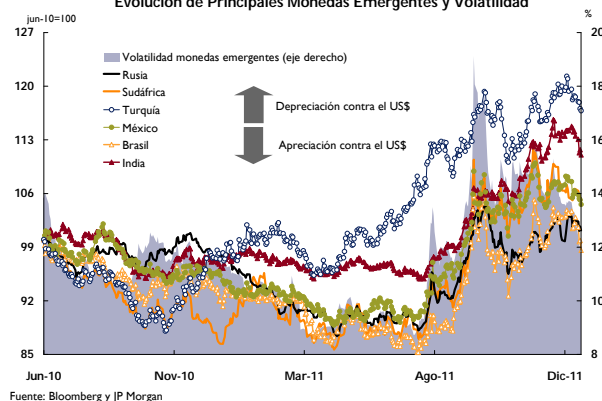


comparación con los valores deprimidos del tercer trimestre. Se destaca que, a pesar de la volatilidad observada en 2011, las colocaciones de deuda se redujeron sólo 10% en comparación con el máximo histórico registrado en 2010 (ver Gráfico II.48). Más recientemente, y respondiendo en parte a la estacionalidad típica del mes de enero, en las primeras semanas del año se registró un importante dinamismo en materia de colocaciones, con considerable actividad por parte de las economías latinoamericanas.

Con respecto a los flujos de portafolio, los fondos que invierten en acciones de economías emergentes continuaron con la tendencia negativa del trimestre anterior y registraron fuertes salidas netas desde tales países entre octubre y diciembre, acumulando así en 2011 un flujo negativo que contrasta con los ingresos récord de 2010<sup>9</sup>. Cabe destacar que los mayores egresos en la segunda mitad del año estuvieron concentrados en los fondos de inversión especializados en acciones de Asia y Europa emergente. Los dedicados a renta fija se vieron afectados en los últimos cuatro meses del año, principalmente por retiros de fondos de deuda en moneda local —en un contexto de depreciación de la mayoría de las monedas de países emergentes— aunque cerraron el año acumulando flujos netos positivos.

El dólar continuó apreciándose contra el euro (3% entre fines de septiembre y fin de año y 2% adicional a principios de 2012), acumulando desde su mínimo nivel en el año —alcanzado en mayo— una apreciación cercana al 14%. La evolución de los últimos meses coincidió con un contexto en el cual los agentes no comerciales incrementaron sus posiciones vendidas en euros en los mercados de derivados. Así, el dólar cerró 2011 apreciándose contra el euro (3%) pero depreciándose contra las monedas asiáticas (casi 5% contra el yen y el yuan). En tanto, las monedas de economías emergentes en promedio se debilitaron 2% contra el dólar en los últimos tres meses de 2011, lo que implicó una clara desaceleración en el ritmo de depreciación observado durante el tercer trimestre del año, al tiempo que en las primeras semanas de 2012 pasaban a revalorizarse (ver Gráfico II.49). En particular, en los últimos meses de 2011, se destacó el retroceso de las monedas de Europa emergente, con depreciaciones más marcadas que las observadas para el promedio general de las economías emergentes. En lo que respecta a las monedas de América latina, cabe señalar que aunque el real brasileño mostró un comportamiento volátil contra el dólar en los últimos tres meses del año, cerró el cuarto trimestre del año pasado casi sin cambios, cuando el trimestre anterior se había deprecia-

**Gráfico II.49**  
Evolución de Principales Monedas Emergentes y Volatilidad



<sup>9</sup> En las primeras semanas de 2012 los flujos destinados a fondos que invierten en acciones de economías de mercados emergentes pasaban a ser positivos aunque con ingresos moderados.



do nominalmente cerca de 20%. Por su parte, a principios de 2012 acumulaba una apreciación de 4% contra el dólar estadounidense.

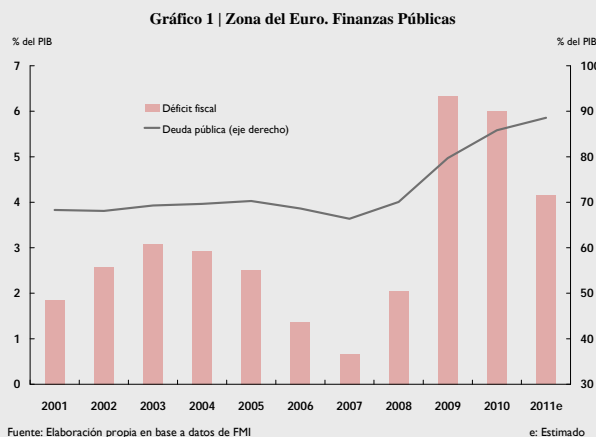
La crisis de la deuda soberana en Europa sigue sin resolverse y la situación de los bancos de la región continúa muy comprometida, al tiempo que el sesgo de ajuste fiscal de buena parte de las respuestas de política ensayadas presiona sobre la capacidad de crecimiento en el corto plazo, con efecto sobre la actividad económica a nivel global. En función de la incertidumbre que esto genera, se espera que en los próximos meses se mantenga una situación de volatilidad y cautela en los mercados financieros, a la espera de señales con respecto a la evolución de la crisis y su efecto contagio, la implementación de medidas ya acordadas y la posibilidad de nuevos anuncios. Este contexto aún desafiante condicionaría el comportamiento de los mercados financieros de las economías emergentes en los próximos meses, tanto en materia de cotizaciones como de flujos de portafolio y de posibilidades de acceso a financiamiento en los mercados internacionales.

Así, se observa un ligero deterioro de las perspectivas para 2012 respecto del trimestre previo, con cierta profundización de los riesgos globales y un desempeño económico más débil, particularmente para las naciones desarrolladas. De este modo, la incertidumbre y la vulnerabilidad prevalecen, en un marco en el que se anticipa un período de lento crecimiento a nivel global, lo que implica un escenario internacional más incierto para la Argentina que el previsto en el anterior **Informe de Inflación**.

## Apartado 1 / Los ajustes fiscales en la zona del euro

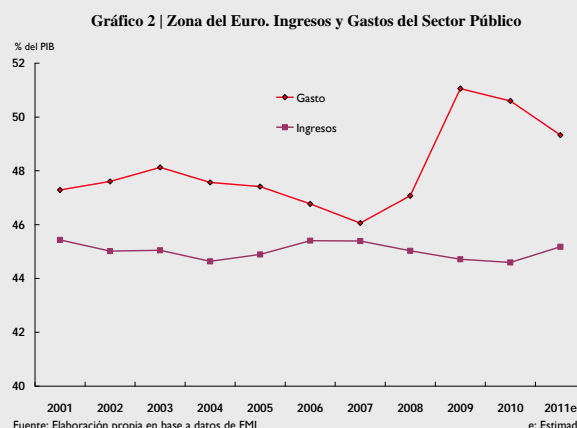
Las cuentas públicas de los países de la zona del euro registraron un significativo deterioro desde el inicio de la actual crisis internacional. Las dudas sobre la sostenibilidad de la posición fiscal de algunos países de la región derivaron en un incremento de la incertidumbre, al evidenciarse que existía una elevada proporción de deuda pública en tenencia de los sistemas financieros locales y extranjeros. A su vez, el empeoramiento de algunas economías afectó adversamente a los mercados de capitales. Ante los mayores costos de financiamiento soberano, los gobiernos implementaron estrictos programas de austeridad fiscal —diferenciándose de las respuestas de política implementadas al inicio de la crisis en los años 2008 y 2009—, con el objetivo de restablecer la confianza de los inversores. Sin embargo, estos planes de ajustes de las finanzas públicas contribuyeron a agravar el desempeño macroeconómico general, limitando en consecuencia la recomposición de la solvencia fiscal y elevando los riesgos sobre la estabilidad de los sistemas financieros regionales.

El déficit fiscal de la zona del euro, que se había reducido a menos de 1% del PIB en 2007, sufrió un fuerte incremento a partir del inicio de la crisis internacional, llegando a cerca del 6% del PIB en 2010 (ver Gráfico 1). El abrupto empeoramiento de la posición fiscal llevó a que los países de la zona del euro, con la excepción de Estonia, Luxemburgo y Finlandia, pasaran a estar sujetos a “procedimientos de déficit excesivo” (EDPs, por sus iniciales en inglés), orientados a promover la corrección de déficits fiscales que superen el límite de 3% del PIB establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento<sup>10</sup> (PEC).



<sup>10</sup> El PEC, adoptado en 1997, consiste en una supervisión fiscal de los miembros de la Unión Europea (UE) con el objeto de promover la sostenibilidad de la unión económica y monetaria, y está basado en los criterios de convergencia económica del Tratado de Maastricht, que dio origen a la UE.

La suba del déficit respondió principalmente al significativo aumento del gasto público, que en sólo dos años registró un incremento de 5 puntos porcentuales del PIB (pasando de 46,1% en 2007 a 51,1% del Producto en 2009). Esta fuerte alza incluyó, además de los gastos que habitualmente se elevan en la fase descendente del ciclo (como el seguro de desempleo), las diversas medidas de estímulo fiscal implementadas para mitigar el impacto negativo de la crisis sobre la actividad y el empleo y, en varios casos, como el de Irlanda y el Reino Unido, el costo de los paquetes de rescate del sector bancario. Paralelamente, los ingresos fiscales sufrieron una leve retracción, por la disminución de la recaudación tributaria derivada del deterioro de la actividad económica (ver Gráfico 2).



La desmejora de la posición fiscal se reflejó en un fuerte aumento de los niveles de endeudamiento público. La deuda pública en relación al Producto, que a nivel agregado se había mantenido por debajo de 70% del PIB hasta 2007, superó por primera vez el 85% del PIB en 2010. Actualmente, sólo cinco países del bloque (Estonia, Luxemburgo, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia) tienen niveles de deuda pública inferiores al límite máximo de 60% del PIB establecido en el PEC. Esta situación, junto con las peores expectativas de crecimiento, puso en duda la sostenibilidad fiscal de varios países, lo que se tradujo en una suba de los costos de financiamiento y dio lugar a un proceso de revisión de las calificaciones crediticias de las economías involucradas. Asimismo, la elevada exposición de los bancos europeos a la deuda soberana de la región reforzó una interacción negativa entre los factores fiscales, la estabilidad del sistema financiero<sup>11</sup> y las condiciones macroeconómicas del bloque.

<sup>11</sup> La estabilidad del sistema financiero también estaría en riesgo, según los analistas, por la exposición de los bancos a la deuda privada.

De este modo, la situación fiscal se transformó en un importante factor de riesgo para las perspectivas económicas de la zona del euro, afectando a su vez la previsión de crecimiento global. Si bien a nivel agregado el panorama no difiere sustancialmente de lo que sucede en el resto de las regiones avanzadas, existe una significativa dispersión en la posición de las finanzas públicas entre los países del bloque. En una primera etapa, la elevada incertidumbre en los mercados financieros contribuyó a un mayor contagio entre los países con peores fundamentos fiscales, mayores necesidades de financiamiento de corto plazo y con problemas estructurales que limitan sus perspectivas de crecimiento (como elevados niveles de endeudamiento privado y externo, y deficiencias de competitividad). No obstante, más recientemente, se verificó un deterioro de las expectativas y la incertidumbre sobre la sostenibilidad se extendió a países de mayor envergadura con importantes necesidades de financiamiento en el corto plazo y alta exposición a los países más vulnerables. Estas economías mostraban, al inicio de la crisis, posiciones fiscales menos comprometidas (como Francia y Alemania). En este marco, el Banco Central Europeo (BCE) continuó con su programa de compra de títulos públicos, especialmente de España e Italia, con el objetivo de contener el aumento del costo de financiamiento soberano en los mercados.

Frente a esta situación, la mayor parte de los gobiernos de la región anunció paquetes de austeridad fiscal y medidas destinadas a fortalecer la sustentabilidad de las cuentas públicas en el mediano y largo plazo (como reformas a los sistemas de pensiones y de salud). A estas políticas se sumó la reducción de gastos derivada de la caducidad de diversas medidas temporarias de estímulo fiscal introducidas en 2009 y 2010.

En el caso de los países más vulnerables (Grecia, Irlanda y Portugal), los esfuerzos de ajuste fiscal forman parte de las condicionalidades para la disponibilidad de asistencia financiera por parte de la UE y del Fondo Monetario Internacional (FMI), en coordinación con el Banco Central Europeo (BCE). Estos paquetes de rescate, iniciados a mediados de 2010, representan una herramienta para hacer frente a las necesidades de financiamiento en el corto plazo y contemplan como condición una serie de ajustes fiscales de magnitud considerable (ver Cuadro 1).

Cuadro 1 | Zona del Euro. Programas de Asistencia de la UE, el FMI y el BCE

País receptor	Fecha de inicio	Asistencia comprometida	Desembolsos efectuados hasta enero de 2012	Ajuste fiscal acumulado requerido
Grecia	Mayo 2010	€110.000 millones	€73.000 millones (66,3% del total)	19% del PIB en 2011-2015
Irlanda	Diciembre 2010	€67.500 millones	€33.300 millones (49,3% del total)	8,5% del PIB en 2011-2013
Portugal	Mayo 2011	€78.000 millones	€30.300 millones (38,8% del total)	10% del PIB en 2011-2013

Fuente: Elaboración propia en base a datos de FMI y Comisión Europea

Más allá de los países con programas de asistencia de la UE, del FMI y del BCE, las políticas de ajuste fiscal, con un amplio abanico de medidas, se expandieron luego a prácticamente la totalidad de las economías de la zona del euro, con especial énfasis en España e Italia, pero alcanzando a Francia e incluso Alemania. Por el lado de los ingresos, se dispusieron subas impositivas, entre las que sobresalen el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y los impuestos a la propiedad inmueble y a las ganancias corporativas y personales. También se redujeron numerosas excepciones a dichos tributos. En relación al gasto público, se incluyeron recortes de salarios de empleados públicos y despidos, congelamiento (y en algunos casos disminución) de los haberes previsionales, y reducción de gastos sociales (salud, educación). Adicionalmente, se introdujeron amplios programas de privatizaciones y se impulsaron reformas con impacto a mediano y largo plazo, como la suba de la edad jubilatoria.

En el caso particular de Grecia, diversos ejercicios de sensibilidad de los analistas estiman que para alcanzar la sostenibilidad de las finanzas públicas se requiere una reestructuración de sus pasivos —que involucre al sector privado y que incluya un alto porcentaje de quita sobre el capital— cuyas negociaciones hasta el momento no han dado resultados concretos.

Por otra parte, en la última cumbre de líderes de la UE, llevada a cabo el 8 y 9 de diciembre, se decidió, profundizando acuerdos previos, avanzar hacia un nuevo pacto europeo que apunte a una mayor unificación de criterios fiscales. Si bien falta todavía redactar el acuerdo definitivo, proceso que se supone insumirá nuevas negociaciones, en líneas generales el entendimiento abarca dos cuestiones fundamentales en materia fiscal:

- Se establecerán sanciones automáticas (posiblemente multas) para los miembros de la UE que no respeten el umbral de 3% del déficit presupuestario, que sólo podrán ser evitadas con un consenso de mayoría calificada de los países miembro.
- Se introducirá una “regla de oro” presupuestaria, para forzar a los países a equilibrar sus cuentas públicas, exigiendo que el déficit fiscal estructural<sup>12</sup> no exceda anualmente el 0,5% del PIB nominal potencial. El compromiso, que implicará mecanismos automáticos de corrección, deberá tener rango constitucional en cada país, con lo cual estarán sujetos a la supervisión de la Corte Europea de Justicia.

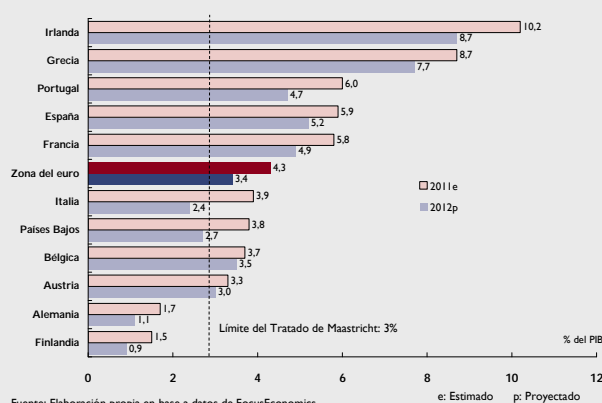
Adicionalmente, se acordó la ampliación de la capacidad del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), modificando sus mecanismos de fondeo, su

<sup>12</sup> Según la metodología del FMI, el déficit estructural está ajustado básicamente por el impacto del ciclo económico sobre ingresos y gastos públicos. También suele corregirse por factores como variaciones en los precios de los activos y de los *commodities*, así como por cambios en la composición del Producto.

límite de apalancamiento y los mecanismos de intervención en los mercados de deuda. También se dispuso mejorar las alternativas de financiamiento para los países en problemas a través del adelantamiento de la entrada en funcionamiento del Mecanismo Europeo de Estabilización, que reemplazará al FEEF. Cabe destacar que se comprometieron préstamos bilaterales al FMI con el objeto de incrementar su capacidad de asistencia.

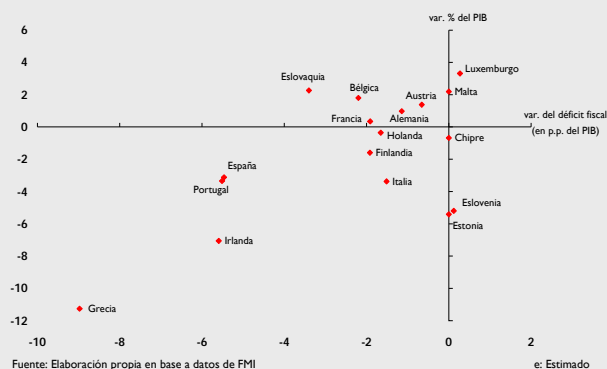
En base a las medidas implementadas, para 2012 el consenso de los analistas espera una reducción del déficit fiscal en todos los países de la región (ver Gráfico 3). A nivel agregado, el déficit de la zona del euro pasaría de 4,3% del PIB a 3,4% del PIB, con perspectivas de nuevas disminuciones en los años siguientes.

Gráfico 3 | Zona del Euro. Resultado Fiscal



Las recomendaciones del FMI para proseguir con programas de saneamiento fiscal aún más estrictos se explicitan en un contexto en el que el propio organismo reconoce el efecto negativo de los ajustes fiscales sobre el crecimiento<sup>13</sup>. En particular, en los países más vulnerables de la región se observó una significativa relación entre la magnitud de las contracciones fiscales y el desempeño de la actividad económica (ver Gráfico 4).

Gráfico 4 | Zona del Euro. Crecimiento Económico y Ajuste Fiscal (2009-2011e)



<sup>13</sup> Según el FMI, la consolidación fiscal típicamente tiene un efecto contractivo sobre el Producto. Un ajuste fiscal de 1% del PIB generalmente reduce el PIB en alrededor de 0,5% dentro de los dos años, y eleva la tasa de desempleo en alrededor de 0,3 p.p. (para mayor información, ver *World Economic Outlook*, FMI, Octubre de 2010).

En conclusión, la crisis de deuda soberana en la zona del euro, con consecuencias directas sobre la estabilidad financiera y la economía real, llevó a la introducción de diversos paquetes de austeridad fiscal en la región. El mercado espera que dichas medidas se traduzcan en una importante disminución del déficit fiscal en 2012. Sin embargo, dado que durante 2012 la región atravesaría una recesión, la situación fiscal de los países podría agravarse, en un marco en el que el incremento de la conflictividad social limitaría la implementación de ajustes adicionales en las cuentas públicas. Esto implicará una significativa reducción del margen de manobra para implementar políticas fiscales contracíclicas, que en la fase inicial de la crisis internacional resultaron un instrumento indispensable para mitigar los efectos negativos sobre el nivel de actividad y el empleo.

### III. Actividad Económica

#### III.1 Síntesis

En 2011 la actividad económica siguió registrando un elevado crecimiento, favorecida por el sostenido aumento de la demanda interna. Si bien el ritmo de expansión se moderó levemente en los últimos meses del año, el crecimiento en 2011 habría sido superior al 9%, ubicándose de este modo por encima del avance promedio del período 2003-2011 de 7,8%.

Por el lado de la demanda, la inversión fue el componente más dinámico en los últimos tres meses de 2011, tal como ocurrió en los siete trimestres previos, aunque exhibió un menor ritmo de expansión. La adquisición de Equipo durable de producción moderó su crecimiento, pero se mantuvo como el impulsor a la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF). El aumento de la inversión en Construcción también fue elevado, pero de menor magnitud que en los períodos previos. De este modo, la IBIF siguió alcanzando nuevos máximos históricos y la Tasa de inversión habría sido durante 2011 superior al 24%.

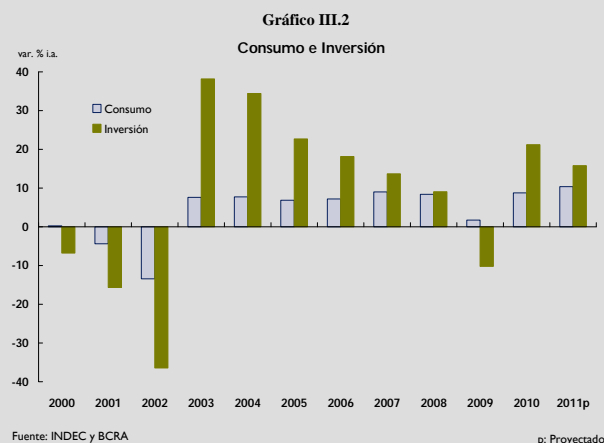
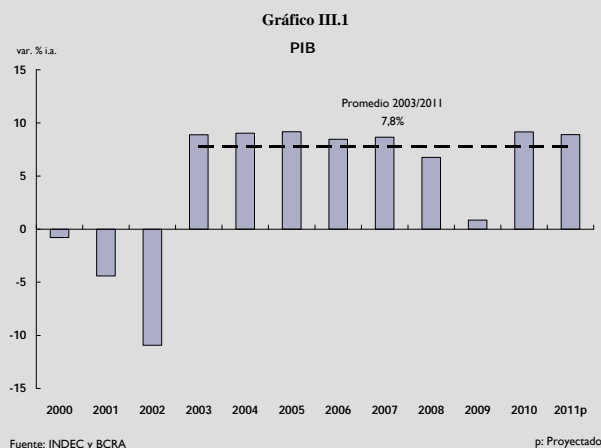
El Consumo privado siguió siendo el principal impulsor de la economía al mantener un elevado crecimiento y registrar la mayor participación en el Producto. Las familias volvieron a aumentar sus gastos en el último trimestre, a un ritmo semejante al observado en los períodos previos. A este escenario habrían contribuido un mercado laboral fortalecido y el aumento de las transferencias públicas, que incrementaron los ingresos de los hogares. A su vez, el alza en los créditos otorgados permitió a las familias aumentar el financiamiento de su consumo. Por su parte, el Consumo público continuó expandiéndose, en niveles levemente superiores a los observados en los trimestres previos.

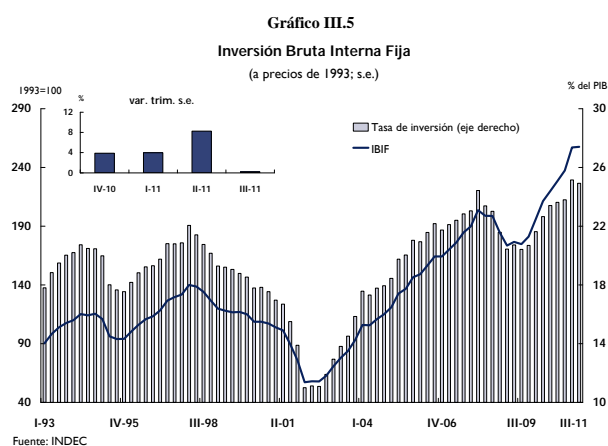
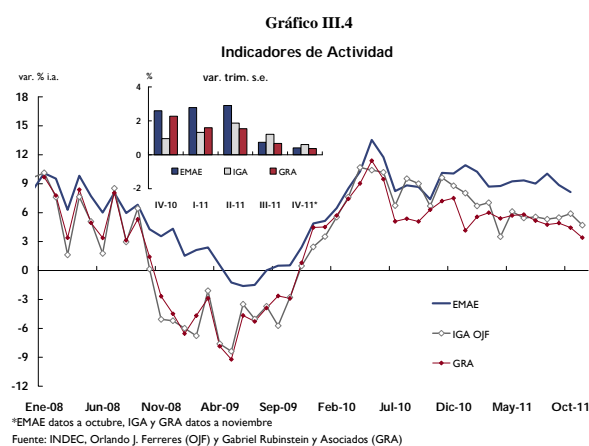
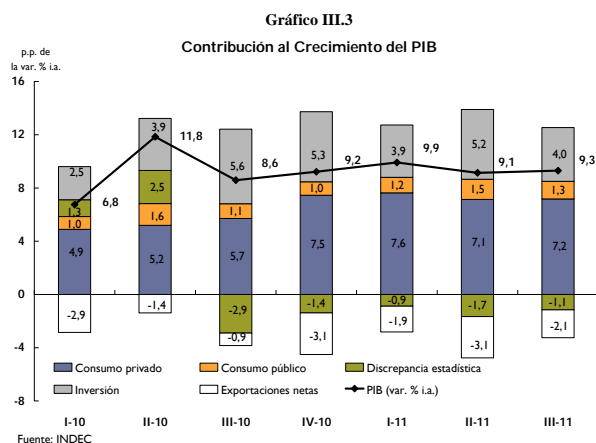
Las cantidades exportadas aceleraron su incremento en el cuarto trimestre y acumularon un aumento en el transcurso de 2011 cercano a 6%. Las ventas de Productos Primarios al exterior ganaron dinamismo en los últimos meses del año, mientras que los envíos de productos industriales mantuvieron su tendencia creciente. En sentido opuesto, volvió a disminuir la cantidad exportada de combustibles y energía.

Por el lado de la oferta, la producción de bienes moderó su expansión en el cuarto trimestre en relación a los períodos pasados, como consecuencia de un menor incremento de la industria y de la construcción. El sector agropecuario registró una suba moderada, ante una baja de la agricultura y un leve aumento de la actividad ganadera. En cuanto a los servicios, el comercio mayorista y minorista, la intermediación financiera y el transporte y las comunicaciones fueron los sectores que exhibieron la expansión más pronunciada y los que contribuyeron en mayor medida al alza del rubro.

Por último, las cantidades importadas disminuyeron su expansión en el cuarto trimestre en relación a los períodos pasados, con una desaceleración generalizada en los diversos tipos de bienes.

Para el presente año se espera que la economía argentina crezca a un ritmo más moderado, en torno a 6%, en línea con la desaceleración global prevista.





## III.2 Demanda

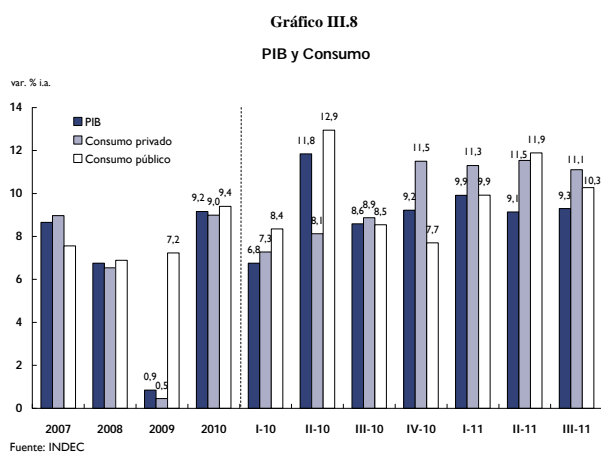
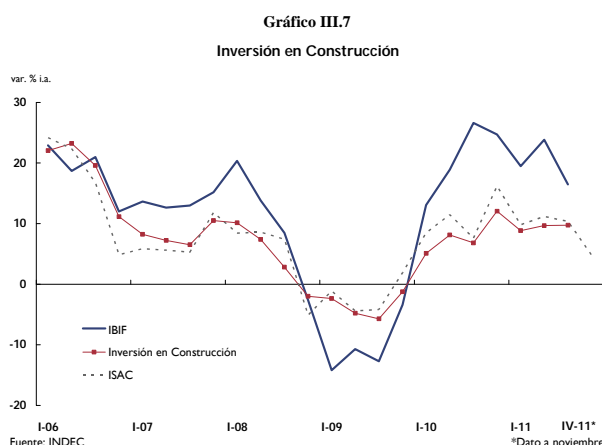
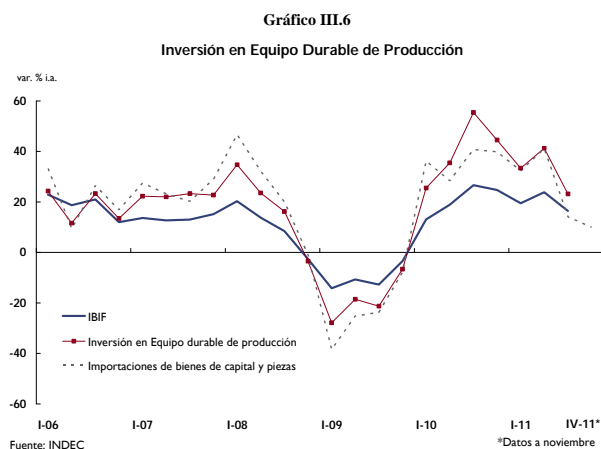
La actividad económica volvió a crecer a tasas elevadas en el último trimestre de 2011, impulsada por el aumento de la demanda interna y una demanda externa que mostró un dinamismo mayor al observado en los dos trimestres previos (ver Gráfico III.3). De este modo, a pesar de la moderación en el ritmo de expansión en los últimos meses, el crecimiento en 2011 habría sido superior al 9%, en línea con lo anticipado en el anterior **Informe de Inflación** (ver Gráfico III.4).

La inversión volvió a evidenciar un importante dinamismo, aunque con cierta desaceleración en todos sus componentes en relación con los primeros trimestres del año. La adquisición de Equipo durable de producción registró nuevamente el mayor incremento del rubro, con un alza en la compra de productos de origen nacional así como de importados, mientras que la Construcción creció a tasas más moderadas. En suma, la inversión alcanzó nuevos niveles récord y la Tasa de inversión habría superado en el 2011 el 24% (ver Gráfico III.5).

El Consumo privado permaneció como el componente de la demanda de mayor aporte al crecimiento económico en el último trimestre del año, registrando un ritmo de expansión semejante al exhibido en los períodos previos. Los mayores niveles de ingreso, producto de las condiciones favorables en el mercado laboral y el aumento de las transferencias, junto con la disponibilidad de financiación, permitieron a las familias seguir elevando sus gastos. En tanto, el Consumo público continuó en alza, creciendo a un ritmo algo superior al exhibido en los trimestres anteriores.

Las cantidades exportadas de bienes se incrementaron en el último trimestre, superando la dinámica de los cuatro períodos anteriores. El mayor crecimiento fue el registrado por los envíos de Productos Primarios (PP), mientras que las ventas de productos industriales siguieron en alza. En tanto, los despachos de combustibles y energía volvieron a caer, y lo hicieron en mayor cuantía.

En los próximos meses la economía argentina seguiría expandiéndose, aunque la desaceleración mayor a la esperada de la economía global impactará sobre los flujos de comercio internacional llevando a una moderación del crecimiento. De todas maneras, los principales socios comerciales de nuestro país continuarán registrando un mayor aumento de la actividad económica en relación con el promedio mundial. En efecto, se estima que Brasil, el principal socio comercial, se expanda en 2012 a un ritmo superior al de 2011. Así, se espera que el Producto crezca



en torno al 6% en 2012, traccionado por la robustez del mercado interno.

### **Inversión**

En el cuarto trimestre de 2011, la inversión siguió creciendo en términos interanuales y permaneció como el componente más dinámico de la demanda.

El gasto en Equipo durable de producción mantuvo su elevada expansión, aunque a un menor ritmo que en los períodos previos (ver Gráfico III.6). La compra de Maquinaria y equipo volvió a incrementarse, acompañando a la producción local. En particular, la importación de bienes de capital y sus partes creció en torno al 10% interanual (i.a.) en el último trimestre, luego de registrar subas que en promedio se ubicaron por encima del 30% i.a. en los trimestres anteriores.

La inversión en Construcción moderó su ritmo de crecimiento en los últimos meses del año con relación a los trimestres previos. No obstante, el sector siguió generando un efecto positivo sobre la creación de empleo (ver Sección IV y Gráfico III.7). Los mayores aumentos volvieron a registrarse en las obras realizadas fundamentalmente por el sector público, con nuevas inversiones en caminos y obras de infraestructura. También se incrementaron las construcciones asociadas al sector privado, como las viviendas, las edificaciones con fines comerciales e industriales y las obras petroleras.

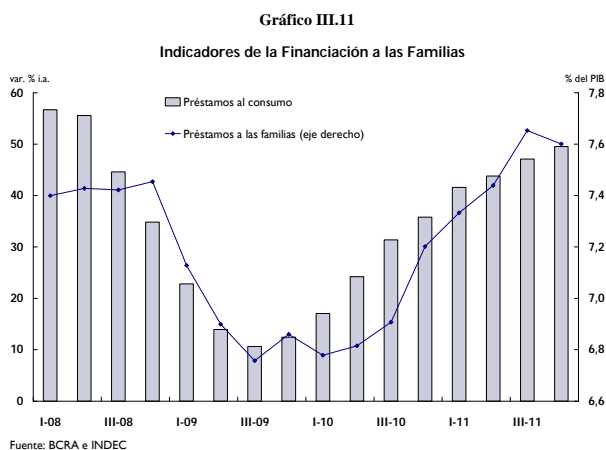
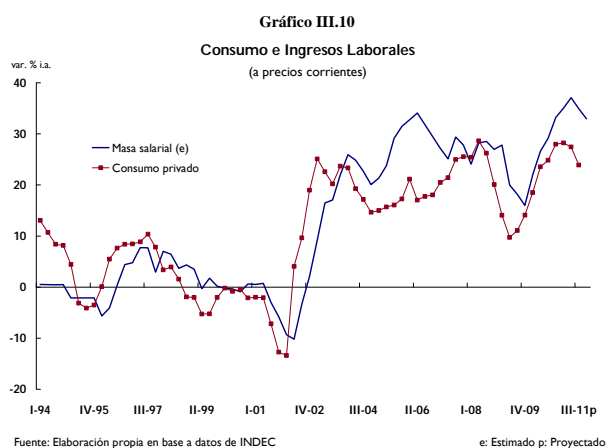
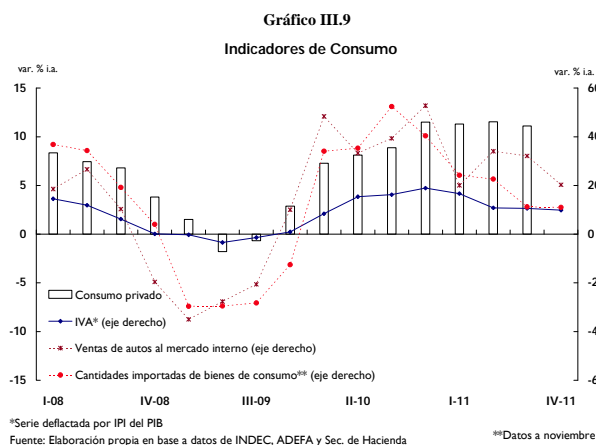
Hacia adelante se espera que la IBIF continúe en alza, aunque con cierta moderación en su ritmo de crecimiento originada por el menor aumento previsto tanto para el Equipo durable de producción como para la Construcción. De todas maneras, la inversión seguiría incrementándose a tasas superiores al Producto —lo que implicará una nueva suba de la Tasa de inversión—. Así, la IBIF se ubicaría por encima del 24% del PIB en 2012 y superaría levemente el nivel alcanzado en 2011.

### **Consumo**

El Consumo privado se incrementó con fuerza y experimentó en los últimos meses del año una expansión similar a la de los trimestres previos. Este comportamiento, sumado a su mayor participación en el Producto, permitió mantener al gasto de las familias como el componente de la demanda con mayor aporte al crecimiento de la economía, tal como viene ocurriendo en los últimos años (ver Gráfico III.8).

Dentro de los indicadores adelantados del comportamiento del Consumo privado, las ventas en supermercados re-





gistraron un aumento en términos nominales en el acumulado a noviembre del cuarto trimestre similar al del resto del año (en torno a 28% i.a.). Las ventas en centros de compras a precios corrientes aceleraron su crecimiento en el último trimestre, al incrementarse cerca de 35% i.a. y superar de este modo el alza del trimestre anterior. Por su parte, las cantidades importadas de Bienes de consumo exhibieron una suba del 11% i.a. mientras que las ventas de autos se elevaron 20% i.a. (ver Gráfico III.9).

Dentro de los factores que favorecieron a este desempeño del consumo, se destacó el fortalecimiento del mercado laboral, que permitió el sostenido aumento de los ingresos familiares. La suba de las remuneraciones en conjunto con el incremento del empleo dio como resultado nuevamente un alza de la masa salarial (ver Gráfico III.10). Asimismo, se vieron incrementados en términos interanuales los ingresos provenientes de las transferencias gubernamentales. Se destacaron el aumento registrado en octubre último de las Asignaciones Familiares de 22,7%, que incluyen a la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH) y la suba de las prestaciones previsionales de 16,8% en septiembre, que en el marco de la Ley de Movilidad Previsional alcanzaron un incremento de 37% i.a. durante el 2011.

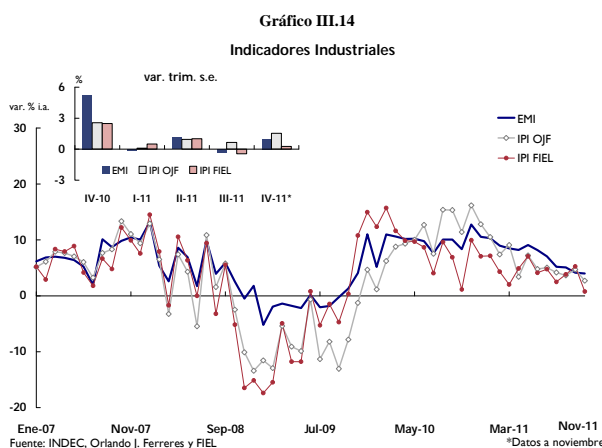
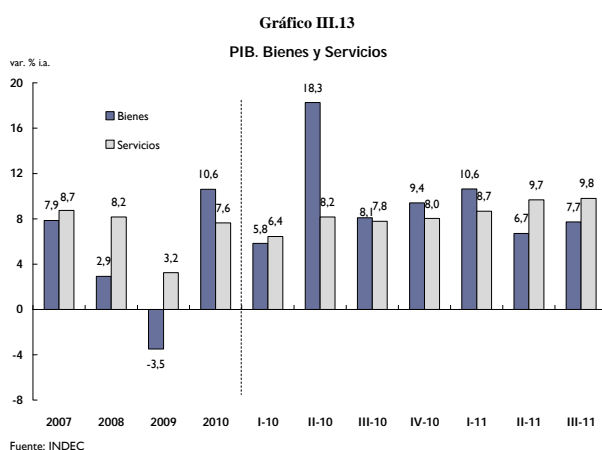
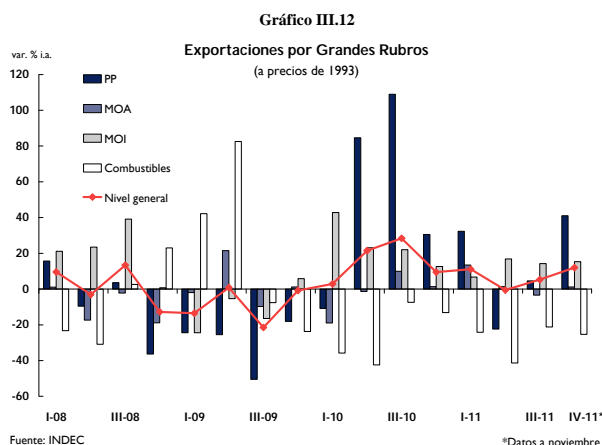
El crecimiento de los créditos otorgados y la renovación de las promociones y planes de financiación de las cadenas comerciales en conjunto con las entidades financieras también contribuyeron al incremento del gasto de las familias. En particular, los préstamos al consumo mantuvieron su elevado dinamismo en el trimestre, con un crecimiento del 48,7% i.a. de los préstamos personales y una suba del 47,6% i.a. de la financiación con tarjeta de crédito (ver Sección VII y Gráfico III.11).

Las perspectivas para el consumo para el año que comienza siguen siendo alentadoras, ante un escenario macroeconómico favorable, un mercado laboral sólido y el aumento esperado de los ingresos. Podría también estar beneficiado por la continuidad de las promociones y financiaciones, en un marco de bajos niveles de morosidad y endeudamiento de las familias en términos históricos. Por otro lado, algunos factores como el menor crecimiento de la economía mundial y la incertidumbre sobre su impacto en la economía argentina podrían dar lugar a cierta moderación en el ritmo de crecimiento del gasto de consumo de las familias.

### Exportaciones

En el último trimestre de 2011, las cantidades exportadas crecieron nuevamente, favorecidas por el aumento en los





envíos de PP y sus derivados y por la suba de las ventas de productos industriales.

En particular, en los primeros dos meses del cuarto trimestre las exportaciones de bienes se incrementaron 12% i.a. y superaron el alza del período previo. El mayor dinamismo fue el exhibido por los envíos de PP, que se elevaron en torno al 40% i.a. en los últimos meses del año, tras la suba de 4,6% i.a. en el tercer trimestre. El aumento respondió a la recuperación de las exportaciones de semillas y frutos oleaginosos y al mayor incremento de los envíos de cereales (ver Gráfico III.12; ver Sección V).

Por su parte, las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) crecieron en torno a 15,3% i.a. en los últimos meses del año, aún por encima de la dinámica exhibida en el tercer trimestre (14,2% i.a.). El incremento de las ventas respondió a la aceleración de las cantidades exportadas de productos químicos, mientras que las ventas de material de transporte, de máquinas y aparatos eléctricos y de manufacturas de metales se elevaron en menor cuantía.

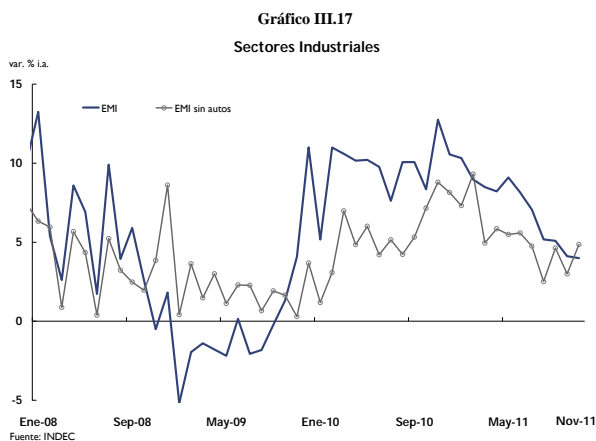
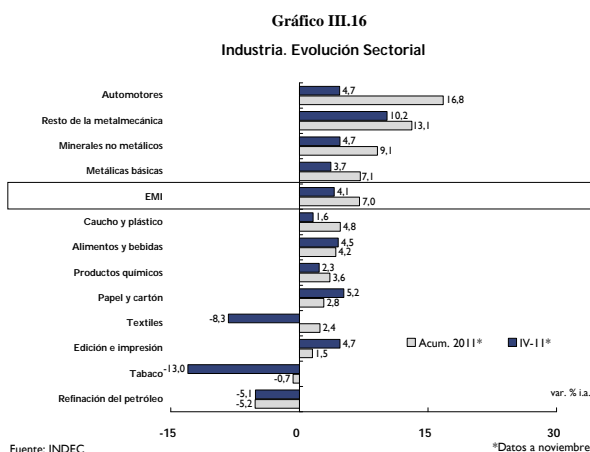
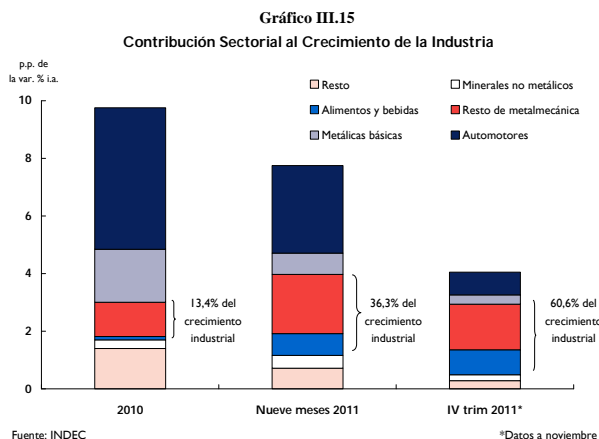
Las exportaciones de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) crecieron levemente en el período (1,2% i.a.), ante la recuperación de las ventas de carnes y de bebidas y el mayor aumento en los productos de molinería que, entre otros, compensaron la merma en los envíos de grasas y aceites. En tanto, las exportaciones de Combustibles se redujeron 25,4 % i.a., aún con más fuerza que en el trimestre previo (-21,2% i.a.), frente a la mayor demanda interna y una menor producción local.

En los próximos meses se espera que continúe el alza de las exportaciones, aunque el crecimiento más moderado del resto del mundo constituiría una restricción negativa sobre la demanda externa.

### III.3 Comportamiento de la Oferta

Durante los últimos meses de 2011 la actividad económica local siguió creciendo con fuerza, impulsada por la producción de bienes y en mayor medida por el incremento de los servicios (ver Gráfico III.13). De acuerdo a los indicadores adelantados, la producción de bienes moderó su ritmo de expansión en el cuarto trimestre con relación a los períodos pasados, frente a un menor avance de la industria y de la construcción. En tanto, el sector agropecuario registró una suba moderada, dado el leve aumento de la actividad ganadera compensado sólo parcialmente por la baja de la agricultura.

En lo que respecta a los servicios, mantuvieron su fuerte dinamismo a fines de 2011. El comercio mayorista y mi-



norista, la intermediación financiera y el transporte y las comunicaciones fueron los sectores que exhibieron las expansiones más pronunciadas y los que contribuyeron en mayor medida al crecimiento de la actividad.

## Industria

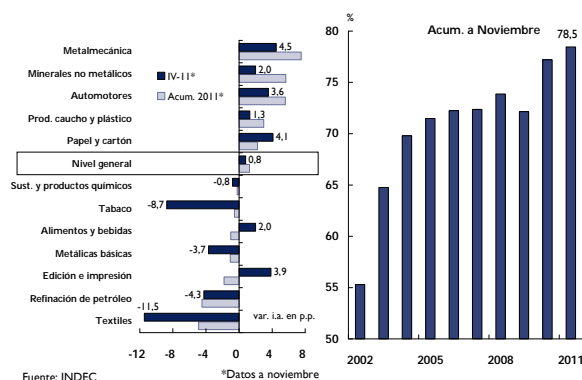
La actividad industrial creció nuevamente en el último trimestre del año, impulsada por el aumento sostenido de la demanda interna y externa. Si bien el ritmo de expansión fue inferior al exhibido en los primeros nueve meses de 2011, los niveles productivos volvieron a registrar un máximo histórico.

Según el Estimador Mensual Industrial (EMI) —que mide el desempeño de los productos e insumos más representativos— el sector manufacturero menguó su crecimiento a aproximadamente 4% i.a. en los primeros dos meses del cuarto trimestre, tras promediar un incremento de 7,7% i.a. en el acumulado a septiembre de 2011 (ver Gráfico III.14).

El crecimiento industrial fue difundido a lo largo de los sectores en los últimos meses de 2011, al registrar la mayoría de ellos una tasa de variación interanual positiva. Sin embargo, una gran parte de los mismos moderó su expansión en relación a los períodos previos, al tiempo que se observó un cambio en el liderazgo manufacturero (ver Gráficos III.15 y III.16). En efecto, la industria metalmecánica ganó protagonismo en el cuarto trimestre, al convertirse en el sector de más elevado crecimiento, con un alza en torno al 10% i.a., y el que contribuyó en mayor medida al aumento de la actividad industrial. Las subas más pronunciadas fueron las registradas en la producción de aparatos de uso doméstico, de artefactos eléctricos, de maquinaria agrícola y de instrumentos médicos y de precisión. Por su parte, la industria alimenticia se incrementó con más fuerza en los últimos meses de 2011 y pasó a ser el segundo aportante al alza de la actividad manufacturera. El aumento estuvo ligado a la suba de la molienda de cereales y oleaginosas, y a la mayor elaboración de bebidas, lácteos y carnes blancas.

El sector automotor, que lideró la expansión y fue el principal responsable del aumento de la actividad industrial en los últimos años, mostró un desempeño menos favorable. Según datos de la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA), la producción de autos disminuyó 3% i.a. en el último trimestre de 2011, en un marco de crecimiento de las ventas al mercado local de fabricación nacional (16,8% i.a.) y de caída en igual período de las exportaciones (9,1% i.a.). Este resultado estaría influido por las paradas técnicas y los adelantos de vacaciones en varias plataformas automotrices en el mes de diciembre, frente a la

**Gráfico III.18**  
Industria. Utilización de la Capacidad Instalada



acumulación de stocks en Brasil, principal destino de las exportaciones locales. De esta manera, la industria, excluido el sector automotor, se expandió en torno a los valores del trimestre previo (ver Gráfico III.17).

Por otro lado, ganaron dinamismo la producción de papel y cartón y la edición e impresión, aunque su contribución a la producción industrial es moderada dada su reducida participación en la misma.

La Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) alcanzó un nuevo récord en el acumulado de 2011 (78,5%) y presentó una suba interanual en el período octubre-noviembre (ver Gráfico III.18). El sector metalmecánico fue uno de los que más incrementó la UCI, en línea con la evolución de la producción, mientras que también se observaron subas en papel y cartón, edición e impresión, automotores y alimentos, entre otros.

En los próximos meses, la industria seguiría elevando su producción, dada la persistencia de una demanda interna robusta. Sin embargo, la desaceleración del crecimiento económico mundial y la evolución prevista para el Consumo privado podrían dar lugar a una moderación de la expansión industrial en 2012.

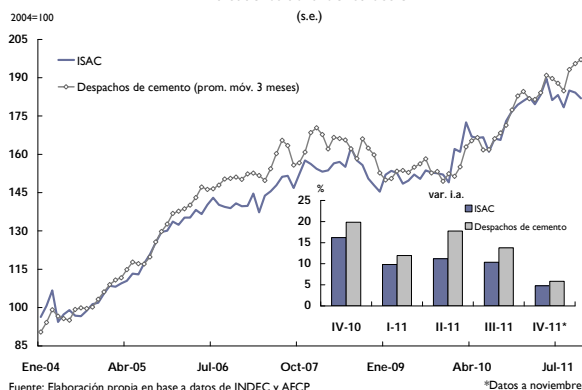
### Construcción

El sector de la construcción redujo su ritmo de expansión en los últimos meses de 2011 en relación a los trimestres previos, cuando fue uno de los principales impulsores de la actividad económica (ver Gráfico III.19). Sin embargo, la construcción permaneció en el cuarto trimestre como uno de los sectores líderes en la generación de empleo.

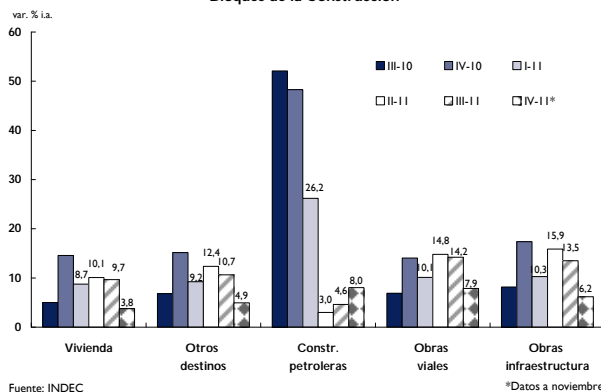
Todos los bloques presentaron una suba interanual de la actividad hacia fines de año, pero disminuyendo la mayoría su ritmo de crecimiento. Las ramas vinculadas principalmente a la obra pública se ubicaron entre las más dinámicas entre octubre y noviembre, con un aumento de 7,9% i.a. para las viales y de 6,2% i.a. para las de infraestructura. En cuanto a los sectores vinculados mayormente a la obra privada, las construcciones con fines comerciales e industriales se elevaron 4,9% i.a., las viviendas crecieron 3,8% i.a., mientras que las obras petroleras, el único sector que aceleró su incremento, se expandieron 8% i.a. (ver Gráfico III.20).

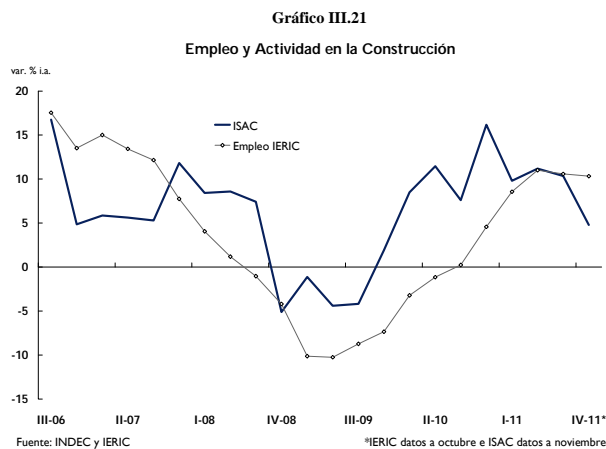
A pesar de la moderación en el ritmo de crecimiento del sector, el empleo formal en la construcción siguió creciendo en el cuarto trimestre a tasas de dos dígitos (ver Gráfico III.21). Como resultado, la cantidad de puestos laborales registrados se ubicó en octubre pasado en torno al máximo alcanzado en noviembre de 2007.

**Gráfico III.19**  
Indicadores de la Construcción (s.e.)



**Gráfico III.20**  
Bloques de la Construcción

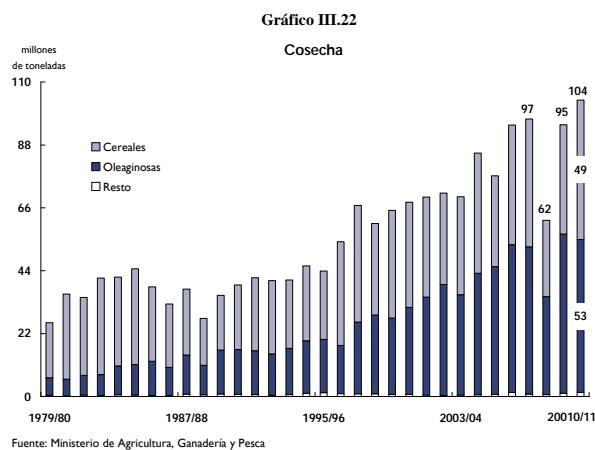




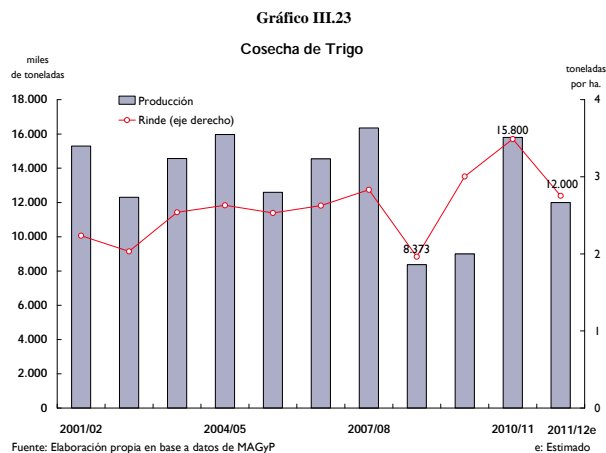
Las perspectivas para el sector de la construcción en los próximos meses son positivas, tal como establecen los indicadores adelantados. Los permisos de edificación otorgados para la ejecución de obras privadas en una nómina representativa de 42 municipios acumularon un incremento de 6,7% i.a. en los primeros once meses de 2011. La encuesta cualitativa realizada por el INDEC a los empresarios del sector arrojó como resultado un escenario de estabilidad para la actividad en 2012, tanto según los empresarios que realizan obras privadas como los que se dedican principalmente a la ejecución de obras públicas.

### Sector Agropecuario

La actividad en el sector agropecuario presentó una suba interanual moderada en el último trimestre de 2011, con un cambio en la dinámica de los componentes del bloque. Mientras que la agricultura pasó a registrar una caída interanual en el trimestre, tras finalizar una campaña récord, el sector pecuario mostró un aumento de su actividad en el período.

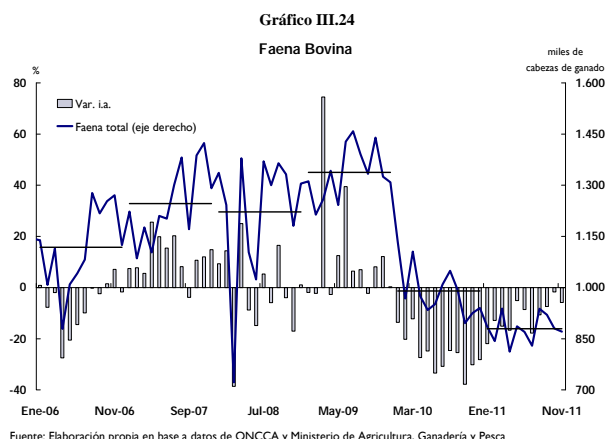


Luego del incremento de 9% de la cosecha correspondiente al ciclo 2010/11, la reducción de la actividad agrícola en el cuarto trimestre estuvo relacionada al desarrollo de los cultivos de grano fino de la nueva campaña (ver Gráfico II.22). En particular, la cosecha de trigo del ciclo 2011/12 finalizaría en volúmenes superiores a las 12 millones de toneladas, lo que implica una caída con respecto a la campaña anterior. Esta disminución respondería a una baja en los rindes obtenidos, dado que la superficie implantada con este cereal se ubicó en torno a las 4,6 millones de hectáreas, área semejante a la de la campaña precedente (ver Gráfico II.23). Para la cebada cervecera la producción registraría un aumento a más de 3,2 millones de toneladas —lo que pasaría a constituir un nuevo récord de este cereal— a partir de un incremento de la superficie cultivada que sería suficiente para compensar la caída de los rindes.



Las perspectivas para el 2012 dependerán de las condiciones climáticas de las próximas semanas, que determinarán las cosechas de maíz y de soja. Si bien la superficie sembrada con ambos cultivos es superior a la del ciclo 2010/11, los rindes, que se esperan sean inferiores a los de la última campaña, estarán supeditados a las lluvias que se registren en la zona núcleo de producción de estos granos.

Por su parte, el sector pecuario exhibió un incremento de su actividad en el último trimestre de 2011, favorecido por el aumento en la faena de aves y en la producción del sector lechero. De manera contraria, la faena bovina volvió a disminuir en el período, aunque recortando la caída a aproximadamente un 5% i.a. (ver Gráfico III.24).



La actividad del sector parece haberse estabilizado en los niveles actuales, en una fase de retención de hembras con el fin de recomponer el rodeo que ya acumula más de un año. Sin embargo, la falta de lluvias normales en grandes zonas del país podría incentivar a los productores a enviar animales al matadero con el fin de evitar pérdidas ante el temor de una profundización de estas condiciones climáticas.

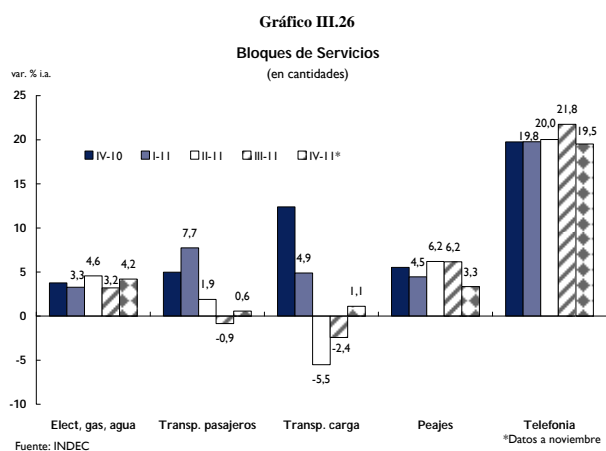
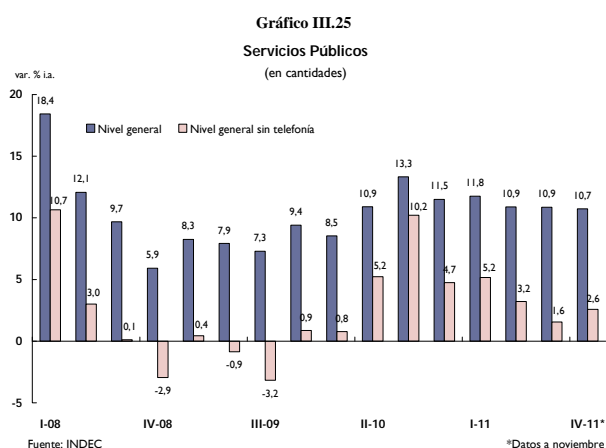
La producción de leche volvió a crecer en el último trimestre de 2011, aunque con una suba inferior a la de los trimestres pasados. Este sector fue afectado por la escasez de precipitaciones que caracterizó a los meses recientes, generando una disminución de las reservas de humedad en los suelos de la mayoría de las cuencas lecheras e impidiendo el normal desenvolvimiento de las pasturas para alimentar a los animales.

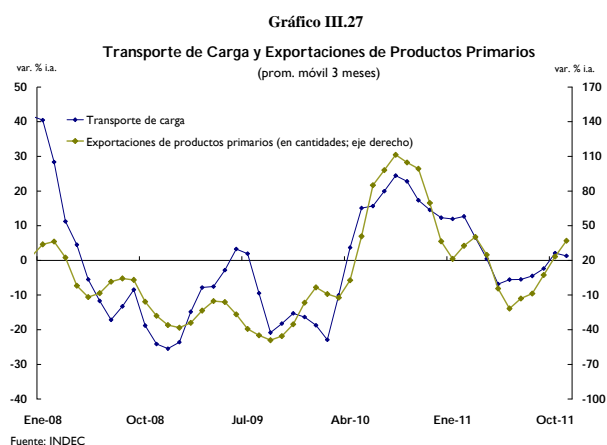
### Servicios

El consumo de servicios públicos se expandió a un ritmo elevado en el último trimestre de 2011, similar al registrado en los períodos previos (ver Gráfico III.25). Las comunicaciones permanecieron como el motor del crecimiento del sector, si bien el resto también exhibió un desempeño positivo.

La telefonía, la principal impulsora del aumento de los servicios, moderó su crecimiento en los últimos meses de 2011 a 19,5% i.a. (ver Gráfico III.26). Las comunicaciones por celular se elevaron nuevamente con fuerza, tanto por el aumento de las llamadas realizadas como por el incremento en el envío de mensajes de texto. De este modo, el uso de la telefonía móvil siguió siendo un factor clave, impulsado por el surgimiento de nuevas aplicaciones tecnológicas. En este sentido, si bien la telefonía fija experimentó un aumento en el último trimestre de 2011, lo hizo en menor magnitud que las comunicaciones por celular.

Excluyendo la telefonía, el resto de los servicios en su conjunto se incrementó con más fuerza en el último trimestre del año, acelerando su expansión a 2,6% i.a. El mayor crecimiento fue el registrado por el suministro de electricidad, gas y agua (4,2% i.a.), debido principalmente al aumento en la demanda de energía eléctrica y en menor medida a la suba en el consumo de gas natural y de agua. El tránsito de vehículos por rutas con peajes le siguió en expansión (3,3% i.a.), aunque creció en menor cuantía que en el trimestre previo. El mayor dinamismo fue el exhibido por los colectivos y camiones livianos pasantes por rutas nacionales y de la Provincia de Buenos Aires, en torno al 16% i.a.



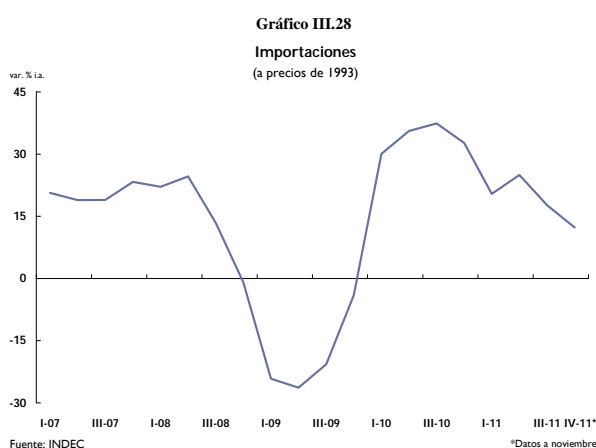


A diferencia del trimestre anterior, el transporte se recuperó y mostró una suba. En particular, el transporte de carga creció 1,1% i.a., favorecido entre otros factores por el sostenido aumento del comercio mayorista y minorista, la suba de la actividad industrial y el fuerte incremento en los envíos de PP al exterior entre septiembre y noviembre, tras la caída de los seis meses previos (ver Gráfico III.27). En tanto el transporte de pasajeros exhibió un alza moderada (0,6% i.a.), favorecido por el aumento en el servicio de aeronavegación internacional y la reanudación en noviembre de los vuelos de cabotaje, que habían sido afectados por las cenizas y se habían reducido en los meses anteriores.

Para los próximos meses se prevé que el consumo de servicios siga en alza, alentado por el incremento de las actividades comerciales, las comunicaciones y el transporte. El aumento del turismo seguiría dinamizando al sector de hoteles y restaurantes, mientras que la intermediación financiera crecería nuevamente (ver Sección VII).

### Importaciones

Las importaciones medidas en cantidades siguieron en alza en el último trimestre, acompañando el aumento de la actividad económica. Sin embargo, el incremento fue menor al evidenciado en los primeros trimestres del año, registrando todos los grupos de bienes una reducción en su tasa de crecimiento interanual (ver Gráfico III.28).



Las cantidades importadas de bienes crecieron 12,3% i.a. en los primeros dos meses del cuarto trimestre, luego de elevarse 18% i.a. en el trimestre previo. Las compras de Combustibles y lubricantes permanecieron como las más dinámicas, al experimentar una suba en torno al 42% i.a. en el último trimestre de 2011. Las compras de Piezas y accesorios, si bien no estuvieron exentas a la desaceleración, crecieron nuevamente con fuerza (20,8% i.a.) y en mayor medida que las adquisiciones de Bienes de capital (7,7% i.a.). En tanto, la cantidad importada de Bienes intermedios se elevó 7,3% i.a. y 11% i.a. la de Bienes de consumo.

En este marco, la elasticidad Importaciones-Producto descendió a 2,2 en el año, luego de ubicarse en 3,8 en 2010. Para los próximos meses, se espera que las importaciones sigan en alza, previéndose una leve disminución de la elasticidad Importaciones-PIB en 2012, a partir de una importante desaceleración de la compra al exterior de combustibles y de la política comercial, entre otros factores.



## IV. Empleo y Salarios

### IV.1 Síntesis

En 2011, el escenario de crecimiento económico siguió dando impulso al mercado laboral, principalmente mediante la creación de empleo. Como corolario, el desempleo volvió a disminuir en términos interanuales (i.a.), observándose un progreso en la calidad del empleo, lo que se tradujo en una reducción de la tasa de desempleo abierta.

En el tercer trimestre del año, de acuerdo con los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), la Tasa de desocupación cayó por séptimo trimestre y se ubicó en 7,2% de la Población Económicamente Activa (PEA), disminuyendo 0,3 puntos porcentuales (p.p.) respecto a un año atrás. Por su parte, la Tasa de desocupación abierta (desocupados + subocupados demandantes) fue de 13,2% de la PEA (-0,4 p.p. i.a.), exhibiendo una nueva caída en términos interanuales.

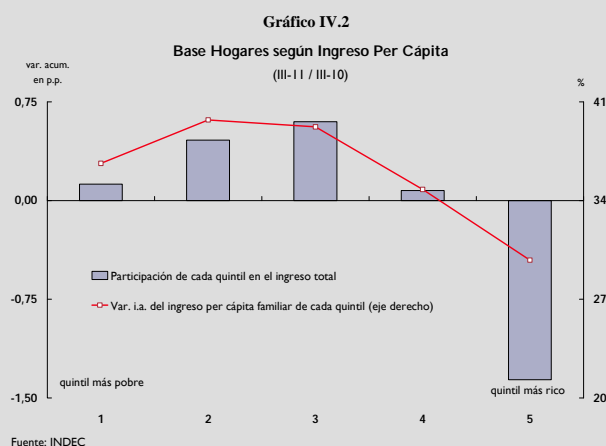
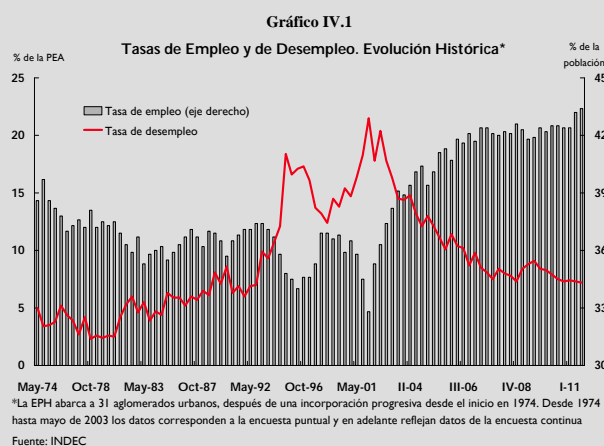
En el mismo período, la Tasa de empleo mostró una mejora hasta 43,4%, alcanzando un nuevo récord. Este aumento reflejó la creación de 298 mil puestos de trabajo durante los últimos doce meses al tercer trimestre de 2011 (2,8% i.a.), con mayor énfasis en el interior del país (3,6% i.a.). Si bien luego de cinco trimestres de caídas se observó un leve incremento en la subocupación en el tercer trimestre de 2011 (2,4% i.a.), también se produjo un considerable aumento en la cantidad de empleos plenos (+274 mil nuevos puestos de trabajo interanuales —2,9% i.a.—). Por otro lado, disminuyó la tasa de informalidad de la economía hasta 34,3% de los asalariados (-1,5 p.p. i.a.), ante el fuerte y sostenido crecimiento que exhibió el empleo formal, de 5,2% i.a. en el período.

En el lapso julio-septiembre de 2011 la Tasa de actividad subió 0,8 p.p. i.a. hasta 46,7%, respondiendo a un fuerte incremento de la PEA (2,6% i.a.). La suba de la PEA fue más marcada en el interior del país (3,7% i.a.; +189 mil personas, donde el incremento es persistente, mientras que en el GBA el aumento fue más moderado (+1,7% i.a.; +105 mil personas).

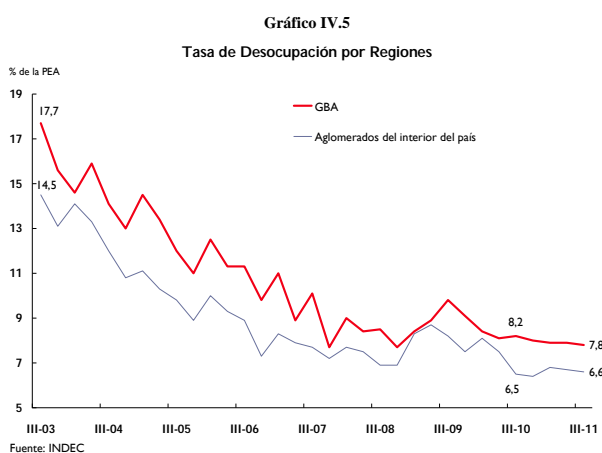
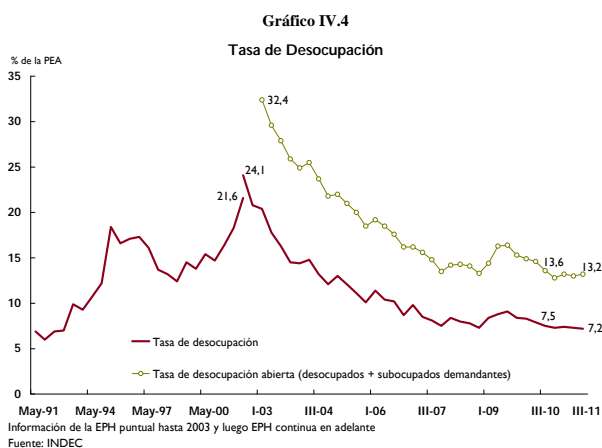
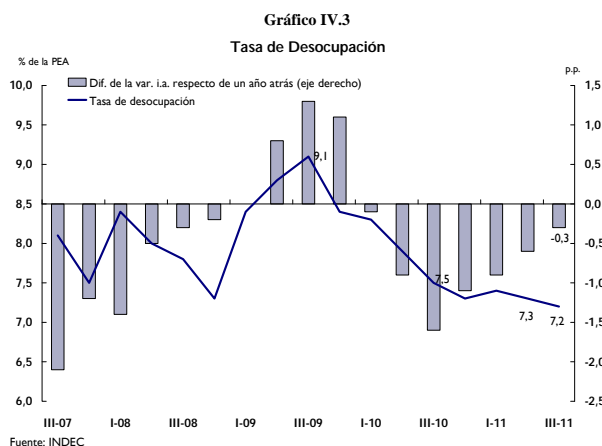
La demanda de nuevas posiciones laborales habría seguido en ascenso en los últimos meses del año, como se evidenció en las diversas encuestas de expectativas de empleo y de demanda laboral. Hacia delante, si bien el descenso de la Tasa de desocupación podría moderarse, acompañando la evolución de la actividad económica, seguirían observándose mejoras en la calidad del empleo apoyadas en las políticas gubernamentales implementadas, como por ejemplo la extensión del plazo de vigencia de la reducción de las contribuciones patronales que se aplica sobre las nuevas contrataciones.

En los últimos meses de 2011 el ritmo de incremento interanual del Índice de Salarios del promedio de la economía se ha mantenido elevado. Esta tendencia se reforzaría a medida que se incorporen los últimos escalones de los ajustes salariales acordados en las negociaciones de 2011, cuya entrada en vigencia se extiende en algunos casos hasta el primer trimestre de 2012. Así, los salarios habrían cerrado 2011 con un aumento superior al del año previo.

Para 2012 se espera que continúe la tendencia en la mejora de la distribución del ingreso, como consecuencia tanto de la fortaleza del mercado laboral como de las políticas de transferencias de recursos a los sectores más vulnerables.







## IV.2 Empleo

Durante el 2011 el escenario de crecimiento económico siguió dando impulso al mercado laboral, a partir de la creación de nuevos puestos de trabajo y de la mejora en la calidad del empleo. Como corolario, la tasa de desempleo mostró una sostenida disminución.

Los últimos datos disponibles de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) midieron una Tasa de desocupación de 7,2% de la Población Económicamente Activa (PEA)<sup>14</sup> en el tercer trimestre de 2011. Esto implicó un descenso de 0,3 puntos porcentuales (p.p.) con respecto a la tasa observada un año atrás, ubicándose por sexto trimestre consecutivo por debajo de 8% (ver Gráfico IV.3).

Los desocupados totales en el tercer trimestre alcanzaron a 848 mil personas en los 31 aglomerados urbanos relevados, implicando una baja de 4 mil desempleados respecto de igual período de 2010. A su vez, se verificó una caída de 0,1 p.p. en términos interanuales (i.a.) en la subocupación demandante<sup>15</sup>, que llegó hasta 6% de la PEA. De este modo, la Tasa de desocupación abierta, que computa a los desocupados más los subocupados demandantes, bajó hasta 13,2% de la PEA, una reducción de 0,4 p.p. i.a. (ver Gráfico IV.4).

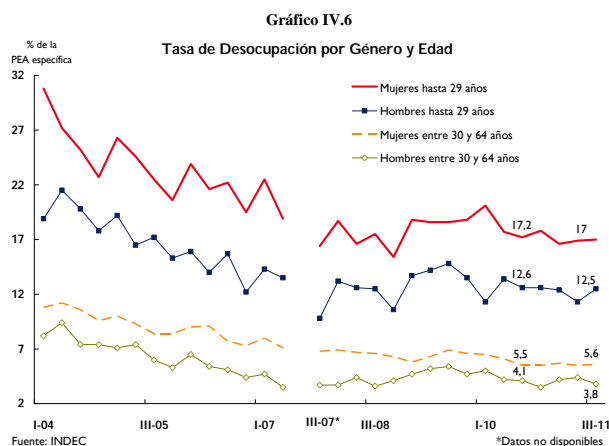
El descenso del desempleo con relación a un año atrás refleja el aumento del empleo por sobre la expansión de la fuerza laboral. Dicho comportamiento fue más marcado en el Gran Buenos Aires (GBA), donde la reducción del desempleo fue de 0,4 p.p., mientras que en los Aglomerados del Interior del País (AIP) la tasa se ubicó 0,1 p.p. por encima de la registrada en el tercer trimestre de 2010 (ver Gráfico IV.5). De esta manera, en el interior el desempleo alcanzó el 6,6% y en el GBA, el 7,8% de la PEA.

Analizando la evolución entre las distintas regiones, se observan comportamientos dispares. Mientras que en la región Pampeana —que registra la mayor tasa de desocupación entre los AIP— la Tasa de desempleo subió 0,7 p.p. i.a. hasta 7,9% de la PEA, en el Noreste el desempleo registró la mayor caída en relación a un año atrás (-1,7 p.p.), exhibiendo la Tasa de desocupación más baja del país (3,4%).

En tanto, los aglomerados de menos de 500 mil habitantes, que representan cerca de 20% de la población total relevada en la EPH, mostraron una baja de 0,1 p.p. en la Tasa de desocupación hasta ubicarse en 5,9%, resultan-

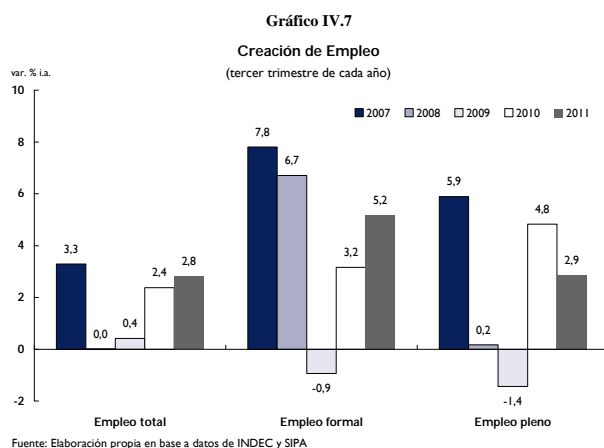
<sup>14</sup> Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.

<sup>15</sup> Ocupados que trabajan menos de 35 horas semanales por causas involuntarias, están dispuestos a trabajar más horas y están en la búsqueda activa de otra ocupación



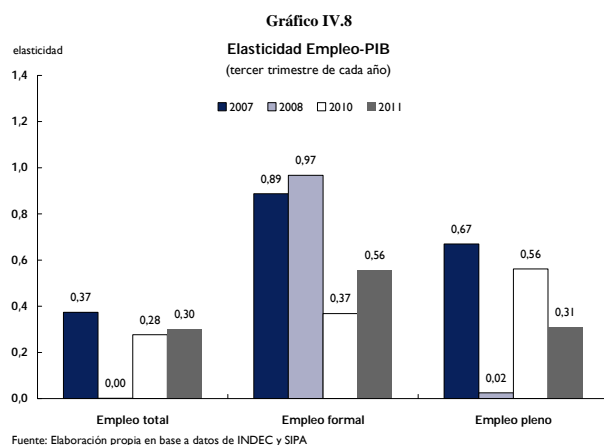
do inferior a la tasa observada en los aglomerados con más de 500 mil habitantes que, con una baja de 0,3 p.p. i.a., se ubicó en 7,5% de la PEA.

Analizando la información disponible por tramos de edad poblacional, la mayor Tasa de desocupación se verificó entre las personas menores de 30 años (17% en mujeres y 12,5% en hombres). La Tasa de desocupación correspondiente a la franja de edad entre 30 y 64 años fue significativamente inferior (5,6% en mujeres y 3,8% en hombres), siendo el desempleo masculino de este segmento el que registró el mayor descenso respecto de un año atrás (ver Gráfico IV.6). Analizando por género, la Tasa de desempleo de las mujeres sigue siendo la más elevada, aunque dentro de este segmento se observaron dinámicas diferenciadas en los últimos años (ver Apartado 2).



El incremento de la ocupación fue superior al crecimiento poblacional, de manera que la Tasa de empleo<sup>16</sup> se ubicó en 43,4%, marcando una suba de 0,9 p.p. respecto de igual período del año anterior (ver Gráfico IV.1). La ocupación totalizó 10,9 millones de personas en los 31 aglomerados relevados por la EPH, subiendo 2,8% respecto de un año atrás (con mayor énfasis en el interior del país; 3,6% i.a.). Esto implicó una elasticidad empleo-PIB de 0,3, que resulta superior a la de igual período de los tres años previos, en los que se observó un proceso de aumento de la productividad que sustituyó parcialmente la incorporación de nuevos trabajadores.

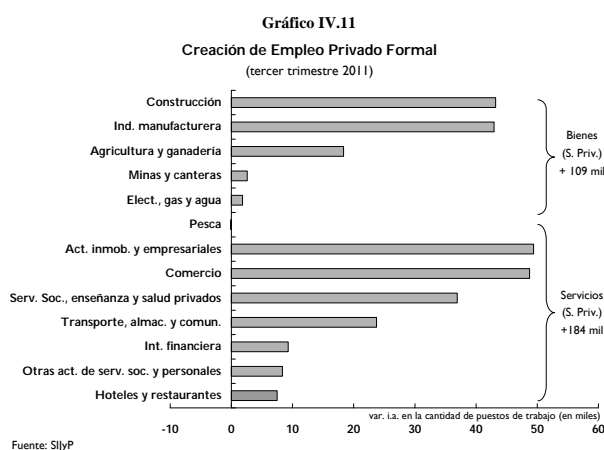
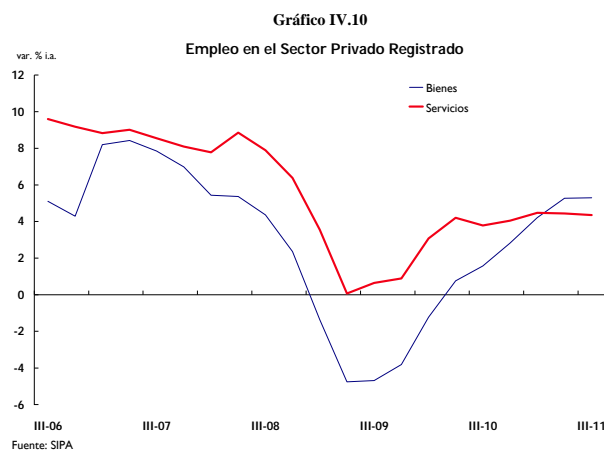
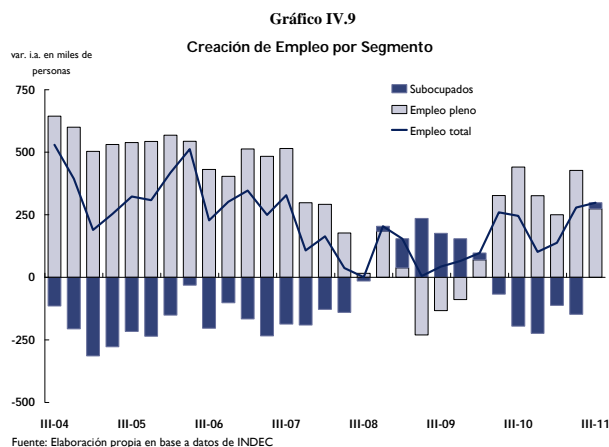
Los avances siguen siendo significativos si se discrimina la evolución de la ocupación en torno a las diferentes intensidades de empleo. En particular, si se considera la creación de empleo pleno<sup>17</sup> se verificó un alza levemente superior, de 2,9% i.a., marcando una elasticidad empleo pleno-PIB de 0,31 (ver Gráficos IV.7 y IV.8).



Esta mejora en la calidad del empleo se dio sobre todo en la primera mitad de 2011, ya que durante el tercer trimestre la creación de empleo de tiempo completo vino acompañada de una leve suba de empleos de medio tiempo. En efecto, en los 31 aglomerados relevados, entre el tercer trimestre de 2011 y el mismo período de 2010, el empleo total se incrementó en 298 mil puestos como consecuencia de un alza de 274 mil empleos de tiempo completo y una suba de 24 mil puestos de medio tiempo (ver Gráfico IV.9). Los subocupados totales actualmente representan el 8,8% de la PEA, con una Tasa de desocupación demandante de 6% y de 2,8% para el caso de la no demandante.

<sup>16</sup> Cociente entre la población ocupada y la población total.

<sup>17</sup> Aquel que comprende a las personas que trabajan al menos 35 horas semanales.



En el período analizado también se redujo la Tasa de informalidad de la economía a 34,3% de los ocupados asalariados (-1,5 p.p. i.a.), dado el persistente crecimiento del empleo formal. Así, la Tasa de informalidad alcanzó niveles similares a los de inicios de los años noventa.

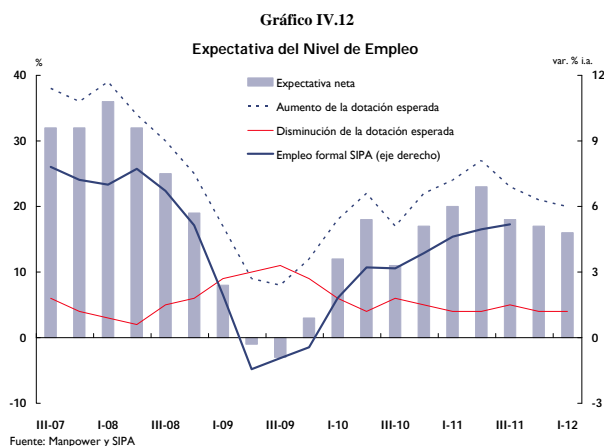
Según datos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), en el tercer trimestre el empleo formal mostró un incremento de 5,2% i.a., lo cual representa una elasticidad empleo formal-PIB de 0,56. Dentro del sector privado registrado (con una creación de 4,8% i.a.), las ramas productoras de bienes presentaron el mayor crecimiento (5,3% i.a.), superando por segunda vez desde fines de 2005 el ritmo de aumento del sector productor de servicios, que elevó su dotación de ocupados formales en 4,4% i.a. en el tercer trimestre (ver Gráfico IV.10)<sup>18</sup>. No obstante, las actividades relativas a la producción de bienes recién están recuperando los niveles de ocupación alcanzados en 2008, previos a la profundización de la crisis internacional, mientras que el nivel de empleo en los servicios supera al máximo de 2008 en 7,6%. En tanto, la ocupación del sector público, fundamentalmente en las provincias, contribuyó a la creación de empleo total, con un alza de 6,7% i.a. en el tercer trimestre.

En el tercer trimestre del año, la actividad de la construcción fue una vez más la que mayores incorporaciones registró en su nómina (verificando un alza de 11,2% i.a.), seguida por el agro (+5,7% i.a.). El crecimiento alcanzado en los sectores de servicios fue más generalizado. En particular, se destacó la contratación de personal dentro de las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (+6,7% i.a.), seguida por la creación de empleo en comercio, transporte, intermediación financiera y enseñanza, servicios sociales y de salud, los que conjuntamente explicaron más de dos tercios del incremento correspondiente a los servicios en el sector registrado (ver Gráfico IV.11).

En el período julio-septiembre de 2011 la Tasa de actividad<sup>19</sup> subió 0,8 p.p. hasta un 46,7%, respondiendo a una expansión de la fuerza laboral que superó al incremento poblacional. El alza de la PEA en el trimestre (1,7% i.a.) fue más marcada en los AIP (3,7% i.a.; 189 mil personas), donde el incremento es persistente, mientras que en el GBA fue favorable por segundo trimestre consecutivo (1,7% i.a.; 105 mil personas), luego de dos períodos de disminuciones.

<sup>18</sup> Al tercer trimestre el sector productor de servicios concentró aproximadamente el 72% del empleo registrado del SIPA, mientras que el de bienes representó el 28%. Ello guarda relación con el valor agregado que genera cada uno de los sectores en la actividad económica: el sector servicios representa aproximadamente 70% del PIB mientras que el de bienes el 30%.

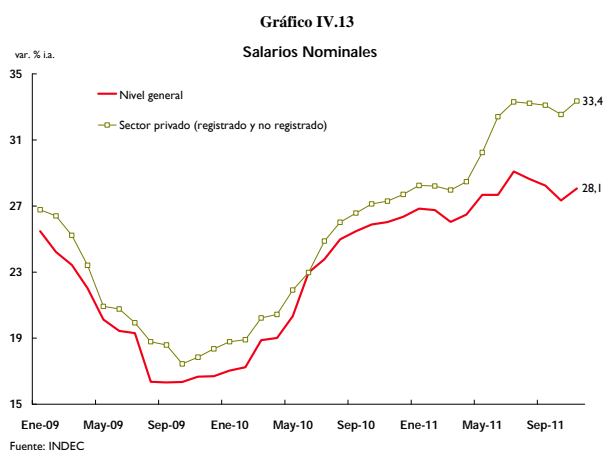
<sup>19</sup> Cociente entre la PEA y la población total.



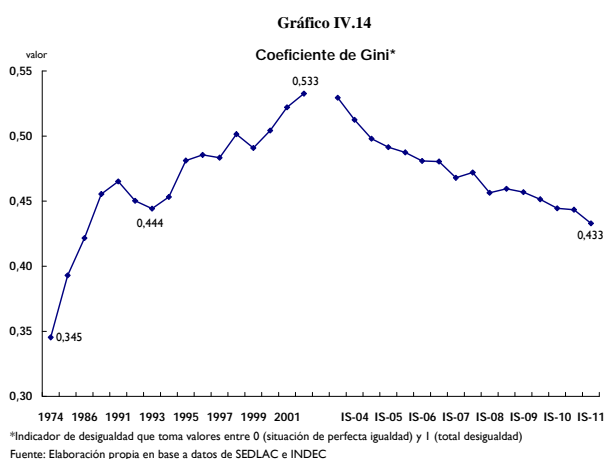
El escenario de crecimiento económico esperado para el año que comienza hace prever una moderación en la demanda de nuevas posiciones laborales y una continuidad en la mejora de la calidad del empleo. Las encuestas de expectativas de empleo y de demanda laboral muestran, en este sentido, requerimientos de empleo en niveles estables (ver Gráfico IV.12). De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Empleo Manpower, los planes de contratación más optimistas son reportados en el sector de educación y en el de comercio mayorista y minorista, en tanto que se predicen incrementos de empleo más moderados en los sectores de transportes y servicios públicos, minería y construcción.

### IV.3 Ingresos

Los ingresos nominales de las familias crecieron significativamente en 2011, dadas las mejoras en el mercado de trabajo concentradas en la formalización y el aumento de la calidad del empleo, y el impacto de las políticas públicas.



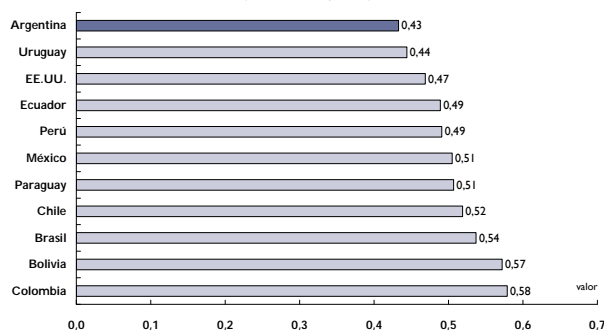
En el caso de las remuneraciones, en los últimos meses el Índice de Salarios exhibió una aceleración de los incrementos interanuales, tras la relativa estabilización captada a comienzos del segundo semestre del año. En particular, el sector privado registrado resultó el componente de mayor crecimiento interanual, mostrando una considerable aceleración a partir del segundo trimestre de 2011. Por su parte, en el sector informal<sup>20</sup> se observó una suba sostenida de las remuneraciones a lo largo de todo el año, aunque con cierta estabilización en el margen. Así, el sector privado total (registrado y no registrado) verificó en los últimos meses un mayor dinamismo y logró las mayores tasas de incremento salariales desde el inicio de la serie en 2001 (ver Gráfico IV.13). De este modo, en conjunto, el Índice de Salarios alcanzaría en 2011 un incremento superior al del año previo.



Para el primer trimestre de 2012 se prevé que se mantenga la tendencia reciente en la tasa de aumento de los salarios, influida por la entrada en vigencia de los últimos escalones de los ajustes salariales acordados en las negociaciones colectivas de 2011. De todas maneras, en el transcurso de 2012 se prevé una desaceleración en el ritmo de aumento de los salarios a medida que comienzan a computarse los ajustes resultantes de las nuevas paritarias, en línea con una demanda laboral que seguirá siendo positiva pero más moderada.

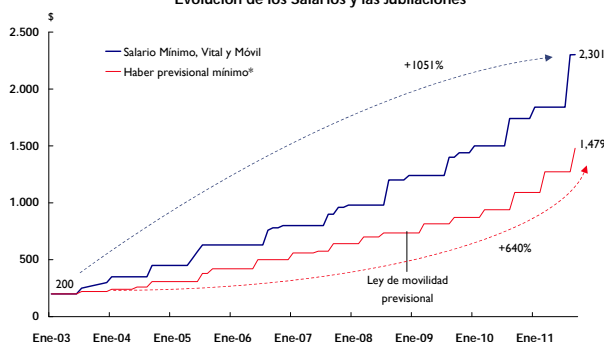
<sup>20</sup> Para el segmento informal, los salarios se estiman sobre la base de la información de la EPH, que se conoce con posterioridad al índice de salarios, por lo que la evolución de las remuneraciones del sector no registrado tiene un rezago de 3 a 6 meses con respecto al sector registrado.

**Gráfico IV.15**  
Coeficiente de Gini\*  
(último dato disponible)



\*Indicador de desigualdad que toma valores entre 0 (situación de perfecta igualdad) y 1 (total desigualdad)  
Fuente: INDEC y FMI

**Gráfico IV.16**  
Evolución de los Salarios y las Jubilaciones



\*Incluye subsidio de atención sociosanitaria de \$45 del Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSSJP; Ex PAMI)

Fuente: Ministerio de Trabajo Empleo y Seguridad Social y Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Al aumento de los salarios se suman las políticas de transferencias de recursos a los sectores de menores ingresos que han permitido la continuidad de la mejora en la distribución del ingreso (ver Gráficos IV.14 y IV.15). En efecto, en el tercer trimestre de 2011 se observó una suba de la participación de los quintiles más bajos en el ingreso total<sup>21</sup>, cayendo en contraposición la participación del quintil más alto en el ingreso total a 38,1% frente a 39,5% en el tercer trimestre de 2010 y a 40,1% en 2007 (ver Gráfico IV.2).

Hacia fines de 2011 se implementaron nuevos ajustes en las transferencias gubernamentales que permitirán, conjuntamente con las favorables condiciones en el mercado de trabajo, continuar mejorando la distribución del ingreso. Al incremento de las Asignaciones Familiares de 22,7% (que incluye a la Asignación Universal por Hijo) y de la remuneración mínima alcanzada para la percepción de dicha transferencia, se sumó un nuevo aumento de los haberes previsionales bajo la Ley de Movilidad Previsional en septiembre. Adicionalmente, se ajustó el Salario Mínimo, Vital y Móvil (SMVyM) a \$2.300 (+25%) a partir del noveno mes del año<sup>22</sup> (ver Gráfico IV.16).

También, a fin de promover el “trabajo decente”, se prorrogó por un año, hasta el 31 de diciembre de 2012, la reducción de las contribuciones patronales que se aplica sobre las nuevas relaciones laborales<sup>23</sup>.

De esta manera, para el 2012 se espera que continúe la mejora en los ingresos de las familias, ante un mercado laboral que se mantendrá sólido, con elevados niveles de ocupación y un mayor grado de formalización.

<sup>21</sup> Base hogares según escala de ingreso per capita familiar.

<sup>22</sup> Resolución N° 2/2011 del Consejo Nacional del Empleo, Productividad y Salario Mínimo Vital y Móvil.

<sup>23</sup> Decreto 298/2011. La reducción sobre las contribuciones patronales alcanza el 50% durante los primeros 12 meses de la nueva relación laboral y el 25% durante el segundo año.

## Apartado 2 / Caracterización de la población en relación al mercado laboral

La significativa creación de puestos de trabajo de los últimos años permitió una amplia reducción de la Tasa de desempleo<sup>24</sup>. Asimismo, los datos definitivos del Censo Nacional de Población y Vivienda de 2010 señalaron ciertos cambios estructurales que implicaron un importante aumento de la población en edad de trabajar. Esto, en un contexto de alentadoras perspectivas económicas, mantuvo la Tasa de actividad<sup>25</sup> en niveles históricamente elevados.

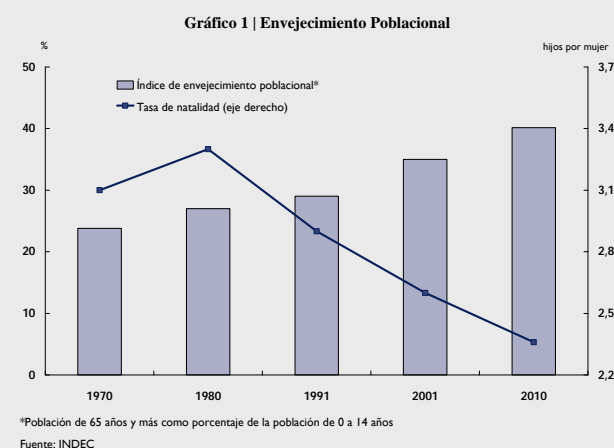
Por otra parte, las políticas públicas de inclusión y mejora de los haberes previsionales junto a la implementación de la Asignación Universal por Hijo (AUH) dieron lugar a grandes avances en materia social que también han repercutido en el mercado de trabajo, al permitir que algunos segmentos puedan retirarse de inserciones laborales, en general, precarias: tal es el caso de las personas mayores de edad, las madres jóvenes de bajos recursos y los menores de 18 años, que tienen mayores posibilidades de asistir al colegio.

En 2010, la población argentina total ascendió a 40,1 millones de habitantes, incrementándose a un ritmo promedio anual de 1,13% entre 2002 y 2010, lo cual indica una suba de 10,6% respecto de la población relevada en el Censo anterior, de 2001. De acuerdo con los datos censales y las estadísticas vitales, la población está experimentando profundas transformaciones que afectan su crecimiento y estructura por edades: reducción de la mortalidad infantil, nuevos patrones de causa de muerte, mayor esperanza de vida al nacer, aumento del control de la natalidad, creciente relevancia de las migraciones, elección de familias más pequeñas y postergación de la llegada del primer hijo, entre otros. Como resultado, la pirámide poblacional muestra un envejecimiento, en línea con la tendencia natural observada en otros países en desarrollo.

En Argentina el Índice de Envejecimiento<sup>26</sup> alcanzó en 2010 el 40,2%, +5,1 puntos porcentuales (p.p.) frente a 2001 y +11,1 p.p. en relación a 1991. Ello se explica básicamente por la conjunción de dos factores: el descenso de la tasa media de natalidad y el aumento de la esperanza de vida de la población (ver Gráfico 1). Por un lado, la mayor inserción laboral de la mujer termina postergando la maternidad y reduciendo el número de

hijos por familia. Así, mientras que en 1991 el número de hijos por mujer era de 3,1, en la actualidad promedia 2,4. Por otra parte, en el mismo lapso, las mejoras en los sistemas de salud y de bienestar social aumentaron la esperanza de vida a 75,5 años —79,2 años en el caso de las mujeres—, 2,6 años más que en 1991, elevándose el número de personas mayores de 80 años al 2,5% de la población (desde 1,6% en 1991).

Adicionalmente, se registró un aumento de la población urbana y una mayor proporción de inmigrantes de ambos sexos para el grupo de 20 a 29 años, destacándose la inmigración proveniente de los países limítrofes.



Estos cambios poblacionales se reflejan en el mercado laboral. El incremento de la participación relativa de la población mayor de 65 años y la disminución más que proporcional del porcentaje de población inferior a 15 años dio como resultado un aumento relativo de las personas en edad de trabajar, es decir de la franja de 14 a 65 años<sup>27</sup>, dentro de la población total. Este incremento y la sostenida expansión de la actividad económica en los años recientes mantuvieron la Tasa de actividad en niveles altos. En efecto, las personas activas en los 31 aglomerados urbanos relevados por la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) del INDEC al tercer trimestre de 2011 representaron el 46,7% de la población total, lo cual es un máximo desde el inicio de la EPH en 1974<sup>28</sup>.

<sup>24</sup> La Tasa de desocupación se define como número de desocupados como porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA). La PEA comprende tanto a la población ocupada como a la población desocupada que busca activamente empleo.

<sup>25</sup> PEA como porcentaje de la población total.

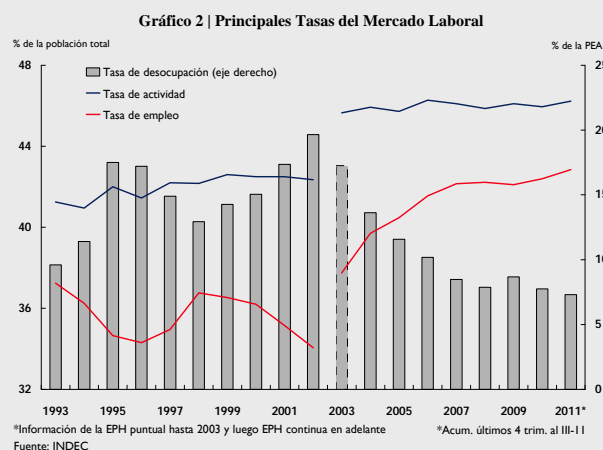
<sup>26</sup> Índice de Envejecimiento = población de 65 años y más como porcentaje de la población de 0 a 14 años.

<sup>27</sup> De acuerdo con las Directrices Provisionales sobre Clasificaciones Internacionales Uniformes de Edades de Naciones Unidas (1983), el INDEC considera que, dentro de esa franja de edad, las personas reúnen los requisitos necesarios como para ser empleadas (con empleo asalariado o independiente) o desempleadas.

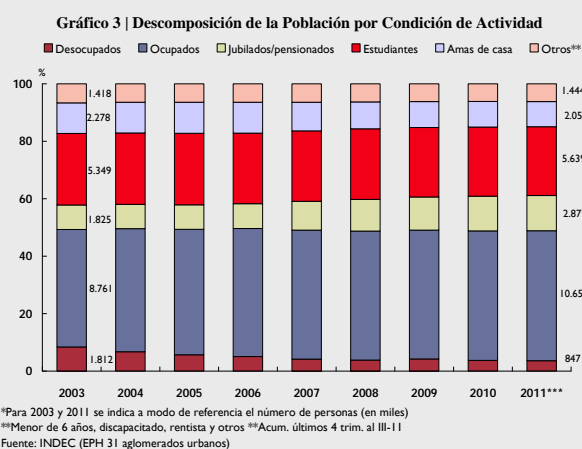
<sup>28</sup> La información de la EPH no es estrictamente comparable a lo largo de toda la serie. La EPH abarca actualmente a 31 aglomerados urbanos de todo el país, después de una incorporación progresiva desde el inicio del relevamiento en 1974. A su vez, desde 1974 hasta mayo de 2003 los datos corresponden a la encuesta puntual (dos ondas al año) y luego reflejan datos de la encuesta continua.



La fuerte creación de puestos de trabajo de los últimos años, en un contexto de altas Tasas de actividad impulsó una significativa reducción de la Tasa de desocupación (ver Gráfico 2).



Analizando las tendencias más recientes, al tercer trimestre de 2011 el 43,4% de la población urbana estaba ocupada, el 3,3% desocupada y el resto se encontraba fuera del mercado laboral. Esta última fracción está compuesta principalmente por jubilados y pensionados, amas de casa, estudiantes y menores.



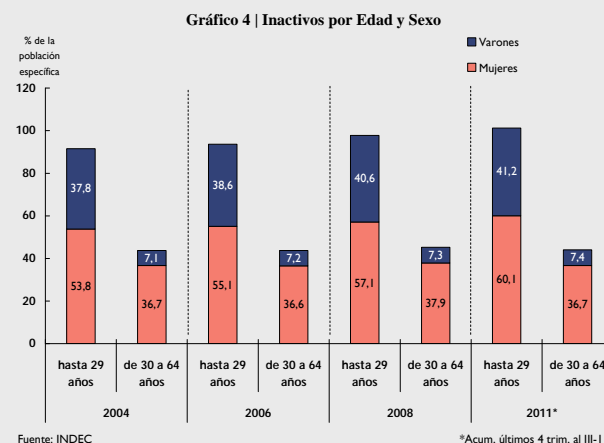
Dentro del grupo de inactivos, la mayor porción se concentra en estudiantes —que representan en torno al 23% de la población urbana total— seguido por jubilados y pensionados (11,5%) y amas de casa (8,2%). Estos dos últimos grupos son los que experimentaron los principales cambios, fundamentalmente a partir de 2006, asociados a las políticas públicas implementadas (ver Gráfico 3).

En primer lugar, aumentó la proporción de jubilados al 24% del total de inactivos a mediados de 2011<sup>29</sup> desde el 17% en 2006. En ello ha tenido crucial relevancia la aplicación de políticas previsionales que han mejorado

significativamente los haberes y ampliado la cobertura del sistema. En 2010, según datos definitivos del Censo, el sistema previsional comprendió al 93% de la población mayor a 65 años, frente al 70% de cobertura en 2001<sup>30</sup>. Esto se tradujo en un incremento del gasto previsional que, a nivel nacional, resultó de aproximadamente 2 p.p. del PIB entre 2010 e inicios de la década pasada.

En cuanto a las amas de casa, su participación dentro del grupo de inactivos se redujo desde 2006 4,3 p.p. hasta alcanzar el 17% al segundo trimestre de 2011<sup>31</sup>.

Sin embargo, desde una perspectiva de género más amplia, las mujeres (incluyendo no sólo a amas de casa sino también a estudiantes, jubiladas y pensionadas, entre otras) continúan conformando la mayor parte de la población fuera del mercado laboral. La Tasa de inactividad de las mujeres aumentó 1,7 p.p. desde 2006, explicada por la menor participación en el mercado laboral del segmento femenino de hasta 29 años de edad (ver Gráfico 4)<sup>32</sup>. Mientras que las mujeres mayores de 30 años —que incluyen una gran proporción de amas de casa— mantuvieron su Tasa de actividad respecto de 2006, las más jóvenes disminuyeron su participación económica en 5 p.p. en el mismo lapso.



No obstante, la Tasa de desocupación de las mujeres menores de 30 años sigue siendo la más alta del mercado —17% de la PEA al tercer trimestre de 2011— a la vez que la brecha con la respectiva tasa masculina es la más alta (+4,5 p.p.). Por su parte, en el segmento femenino de 30 años y más la Tasa de desocupación es sustancialmente más baja —5,6% en igual período— siendo el diferencial entre géneros de sólo +1,8 p.p. Con todo, el desempleo femenino total que alcanzó a 8,6% en el tercer trimestre de 2011 cayó desde 12,5% en 2006, ubicándose 2,4 p.p. por

<sup>29</sup> Acumulado de 4 trimestres al II-11 (último dato disponible).

<sup>30</sup> [http://www.indec.gov.ar/nuevaweb/cuadros/novedades/gacetilla\\_29\\_12\\_11.pdf](http://www.indec.gov.ar/nuevaweb/cuadros/novedades/gacetilla_29_12_11.pdf)

<sup>31</sup> Acumulado de 4 trimestres al II-11 (último dato disponible).

<sup>32</sup> La Tasa de inactividad de los hombres se incrementó 0,5 p.p. en igual período, y de la misma forma que en el caso de las mujeres, se debió fundamentalmente a la menor participación de los varones menores de 30 años. En ambos casos este comportamiento respondería a una mayor inserción educativa.



encima de la Tasa de desocupación total de los varones. Parte de la reducción de la oferta de empleo de las mujeres jóvenes se dio en los puestos de baja calificación. En este marco, resulta necesario destacar el impacto sobre el mercado de trabajo que ha tenido la AUH desde su implementación —a fines de 2009— cuyo gasto social asciende a aproximadamente 0,5% del Producto. Según el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social<sup>33</sup>, la disminución de la participación femenina en el mercado de trabajo es mucho más notoria entre aquellas que no son jefas de hogar, tienen hijos menores y perciben ese beneficio. Efectivamente, según la misma fuente, del grupo de cónyuges que se retiraron del mercado de trabajo y se encuentran entre los hogares con AUH, más del 38% se empleaba en el servicio doméstico. En tanto, esta proporción cae al 23% si se considera al grupo de hogares con iguales características que no percibe ese beneficio.

Otro efecto de la AUH sobre el mercado de trabajo es la caída de la Tasa de actividad de los menores de 18 años debido al aumento de los ingresos en sus hogares de residencia. Para la franja de 13 a 17 años de edad, la Tasa de actividad —que se ubicaba en 6,6% en 2009— comenzó a descender hasta alcanzar el 4,8% un año después. Como correlato, se observó una mejora en las tasas de asistencia escolar de este grupo de adolescentes al pasar a 92% en 2010 desde 90,5% el año anterior.

En síntesis, la población está sufriendo transformaciones que van en la dirección de la estructura poblacional de los países avanzados y en línea con la tendencia evidenciada en otras economías en desarrollo. Así, el envejecimiento de la población y la mayor inserción laboral de la mujer asociada a factores socio-económicos constituyen cambios estructurales que mantuvieron elevada la Tasa de actividad. Además, la expansión económica de los años recientes reforzó la participación en el mercado de trabajo de algunos segmentos de la población ante las favorables perspectivas laborales. Por su parte, la implementación de políticas públicas ha producido considerables avances en materia social, junto con los mayores niveles de ocupación, destacándose la mejora de los ingresos, la gran ampliación de la cobertura del sistema previsional y el aumento en la tasa de escolaridad de los menores de 18 años.

---

<sup>33</sup> Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social. Serie Estudios/10: Trabajo, ocupación y empleo. La complejidad del empleo, la protección social y las relaciones laborales. Diciembre de 2011.

## V. Sector Externo

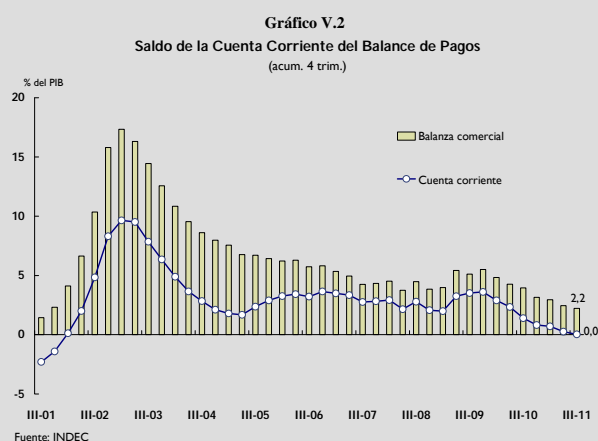
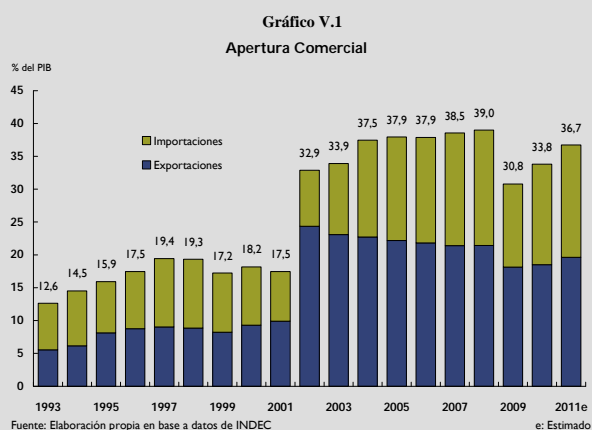
### V.1 Síntesis

Los flujos comerciales con el exterior crecieron con fuerza en 2011, y tanto las exportaciones como las importaciones marcaron nuevos récords históricos; esto se reflejó en una mayor apertura comercial en términos del Producto respecto de los 2 años anteriores. El aumento de las ventas externas obedeció al efecto conjunto de precios y de cantidades, prolongando el crecimiento registrado desde fines de 2009. En particular, los mayores volúmenes exportados estuvieron determinados principalmente por los envíos de Manufacturas de Origen Industrial, mientras que los Productos Primarios y las Manufacturas de Origen Agropecuario crecieron marginalmente. En tanto, los despachos de Combustibles y energía registraron una disminución. Por su parte, las importaciones mostraron un importante dinamismo, a partir del crecimiento de las cantidades y de los precios de importación. La expansión de la actividad económica doméstica explicó el alza de las compras externas totales. Así, en 2011 el excedente comercial superó, por décimo año consecutivo, los US\$10.000 millones, con una disminución frente al año previo, pero manteniéndose en un nivel históricamente elevado.

Si bien el escenario internacional más adverso generará una moderación en el ritmo de aumento de los flujos de comercio, en 2012 se prevé que tanto las exportaciones como las importaciones alcancen nuevos máximos históricos. En particular, las ventas externas volverían a incrementarse beneficiadas por el crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales —comparativamente favorable en relación al resto del mundo— y por las sinergias intra Mercosur. En el caso de los Combustibles se prevé una suba acotada, asociada a la aplicación de la producción local al abastecimiento de la demanda interna de energía. Aunque con una desaceleración con respecto al año previo, las importaciones también continuarían en alza, en línea con la expansión proyectada de la actividad económica. Como resultado, el superávit comercial continuaría en terreno positivo, aunque se espera una moderada reducción respecto del año anterior.

La balanza de servicios habría registrado un saldo deficitario en 2011 y no se alteraría significativamente durante el corriente año. Los mayores egresos en concepto de fletes, asociados al intercambio de mercancías, serían compensados por los crecientes ingresos por viajes y servicios empresariales. Con relación a la cuenta Rentas de la inversión, se espera una ligera suba del déficit, en base a un mayor egreso neto en concepto de Utilidades y dividendos. Por su parte, el pago neto de intereses se mantendría estable y bajo en términos históricos. Así, se prevé que la Cuenta corriente termine 2012 en niveles cercanos al equilibrio, sostenida por el superávit comercial de mercancías.

La Cuenta capital y financiera habría registrado un déficit en 2011 que se espera persista en el presente año. No obstante, se proyecta una disminución de la salida neta de capitales a partir de la menor formación de activos externos del sector privado, tendencia que se viene evidenciando desde la aplicación, hacia fines de 2011, de las nuevas regulaciones sobre el origen de los fondos para las compras de divisas. La evolución en 2012 dependerá además de la volatilidad de los mercados financieros internacionales, en tanto que se espera una mayor reinversión de utilidades a nivel doméstico. A fin de 2011 las Reservas internacionales se ubicaron en torno a US\$46.000 millones, nivel inferior al de fines de 2010, tras el uso de US\$9.600 millones para la atención de servicios de deuda pública a Instituciones Financieras Internacionales (IFI) y a tenedores privados.



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

	2009	2010	I-11	II-11	III-11	Var. III-11 / III-10
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>11.062</b>	<b>2.931</b>	<b>-809</b>	<b>1.536</b>	<b>-166</b>	<b>-957</b>
Cta. Corr., acum. 4 trim. (% del PIB)	3,6	0,8	0,7	0,2	1,0	-0,4
<b>Mercancías</b>	<b>18.526</b>	<b>14.266</b>	<b>2.460</b>	<b>4.793</b>	<b>3.300</b>	<b>-380</b>
Exportaciones fob	55.672	68.134	17.104	22.918	23.531	4.811
Importaciones fob	37.146	53.868	14.644	18.125	20.231	5.192
<b>Servicios reales</b>	<b>-1.157</b>	<b>-1.008</b>	<b>-599</b>	<b>-399</b>	<b>-606</b>	<b>-273</b>
Exportaciones de servicios	11.058	13.117	3.523	3.422	3.368	299
Importaciones de servicios	12.214	14.124	4.122	3.821	3.974	573
<b>Rentas</b>	<b>-9.011</b>	<b>-9.939</b>	<b>-2.513</b>	<b>-2.703</b>	<b>-2.743</b>	<b>-278</b>
Renta de la inversión	-8.943	-9.882	-2.501	-2.686	-2.722	-274
Intereses	-2.315	-2.723	-812	-884	-864	-158
Ganados	2.140	1.682	426	413	430	-10
Pagados	4.455	4.404	1.238	1.297	1.294	-158
Utilidades y Dividendos	-6.627	-7.159	-1.689	-1.802	-1.858	-116
Ganados	1.292	941	319	324	307	111
Pagados	7.919	8.100	2.007	2.126	2.165	227
Otras Rentas	-68	-58	-12	-16	-21	-4
Transferencias corrientes	2.704	-388	-157	-156	-117	-25

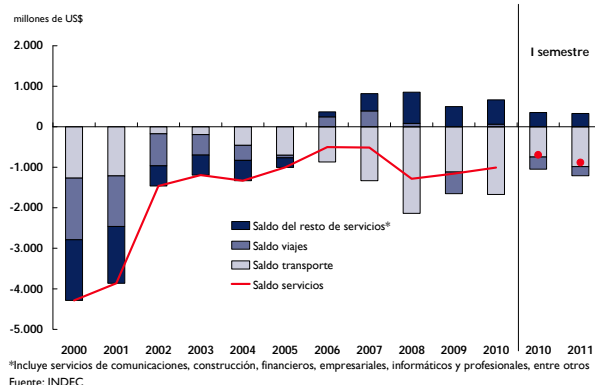
Fuente: INDEC

## V.2 Cuenta Corriente

Durante el 2011 el superávit comercial continuó siendo el sostén del saldo de la Cuenta corriente, que habría cerrado el año cerca del equilibrio. El fuerte crecimiento de la actividad económica local impulsó las importaciones e hizo que el resultado fuera más acotado que en períodos anteriores, aunque la demanda externa siguió creciendo de forma sostenida (ver Cuadro V.1).

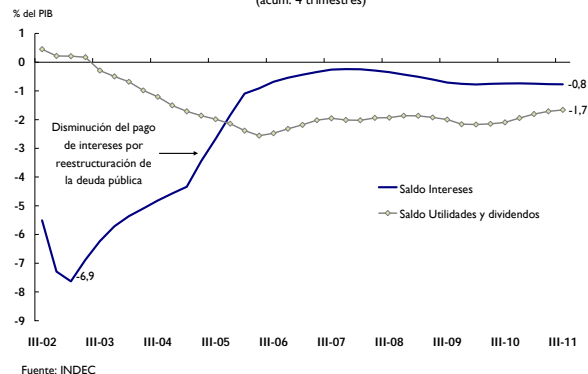
En 2011 la balanza de Servicios permaneció en terreno levemente negativo. Las mayores importaciones de bienes se vieron reflejadas en el saldo de transporte que siguió registrando déficit, en línea con la creciente demanda de fletes y seguros. En tanto, se redujo levemente el saldo negativo de la cuenta viajes y el resto de los servicios mantuvo su superávit (ver Gráfico V.3). Dentro de estos últimos se sigue destacando el desempeño de los ingresos en concepto de servicios empresariales e informáticos (ver Apartado 3).

**Gráfico V.3**  
**Cuenta Corriente. Saldo Servicios**



Por otra parte, el mayor pago de Utilidades y dividendos sigue explicando el déficit de la cuenta de Rentas de la inversión, en la medida que la expansión de la economía doméstica se refleja en los resultados positivos de las empresas con accionistas no residentes. El resto obedece al pago neto de intereses que evidenció una suba respecto de igual período del año pasado, respondiendo, en parte, a los mayores intereses derivados de la reestructuración de la deuda pública en 2010 (ver Gráfico V.4). En el mismo sentido operó el escaso rendimiento percibido por las colocaciones de las Reservas internacionales y de los activos externos del sector privado, en un contexto de tasas de interés internacionales que permanecen en niveles históricamente bajos. Así, los ingresos por este concepto se mantuvieron prácticamente constantes respecto de 2010.

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



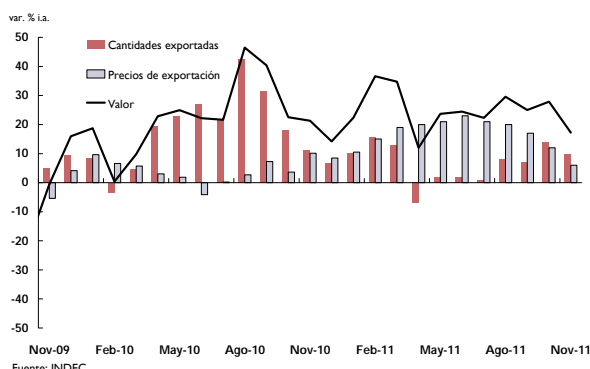
Para 2012 se prevé que el excedente comercial de Mercancías continúe siendo el principal sostén de las cuentas externas, compensando los resultados negativos de Servicios y, principalmente, de Rentas.

### Balanza Comercial<sup>34</sup>

En el último trimestre de 2011 se observó una desaceleración de los flujos comerciales. Las ventas externas moderaron su aumento, teniendo en cuenta el menor crecimiento económico mundial y las inferiores cotizaciones internacionales de las materias primas respecto al promedio registrado en los primeros meses del año. En tanto, el me-

<sup>34</sup> 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.5**  
Precios y Cantidades de Exportación

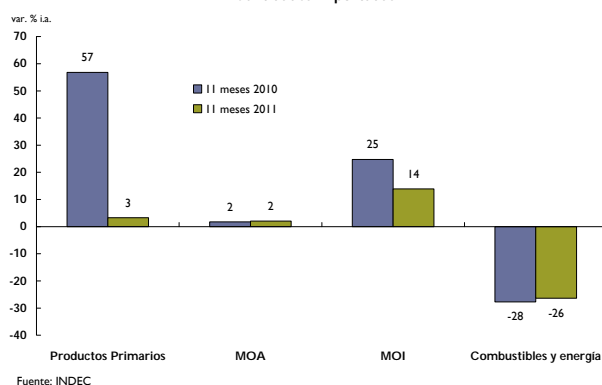


nor ritmo de expansión de la actividad doméstica explicó, en parte, la desaceleración de las importaciones.

Al considerar todo el año 2011, las exportaciones de bienes continuaron creciendo con fuerza, prolongando el alza registrada desde fines de 2009 (ver Gráfico V.5). El aumento de las ventas externas obedeció al efecto conjunto de precios (algo por debajo de +20% interanual; i.a.) y de cantidades (aproximadamente +6% i.a.), marcando un máximo histórico en valores nominales al superar en 2011 los US\$84.000 millones (suba cercana a 24% i.a.).

Los mayores volúmenes exportados estuvieron determinados en gran medida por los envíos de Manufacturas de Origen Industrial (MOI; en torno a 14% i.a.), mientras que las cantidades exportadas de Productos Primarios (PP) y de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) crecieron sólo marginalmente. En tanto, los volúmenes despachados de Combustibles y energía registraron una disminución cercana a 26% i.a. (ver Gráfico V.6).

**Gráfico V.6**  
Cantidades Exportadas



Medidas en valores corrientes, las exportaciones estuvieron lideradas por el aumento de los PP, seguidas por las MOA y por las MOI. En sentido opuesto, los despachos de Combustibles y energía exhibieron una ligera reducción respecto de 2010 (ver Cuadro V.2).

Si bien la cosecha de la campaña 2010/2011 fue superior a la del período previo, el crecimiento de las ventas externas de PP y MOA fue impulsado principalmente por la evolución de las cotizaciones de los *commodities*. Las mismas registraron niveles históricamente elevados, principalmente en la primera mitad del año (ver Sección II).

Así, los embarques de PP crecieron 35% i.a. en los primeros once meses de 2011, debido a la suba de los precios de exportación (+31% i.a.) y de los volúmenes embarcados (+3% i.a.). Cabe destacar que en los últimos meses de 2011 se observó un cambio en el comportamiento usual de las ventas del sector, al ubicarse por encima de los niveles históricos. Esto podría obedecer a que los embarques del rubro fueron menores al promedio histórico en la primera mitad de 2011, compensándose en la última parte del año, a partir de la mayor demanda de porotos de soja por parte de China.

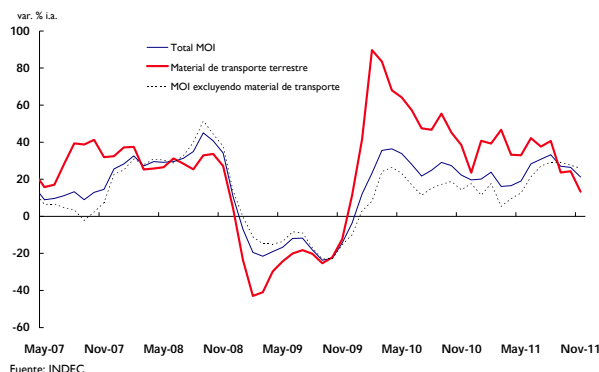
Las exportaciones de MOA subieron 26,5% i.a. entre enero y noviembre, impulsadas en gran medida por los despachos de derivados oleaginosos (aceites y *pellets* de soja y girasol), que crecieron alrededor de 28% i.a., principalmente por la suba de sus precios. Entre los productos de menor peso relativo, sobresalieron los aumentos en los envíos de lácteos (80% i.a.) y de hortalizas y frutas procesadas (45% i.a.).

**Cuadro V.2**  
Exportaciones por Grandes Rubros

Rubro	Primeros 11 meses					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2010	2011	Total	Precios	Cantidades	
Productos Primarios	14.248	19.228	35,0	31	3	32,4
MOA	20.847	26.374	26,5	24	2	36,0
MOI	21.530	26.637	23,7	9	14	33,2
MOI sin Material de transporte	14.283	17.247	20,8			19,3
Material de transporte	7.247	9.390	29,6			13,9
Combustibles y energía	6.003	5.761	-4,0	30	-26	-1,6
<b>TOTAL</b>	<b>62.628</b>	<b>78.000</b>	<b>24,5</b>	<b>17</b>	<b>6</b>	<b>100</b>

Fuente: INDEC

**Gráfico V.7**  
Exportaciones de Manufacturas Industriales  
(prom. móv. 3 meses)



Las exportaciones de MOI crecieron 23,7% i.a. en el acumulado a noviembre de 2011 (14% i.a. por cantidades y 9% i.a. por precios). El sector automotor subió cerca de 30% i.a. y explicó aproximadamente el 40% de la suba de las MOI en todo 2011. Los envíos a Brasil siguieron concentrando la mayor parte de las exportaciones automotrices (74% en valor); no obstante en los últimos meses se observó una desaceleración en las ventas a ese país, parcialmente compensada por los mayores envíos a Alemania y Australia, entre otros destinos.

Dentro de los otros bienes industriales que registraron subas importantes se destacaron los químicos y conexos, y piedras y metales preciosos. En el primer caso se observó un alza cercana a 33% i.a., sobresaliendo los envíos de biodiesel hacia España e Italia. Por su parte, las piedras y metales preciosos crecieron en torno a 30% i.a., debido principalmente a la exportación de oro para uso no monetario hacia Canadá y de plata en bruto hacia Estados Unidos (ver Gráfico V.7).

**Cuadro V.3**  
Importaciones por Uso Económico

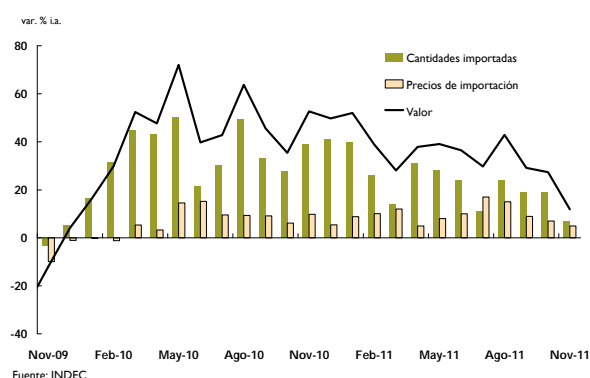
Uso económico	Primeros 11 meses					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2010	2011	Total	Precios	Cantidades	
Bienes de capital	10.281	13.236	28,7	3	25	17,6
<i>Equipo de transporte industrial</i>	2.411	2.815	16,8			2,4
<i>Otros bienes de capital</i>	7.870	10.421	32,4			15,2
Bienes intermedios	16.112	20.166	25,2	14	10	24,1
Combustibles y lubricantes	4.112	8.678	111,0	37	54	27,1
Piezas y acc. para bienes de capital	10.450	13.307	27,3	-1	28	17,0
Bienes de consumo	5.963	7.348	23,2	4	18	8,2
Vehículos automotores de pasajeros	4.064	5.011	23,3			5,6
Resto	130	187	43,4	-	-	0,3
TOTAL	51.113	67.933	32,9	10	21	100

Fuente: INDEC

Las exportaciones de Combustibles y energía acumularon una caída de 4% i.a. en los primeros once meses de 2011. El favorable escenario de precios (+30% i.a.) no alcanzó a compensar la caída de los volúmenes comercializados (-26% i.a.). Los mayores requerimientos energéticos domésticos y la menor oferta local de hidrocarburos, en parte debido a los conflictos gremiales que afectaron la producción, determinaron una reducción del saldo exportable<sup>35</sup>.

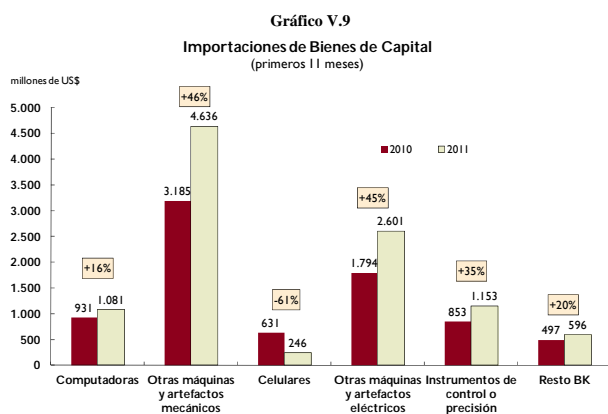
Las importaciones de bienes acumularon un aumento entre enero y noviembre de 2011 de 32,9% i.a., aunque exhibieron una desaceleración en la última parte del año. El incremento de las cantidades (+21% i.a.) explicó la mayor parte de la suba, aunque los precios también mostraron un alza (+10% i.a.), concentrada principalmente en los derivados del petróleo y en los minerales y metales (ver Cuadro V.3 y Gráfico V.8).

**Gráfico V.8**  
Precios y Cantidades de Importación

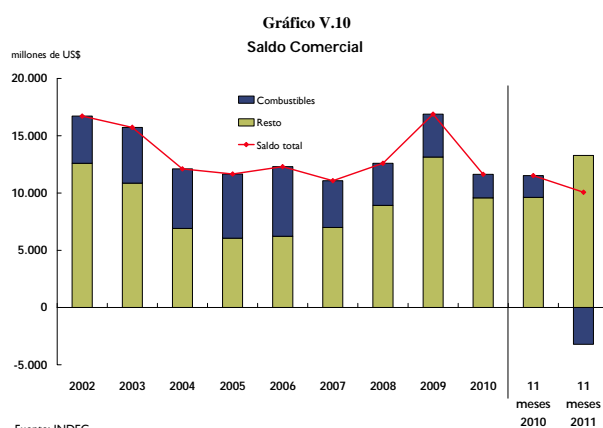


Los Combustibles y lubricantes se mantuvieron como el rubro de importación que más aportó al crecimiento de las compras externas totales, con un incremento de 111% i.a. en los primeros once meses de 2011. El alza respondió al significativo aumento de las cantidades importadas (54% i.a.), a lo que se adicionó una notable suba de los precios (37% i.a.). Los productos de mayor relevancia dentro de las importaciones de este rubro fueron el gasoil, el gas natural y el Gas Natural Licuado (GNL), destinados a abastecer el creciente consumo de la industria, del transporte y de los hogares. Si bien la compra de combustibles casi se duplicó durante el año pasado, en el último trimestre se redujo respecto de los meses estacionalmente más fríos,

<sup>35</sup> Según el Instituto Argentino de Petróleo y Gas (IAPG) en los primeros once meses del año la producción se redujo 7,3% i.a.



Fuente: INDEC



Fuente: INDEC

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

	2009	2010	I-11	II-11	III-11	Var. III-11 / III-10
Cuenta capital y financiera	-9.300	2.293	-372	-2.071	-1.046	-2.318
Cta. capital y fin. (c/errores y omisiones)	-9.716	1.226	-351	-1.311	-2.987	-3.475
Cta. capital y fin., acum. 4 trim. (% del PIB)	-3,0	0,6	0,5	-0,1	-0,7	0
Cuenta capital	74	77	16	2	49	-6
Cuenta financiera	-9.374	2.216	-388	-2.073	-1.096	-2.313
Sector bancario	-986	-2.566	35	522	3.436	4.234
BCRA	-1.404	-2.910	0	0	3.000	3.530
Otras entidades financieras	417	344	35	522	436	704
Sector Público no Financiero	-702	2.209	-260	416	-686	-815
Sector Privado No Financiero	-7.685	2.573	-163	-3.011	-3.845	-5.731
Errores y Omisiones Netos	-416	-1.067	21	760	-1.941	-1.157
Variación de Reservas Internacionales	1.346	4.157	-1.159	226	-3.153	-4.432

Fuente: INDEC

debido a los menores requerimientos energéticos de los generadores de electricidad.

Las compras externas de Bienes de capital crecieron 28,7% i.a. en el acumulado a noviembre, mostrando una desaceleración en el último trimestre de 2011 debido a las menores cantidades adquiridas. En particular, se destacaron las importaciones de maquinarias mecánicas y eléctricas destinadas a expandir la capacidad productiva de la industria, reflejando la favorable evolución de la inversión (ver Gráfico V.9 y Sección III).

Por otra parte, las importaciones de Vehículos automotores de pasajeros subieron 23,3% i.a., registrando una desaceleración en la segunda parte del año. Un comportamiento similar mostró el rubro de Piezas y accesorios para bienes de capital (+27,3% i.a. entre enero y noviembre), con un incremento explicado por el crecimiento de las cantidades (ver Cuadro V.3).

Los Bienes intermedios alcanzaron una suba de 25% i.a. debido a un aumento conjunto de precios y cantidades (14% i.a. y 10% i.a.; respectivamente). En tanto, los Bienes de consumo registraron un alza similar (23,2% i.a.; básicamente por las mayores cantidades).

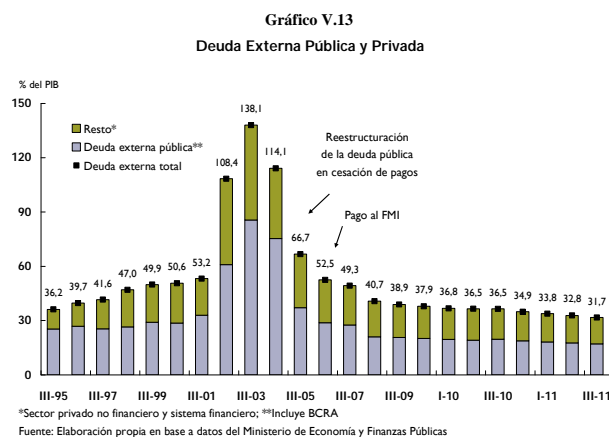
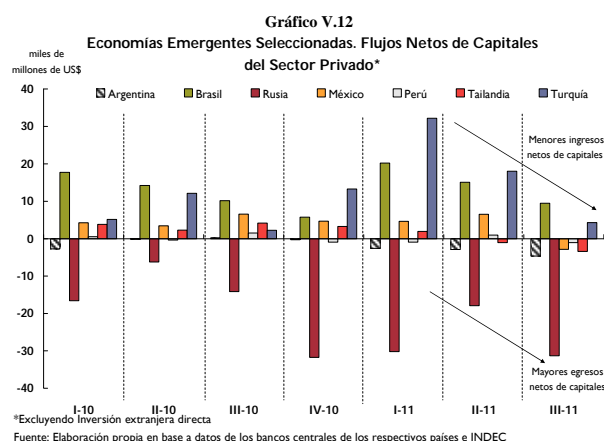
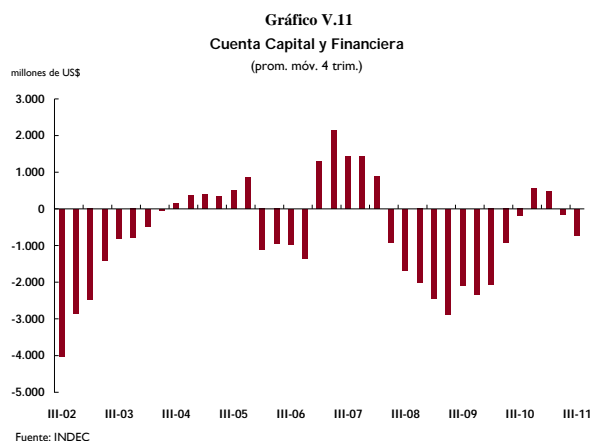
Si bien el saldo comercial acumulado en los primeros 11 meses de 2011 se redujo US\$1.445 millones respecto de igual período de 2010, esto respondió básicamente a los mayores requerimientos de energía, en un marco de fuerte crecimiento económico interno. En efecto, el balance comercial de los bienes no energéticos acumuló una mejora de US\$3.700 millones respecto de los primeros 11 meses de 2010, pasando de un superávit de US\$9.600 millones a US\$13.300 millones (ver Gráfico V.10).

De este modo, en 2011 el excedente comercial superó, por décimo año consecutivo los US\$10.000 millones, con una disminución frente al año previo, pero manteniéndose en un nivel históricamente elevado.

Adicionalmente, dado el dinamismo que tuvieron las ventas y las compras externas, en 2011 aumentó la apertura comercial hasta ubicarse en torno a 36,7% del PIB, lo que implica una suba de 3 puntos porcentuales (p.p.) en relación al año previo.

En 2012, el desempeño de las exportaciones estará determinado por el crecimiento económico de los principales socios comerciales de la Argentina y la evolución de los precios de las materias primas y el impulso al comercio regional originado en las políticas acordadas entre los países integrantes del Mercosur. En cuanto a las importaciones se prevé un comportamiento más dinámico que el es-





perado para las ventas externas, aunque desacelerando su ritmo de suba respecto de 2011, de acuerdo con el desempeño previsto para la economía doméstica.

De este modo, el saldo comercial estimado para el corriente año contempla un crecimiento más moderado en los flujos de comercio que el registrado en 2011, aunque tanto las exportaciones como las importaciones volverían a registrar máximos históricos. Así, se prevé un balance comercial nuevamente positivo, que seguirá siendo sostén de la Cuenta corriente.

### V.3 Cuenta Capital y Financiera

En los primeros nueve meses de 2011 la Cuenta capital y financiera fue deficitaria en US\$4.649 millones, debido básicamente a la formación de activos externos por parte del Sector privado no financiero, en un contexto de incremento de la incertidumbre asociado al deterioro del escenario internacional (ver Cuadro V.4 y Gráfico V.11). En sentido opuesto, el Sector financiero mostró un ingreso neto de US\$3.436 millones, explicado fundamentalmente por el ingreso de US\$3.000 millones al BCRA provenientes de Organismos Internacionales.

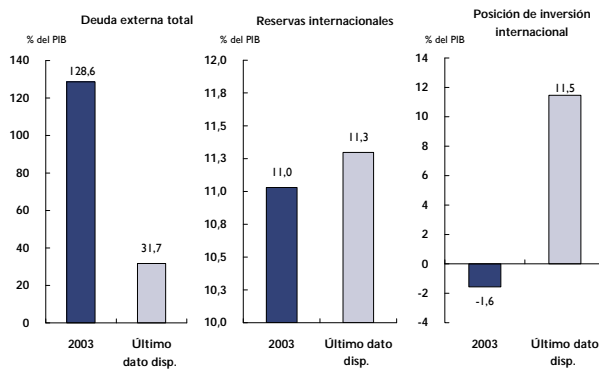
La incertidumbre asociada a la crisis internacional se reflejó en una disminución de la preferencia de los inversores por activos de las economías emergentes (ver Gráfico V.12). La magnitud de este fenómeno fue comparativamente baja en el caso de la Argentina, en parte debido a la efectividad de la regulación al flujo de capitales llevada a cabo desde 2003.

Para 2012, la incertidumbre internacional podría imprimir cierta volatilidad a la Cuenta capital y financiera. Sin embargo, a la mayor reinversión de utilidades estimada se suma la previsión de una menor formación de activos externos por parte del Sector privado, tendencia que se viene registrando desde fines de 2011 a partir de la implementación de las nuevas regulaciones sobre el origen de los fondos para las compras de divisas.

Por su parte, la Deuda externa fue de US\$136.390 millones a fines de septiembre de 2011, lo que implica un crecimiento nominal de US\$9.000 millones respecto de igual período de 2010. Este incremento respondió principalmente al alza de la deuda de corto plazo y al mayor endeudamiento privado con proveedores, asociado al aumento de las importaciones de bienes. Sin embargo, dada la suba del Producto en dólares, la Deuda externa se redujo en términos del PIB, representando 31,7% (4,8 p.p. por debajo de un año atrás), el nivel más bajo de los últimos 15 años (ver Gráfico V.13 y Gráfico V.14).



**Gráfico V.14**  
Indicadores del Sector Externo



## V.4 Reservas Internacionales

Las Reservas internacionales alcanzaron US\$46.376 millones a fines de 2011, tras el uso de alrededor de US\$9.600 millones para la atención de servicios de deuda pública a Instituciones Financieras Internacionales (IFI) y a tenedores privados<sup>36</sup>.

Más allá de la disminución interanual, las Reservas internacionales continúan en valores históricamente elevados y representan 10,2% del PIB. Así, mientras que el nivel de las Reservas internacionales en 2003 cubría sólo el 9% de la Deuda externa total, en septiembre de 2011 ese ratio de cobertura se cuadruplicó.

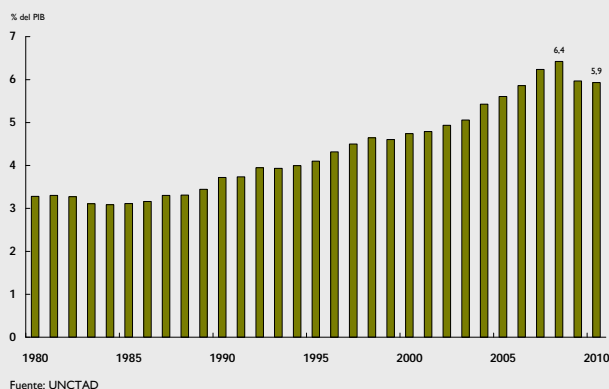
<sup>36</sup> Decreto N° 2054/2010 y Decreto N° 276/2011.

## Apartado 3 / Evolución de la balanza de servicios

En las últimas décadas en la economía mundial los servicios fueron ganando progresivamente participación. Este avance implicó una creciente generación de empleo y, a través de la mejora de las comunicaciones, un aumento del comercio internacional de servicios, que en nuestro país repercutió de manera favorable sobre la actividad económica y las cuentas externas.

Según la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), en 2008 los servicios representaron 66% del PIB y 39% del empleo mundial. Particularmente, en los países en desarrollo esa participación fue de 50% del Producto y 35% del empleo. En el mismo sentido, el avance de la globalización y la sustancial mejora de las comunicaciones permitieron una mayor segmentación de los procesos productivos a nivel global, dando lugar a una creciente división internacional del trabajo a partir de la terciarización de servicios.

Gráfico 1 | Exportaciones Mundiales de Servicios



Durante la crisis internacional de 2008 y 2009 y la subsecuente recesión global, el comercio internacional de servicios se contrajo menos que el comercio de bienes.

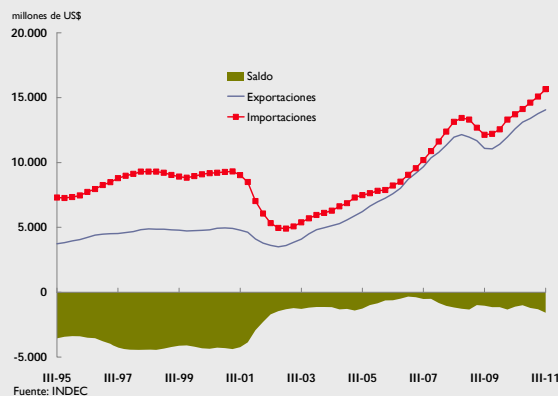
El desarrollo tecnológico en el área de informática y comunicaciones facilita significativamente la expansión de las prestaciones de las empresas a nivel internacional. Este cambio permite que se expanda el comercio de servicios, localizándose la producción de los mismos en países que cuenten con una serie de factores que permitan el aprovechamiento de ventajas competitivas. Entre estos factores se destacan los recursos humanos calificados, un tipo de cambio competitivo, afinidad cultural con los países compradores de esos servicios, la infraestructura en informática y comunicaciones y el uso horario amplio.

En los últimos 30 años, el comercio de servicios se duplicó en términos del Producto mundial, ganando participación en el comercio internacional total. Según

la UNCTAD las exportaciones de servicios pasaron de representar 3,3% del Producto mundial en 1980 a 5,9% del mismo de 2010 (ver Gráfico 1).

Uno de los rubros más importantes del comercio de servicios es el de transporte, que contempla el traslado tanto de personas como de mercancías, a través de diferentes medios (marítimo, aéreo, terrestre, fluvial, oleoductos). Por su parte, los servicios de viajes comprenden el consumo que los viajeros realizan en países que no son de su residencia. Además, se destacan los servicios empresariales, profesionales y técnicos, las regalías, los de informática e información y los de seguros, entre otros.

Gráfico 2 | Balanza de Servicios  
(acum. 4 trim.)

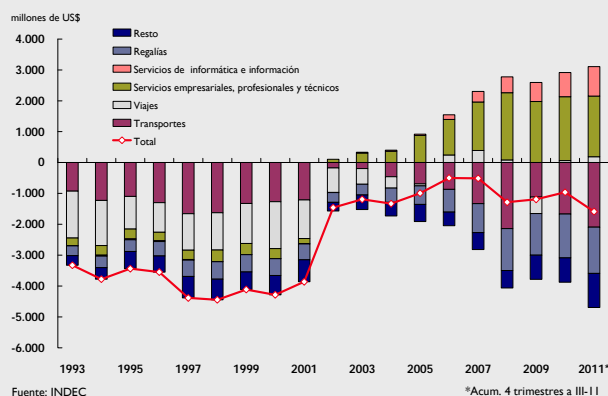


En la Argentina, el saldo del balance comercial de servicios ha sido históricamente negativo. Durante la década de los '90, el resultado estaba compuesto principalmente por los saldos negativos del intercambio de servicios de transporte, viajes y regalías. Con la crisis de 2001-2002 se observó una importante reducción del déficit de servicios debido a la abrupta caída de las importaciones, asociada a los menores egresos por viajes y por fletes. Posteriormente, comenzó un sostenido proceso de expansión de los flujos comerciales, aunque de todas maneras el déficit de servicios se mantuvo acotado (ver Gráfico 2).

El incremento de los egresos netos en concepto de servicios de transporte y regalías, vinculados al sólido crecimiento económico, fue compensado por la reducción del déficit de la cuenta viajes y por el surgimiento de nuevos sectores exportadores de servicios. En particular, sobresalió el desempeño de los servicios empresariales, profesionales y técnicos (que comprenden los servicios jurídicos, contables, de asesoramiento, de publicidad, de investigación de mercado, de investigación y desarrollo, los de arquitectura e ingeniería, entre otros) y los servicios de informática e información,

relacionados con la programación de *software* y el procesamiento de noticias (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Saldo Comercial de Servicios



En nuestro país, el desarrollo de las exportaciones de servicios informáticos se ve favorecido por la disponibilidad de recursos humanos calificados, el buen manejo del idioma inglés, la existencia de importantes centros urbanos, la afinidad cultural con consumidores de estos servicios y la disponibilidad de plataformas tecnológicas que permiten una fluida comunicación con el resto del mundo. En este sentido, según las estadísticas de la Organización Mundial de Comercio (OMC), Argentina se ubica dentro de los 10 principales exportadores mundiales de servicios de informática (ver Cuadro 1).

Cuadro 1 | Principales Exportadores de Servicios Informáticos

	Millones de US\$		Var. % i.a.			
	2009	2010	2005-09	2008	2009	2010
Exportadores						
Unión Europea (27)	92.100	...	14	25	-9	...
Exportaciones extra-UE (27)	34.617	...	18	28	-7	...
India	33.383	...	...	...	...	...
Estados Unidos	8.575	8.885	25	17	1	4
Israel	7.671	7.700	14	18	12	0
Canadá	3.658	...	4	15	-12	...
Noruega	2.622	...	31	90	20	...
Filipinas	1.748	2.151	111	276	52	23
Malasia	1.454	...	35	21	42	...
Rusia	1.212	1.273	34	53	-22	5
Argentina	1.055	1.180	46	37	18	12

Fuente: OMC

Las políticas y regulaciones desplegadas por el Gobierno Nacional han sido fundamentales para el desarrollo del sector. La sanción de leyes que incentivan la actividad, la realización de programas de capacitación, las excepciones fiscales para las empresas prestadoras de estos servicios, el otorgamiento de becas y la creación de carreras universitarias y terciarias con dicha orientación han sido algunas de las políticas que se llevaron adelante.

La sanción en 2003 de la Ley 25.856 de Declaración como Industria a la Producción de Software y en 2004 de la Ley 25.922 de Promoción de la Industria del

Software han otorgado un marco normativo y referencial al sector que no sólo le ha generado ventajas de orden impositivo, sino que lo ha identificado como una de las áreas económicas más dinámicas del país y con mayor proyección.

Asimismo, el régimen de incentivos fiscales alcanza a aquellas empresas en las cuales más del 50% de sus actividades corresponden a la industria informática.

Los beneficios comprenden:

- Estabilidad fiscal<sup>37</sup> sobre los tributos nacionales por el término de 10 años.
- Crédito fiscal para cancelar impuestos nacionales (excluido el impuesto a las Ganancias), equivalente hasta el 70% de las contribuciones patronales pagadas con destino a la Seguridad social.
- Desgravación del 60% en el monto total del impuesto a las Ganancias. Este beneficio alcanza a quienes acrediten gastos de investigación y desarrollo y/o procesos de certificación de calidad y/o exportaciones de software.
- Exención de Derechos de importación de los equipos informáticos requeridos para desarrollar la actividad.

Asimismo, varios estados provinciales cuentan con leyes que ofrecen beneficios adicionales a las empresas que se radiquen en esas provincias.

En materia de recursos humanos, se han desarrollado planes de capacitación en diferentes tecnologías, impulsados por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social y por los centros de estudio, para formar profesionales y abastecer la creciente demanda de programadores, analistas y consultores de tecnologías de la información. Por otra parte, el Ministerio de Educación ha impulsado la creación de tecnicaturas informáticas de dos años de duración en 80 universidades y centros de estudio, y ha lanzado un plan de becas universitarias y terciarias para alumnos de carreras informáticas.

En resumen, la importancia de los sectores de servicios en el Producto mundial y en el comercio internacional se incrementó significativamente en las últimas décadas, de la mano de la globalización y la mejora de las comunicaciones. En nuestro país, la presencia de notables ventajas competitivas y las políticas de promoción — con énfasis en la actividad informática — permitieron un sostenido aumento de las exportaciones de servicios en años recientes, con el consecuente efecto positivo sobre la actividad económica y las cuentas externas.

<sup>37</sup> La estabilidad fiscal implica que las empresas incluidas en el marco normativo no podrán ver incrementada su carga tributaria total nacional.

## VI. Finanzas Públicas

### VI.1 Síntesis

*Durante el año, la Recaudación continuó creciendo a tasas elevadas, impulsada principalmente por los impuestos ligados a la actividad económica y al empleo —el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la Seguridad social y el impuesto a las Ganancias— acumulando en 2011 una suba de 32% interanual (i.a.). De esta manera, la relación Recaudación/PIB habría alcanzado cerca de 29%, constituyendo un nuevo máximo histórico. Considerando la evolución de la Recaudación y del resto de los ingresos, los recursos del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) se ubicarían por encima del 30% del Producto a fines del corriente año, incluyendo la Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos afectados a las provincias.*

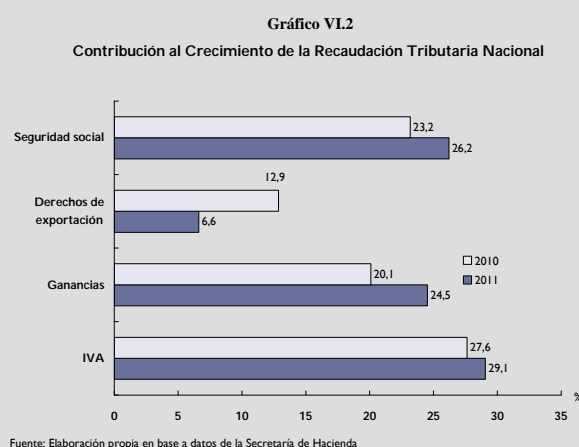
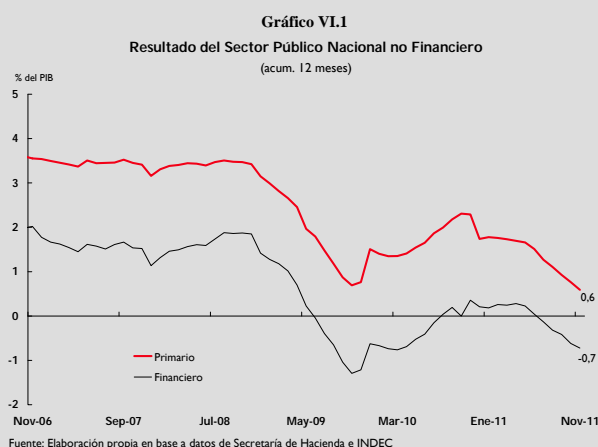
*El Gasto primario del SPNF, tras aumentar a tasas cercanas al 40% i.a. en el tercer trimestre, mostró una marcada desaceleración de su ritmo de crecimiento hacia fines de año, al registrar una tasa en torno al 25% i.a. Las Prestaciones previsionales y las Transferencias al sector privado —influidas por el incremento de los subsidios a la energía y el transporte, las asignaciones familiares y la cobertura asistencial administrada por el Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (PAMI)— siguieron siendo los principales impulsores del alza de las erogaciones. Durante 2011 el Gasto primario, considerando las transferencias automáticas de recursos a las provincias (Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros) alcanzaría un ratio superior al 30% en relación al PIB. En este contexto, el Resultado primario del SPNF se habría mantenido en terreno positivo.*

*En el 2011, el sector público siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes domésticas intra sector público. Los vencimientos de Deuda con las Instituciones Financieras Internacionales y con tenedores privados de Deuda pública se continuaron atendiendo a través de la utilización Reservas internacionales de libre disponibilidad.*

*El stock de Deuda pública continuó reduciéndose en términos del Producto hasta representar, a fines de septiembre de 2011, cerca de 42,2%, 3,1 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de la relación alcanzada en diciembre de 2010. La Deuda en tenencia del sector privado se redujo al 33% del stock total (equivalente a 14,1% del PIB), en tanto que más de la mitad del total se explicó por obligaciones intra sector público. Durante 2012 la Deuda pública total y la porción en tenencia del sector privado volverán a reducirse en relación al Producto, hasta ubicarse en torno al 37% y al 12% del PIB, respectivamente.*

*En 2012, la Recaudación tributaria nacional seguiría creciendo, en línea con el dinamismo previsto para la actividad económica y los flujos comerciales. Del mismo modo, las erogaciones primarias, impulsadas por la movilidad previsional, desacelerarían su ritmo de expansión, principalmente por la eliminación parcial y gradual de los subsidios. En consecuencia, el Resultado primario del SPNF mejoraría respecto de 2011. Por otro lado, el sector público seguiría financiándose, básicamente, con fuentes domésticas intra sector público.*

*En el año, los recursos tributarios propios de las provincias continuaron exhibiendo un fuerte aumento, al igual que los de origen nacional, con tasas de variación interanual superiores al 30%. Hacia fines de año, el Gobierno Nacional dispuso la extensión por dos años (2012 y 2013) del período de gracia que las provincias tienen para empezar a atender los vencimientos de sus Deudas asociadas al Programa Federal de DesenDeudamiento de las Provincias Argentinas.*



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

Impuesto	2010	2011	Diferencia		Contrib. Acum. %
			Absoluta	%	
Ganancias	76.652	108.598	31.946	41,7	24,5
IVA total (1)=(2)+(3)	120.051	158.066	38.015	31,7	
IVA DGI (2)	76.711	100.402	23.691	30,9	
IVA DGA (3)	43.340	57.664	14.324	33,0	
Devoluciones de IVA (4)	3.665	3.829	164	4,5	
IVA (5)=(1)-(4)	116.386	154.237	37.851	32,5	29,1
Ganancia mínima presunta	1.648	1.357	-291	-17,7	-0,2
Bienes personales	5.147	5.892	745	14,5	0,6
Derechos de importación	11.183	14.380	3.197	28,6	2,5
Derechos de exportación	45.547	54.163	8.616	18,9	6,6
Combustibles	15.269	18.131	2.862	18,7	2,2
Internos	9.474	10.914	1.440	15,2	1,1
Seguridad social	100.078	134.220	34.142	34,1	26,2
ICDCB	26.885	36.179	9.295	34,6	7,1
Otros (incluye reintegros)	1.631	2.063	431	26,4	0,3
<b>TOTAL</b>	<b>409.900</b>	<b>540.134</b>	<b>130.234</b>	<b>31,8</b>	

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

## VI.2 Resultado Fiscal del Sector Público Nacional no Financiero

### Ingresos

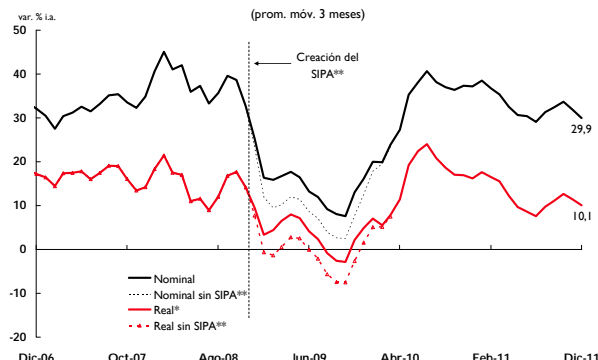
En 2011 la Recaudación creció a tasas elevadas, impulsada por los impuestos ligados a la actividad económica y al empleo, principalmente por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la Seguridad social y el impuesto a las Ganancias (ver Cuadro VI.1 y Gráfico VI.3). En el año, los ingresos tributarios crecieron 32% en términos nominales, de modo que la relación Recaudación/PIB alcanzó un nuevo máximo histórico, ubicándose en torno a 29,2%.

Los recursos asociados al IVA aumentaron 33% interanual (i.a.) en 2011, siendo éste el tributo que más aportó al crecimiento de la Recaudación (ver Gráfico VI.4). El IVA Dirección General Impositiva (IVA DGI) acumuló un incremento de 31% i.a., superior al registro del año previo. Por su parte, el componente del IVA ligado a las Importaciones (IVA DGA —Dirección General de Aduanas—) mantuvo la tendencia a la baja que venía evidenciando en los últimos meses, efecto que también se observó en el resto de los tributos vinculados a las compras externas, cerrando el año con un alza de 33% i.a. (ver Gráfico VI.5). De esta manera, al finalizar el año, el IVA total representó alrededor de 8,3% del PIB, ligeramente por encima de la relación de diciembre de 2010.

Por su parte, los recursos de la Seguridad social moderaron levemente su ritmo de crecimiento hacia fines de 2011, aumentando 34% i.a. en el año y totalizando cerca de 7,3% del PIB (+0,4 puntos porcentuales —p.p.— respecto del mismo período del año pasado). El alza se explicó principalmente por el aumento de las remuneraciones y del empleo registrado (ver Gráfico VI.6). Asimismo, la implementación del sistema de pago directo de las Asignaciones familiares significó un aumento de la Recaudación por contribuciones de la Seguridad social, que desde el último trimestre de 2010 se computan por el importe bruto, mientras que anteriormente se neteaban de los montos que los empleadores debían abonar a sus empleados<sup>38</sup>. También incidieron positivamente los ingresos por regímenes de facilidades de pagos.

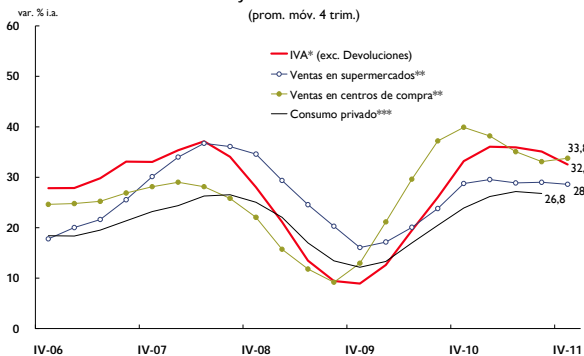
Los recursos asociados al impuesto a las Ganancias volvieron a mostrar un comportamiento dinámico en el último trimestre del año, con un incremento del 42% i.a. en el año y alcanzando alrededor de 5,9% del PIB (+0,6 p.p. i.a.). El desempeño del tributo obedeció a los mayores an-

**Gráfico VI.3**  
Recaudación Tributaria Nacional  
(prom. mov. 3 meses)



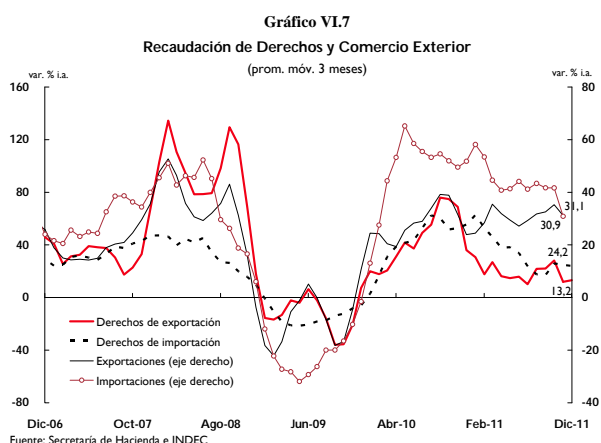
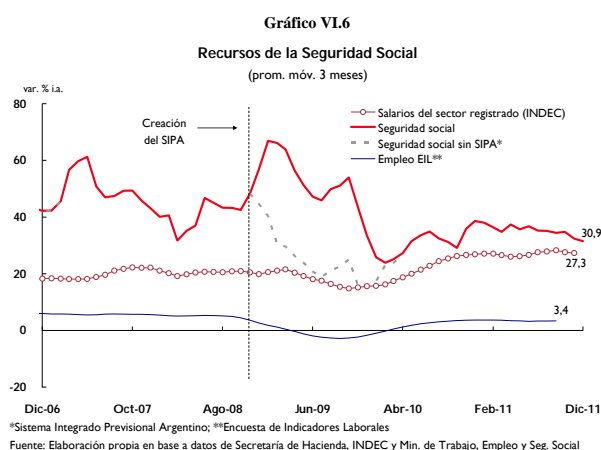
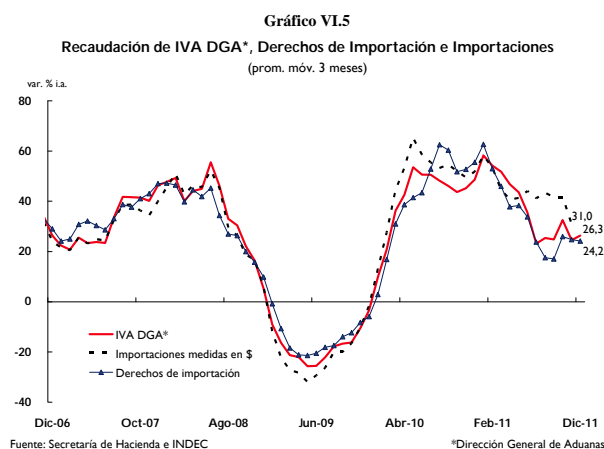
\*Deflactada por IPI del PIB; \*\*Sistema Integrado Previsional Argentino  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

**Gráfico VI.4**  
Recaudación de IVA\* y Consumo Privado a Precios Corrientes  
(prom. mov. 4 trim.)



\*Dirección General Impositiva y Dirección General de Aduanas; \*\*Datos a Nov-I I; \*\*\*Datos al III-I I  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

<sup>38</sup> Anteriormente, los empleadores abonaban a los empleados directamente las Asignaciones familiares correspondientes y detraían luego el importe resultante de las contribuciones de la Seguridad social que debían pagar. Actualmente, los empleadores ingresan la totalidad de las contribuciones y la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) paga en forma directa a los empleados los beneficios correspondientes.



tipos, retenciones y percepciones de sociedades y a los mayores pagos de personas físicas, parcialmente compensados por la elevación de las deducciones personales para personas físicas con vigencia desde abril de 2011<sup>39</sup>.

Los Derechos de exportación acumularon un crecimiento de 19% i.a. en 2011, a partir de las mayores ventas externas. En términos del PIB los gravámenes sobre las exportaciones representaron aproximadamente 2,9% (disminuyendo 0,3 p.p. en relación a fines del año previo). Cabe destacar que en 2010 los derechos sobre las ventas externas aportaron 13% del crecimiento de la Recaudación, en tanto que en 2011 su contribución se redujo al 7%.

Por su parte, los Derechos de importación continuaron desacelerándose, en línea con la evolución del IVA DGA y las importaciones medidas en moneda nacional, finalizando 2011 con un crecimiento de 29% i.a. Así, los ingresos por este tributo significarían cerca de 0,8% del Producto (ver Gráfico VI.7).

Los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) acumularon un alza de 35% i.a., a partir del incremento del monto de las transacciones gravadas. De este modo, la Recaudación del tributo alcanzó cerca de 2% en términos del PIB, al igual que en los últimos años (ver Gráfico VI.8).

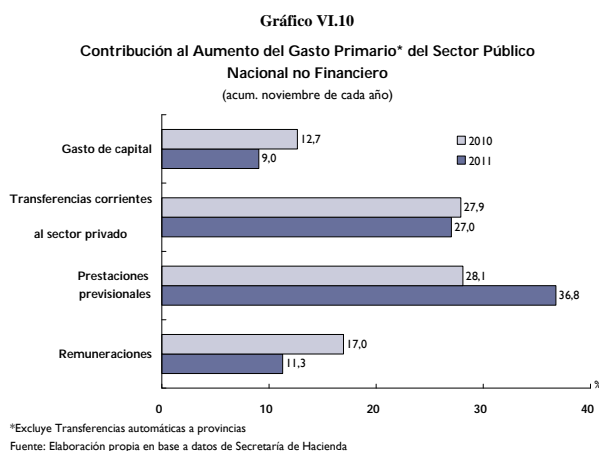
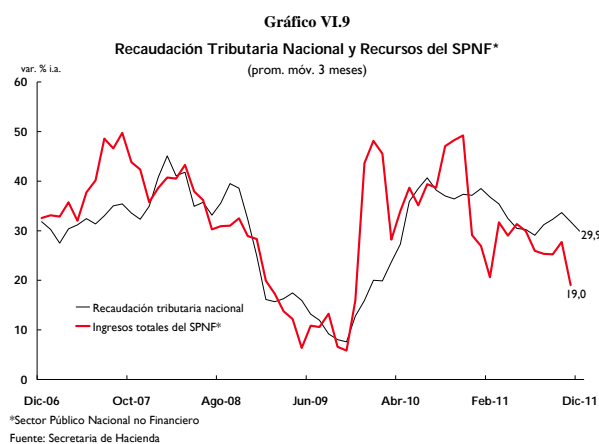
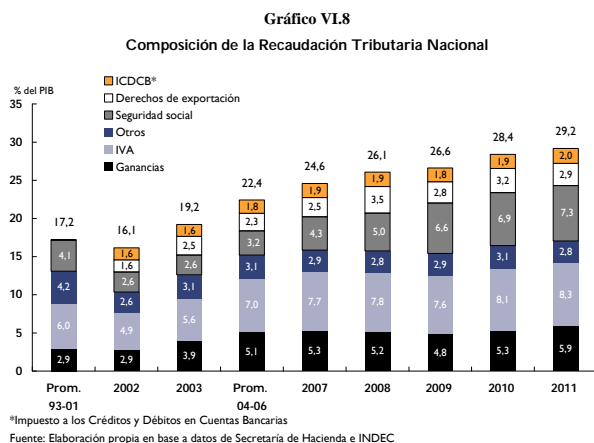
Por último, la Recaudación de los impuestos sobre Combustibles creció 19% i.a. en 2011, principalmente debido al incremento de las ventas de naftas y a los mayores precios de los combustibles gravados. La suba fue atenuada por la incorporación de biocombustibles (en las naftas, el gasoil y el diesel oil), los cuales no están alcanzados por los impuestos sobre los combustibles<sup>40</sup>.

Respecto de los ingresos no tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), el BCRA transfirió al Tesoro Nacional (TN) \$8.936 millones en concepto de Utilidades y contribuciones correspondientes al período 2010, de acuerdo a lo que establece la Carta Orgánica de esta Institución. Además, se contabilizaron alrededor de \$11.000 millones en concepto de rentas de la propiedad del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) administrado por la ANSeS. Así, considerando la evolución de la Recaudación y del resto de los ingresos, los recursos totales del SPNF habrían totalizado más de 30% del Producto a fines de 2011, incluyendo la Coparticipación federal de

<sup>39</sup> Resolución General N° 3073/2011.

<sup>40</sup> Mediante la Ley N° 26093 se creó el Régimen de Promoción para la Producción y Uso Sustentable de Biocombustibles, que dispuso, a partir de enero de 2010, que las naftas, el gasoil y el diesel oil deben incluir, como mínimo, un 5% de biocombustibles. Posteriormente, en julio de 2010, el porcentaje de mezcla de biodiesel con gasoil se elevó al 7%.





impuestos, Leyes especiales y otros recursos afectados a las provincias (ver Gráfico VI.9).

## Gasto y Resultado

El gasto primario del SPNF creció alrededor de 32% i.a. en 2011, a un ritmo similar al registrado en 2010 y exhibiendo una significativa desaceleración hacia fines de año. Las Prestaciones previsionales y las Transferencias corrientes al sector privado continuaron siendo los principales impulsores del alza del gasto (ver Gráfico VI.10). De este modo, las erogaciones primarias (incluyendo la Coparticipación federal de impuestos, las Leyes especiales y otros conceptos de afectación automática a las provincias) habrían representado más del 30% del PIB (ver Gráfico VI.11).

El gasto previsional creció en el cuarto trimestre a un ritmo similar al registrado durante los primeros 9 meses del año, acumulando en el año un alza cercana a 37% i.a. La suba obedece básicamente a los incrementos de los haberes otorgados en marzo y septiembre de 2011<sup>41</sup> de acuerdo a la Ley de Movilidad Previsional y al crecimiento de la cantidad de beneficiarios. Así, el gasto correspondiente a este rubro representó alrededor de 7,8% del Producto, con un alza de 0,4 p.p. respecto a un año atrás.

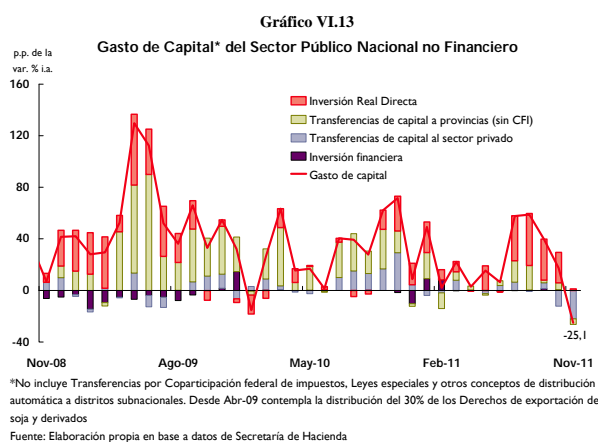
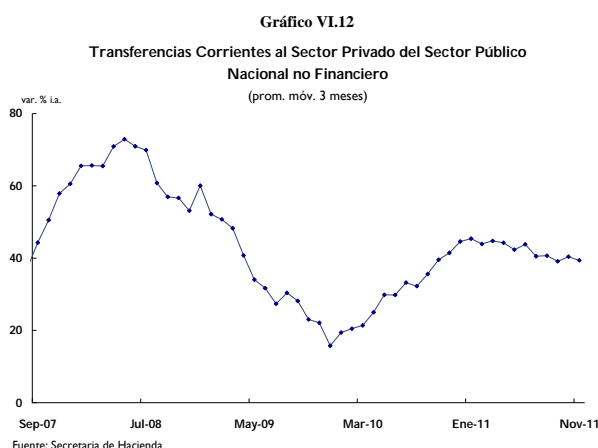
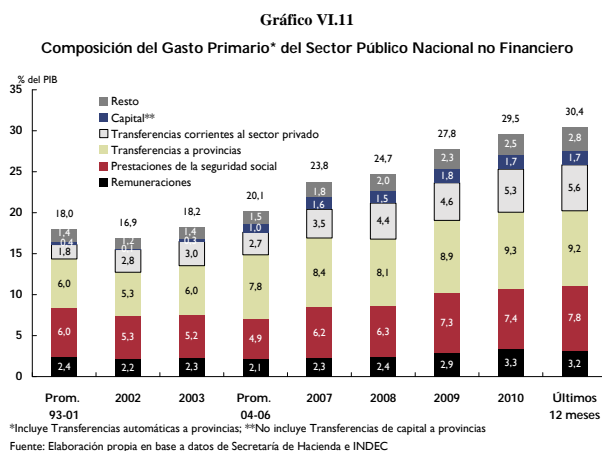
Las Transferencias corrientes al sector privado se incrementaron en torno a 36% i.a., por debajo del registro de 2010 (ver Gráfico VI.12). Los mayores giros estuvieron asociados principalmente a los subsidios al sector energético y al transporte público de pasajeros, a las mayores coberturas asistenciales administradas por el Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSSJyP; PAMI) y al incremento de las Asignaciones familiares por hijo, que contemplan la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH)<sup>42</sup>. A fin de 2011 los giros corrientes al sector privado habrían representado alrededor de 5,6% del Producto. En noviembre el Gobierno Nacional dispuso la eliminación de subsidios en las tarifas de gas, agua y electricidad a empresas de determinados sectores, y a los *countries* y ciertos barrios donde residen familias con capacidad estimada para hacer frente a las tarifas plenas.

Las Remuneraciones del sector público subieron cerca de 27% i.a., a partir de los aumentos salariales de 10% otorgados en junio y agosto en cada oportunidad, y de 4% en diciembre, así como por el efecto pleno de las

<sup>41</sup> Según la Ley N° 26417 de Movilidad Previsional se dispusieron subas de 17,33% en marzo de 2011 y de 16,82% en septiembre de 2011.

<sup>42</sup> Según el Decreto N° 1482/2011, la asignación por hijo pasó de \$220 a \$270 mensuales en septiembre, a la vez que se modificó la escala de remuneraciones y se incrementó el límite salarial para la percepción de asignaciones familiares.





subas otorgadas durante 2010. Adicionalmente, se registró un alza del empleo público durante el período<sup>43</sup>. Cabe considerar que este rubro del gasto exhibió cierta desaceleración respecto de lo verificado en 2010, debido básicamente a que en noviembre de ese año el TN modificó el sistema de pago de remuneraciones. Esto último implicó, además de computar los sueldos abonados a principio de mes, considerar el adelantamiento del pago del mes siguiente (duplicando el monto registrado por única vez). Sin este efecto, las remuneraciones habrían crecido en torno a 30% i.a.

Por su parte, las erogaciones de Capital constituyeron el rubro de gastos que más modificó su patrón de comportamiento, registrando en los últimos meses una fuerte desaceleración e incluso una contracción nominal hacia fines del año pasado, de manera que habrían crecido en torno a 20% i.a. en 2011, por debajo del registro de 2010 (ver Gráfico VI.13). Este comportamiento obedeció al menor dinamismo tanto de la Inversión Real Directa (IRD) como de las transferencias de Capital, en particular las correspondientes al sector privado, que comprenden usualmente los pagos en concepto de obras energéticas y de importación de aeronaves. El gasto de capital (incluyendo las transferencias automáticas a provincias) habría representado alrededor de 3,2% del Producto el año pasado.

Cabe destacar que los giros de Capital a las provincias contemplan los montos distribuidos a través del Fondo Federal Solidario<sup>44</sup> (FFS; que destina a los distritos subnacionales el 30% de los Derechos de exportación de la soja y sus derivados), que en 2011 totalizaron \$7.234 millones, implicando una caída de 3% i.a.

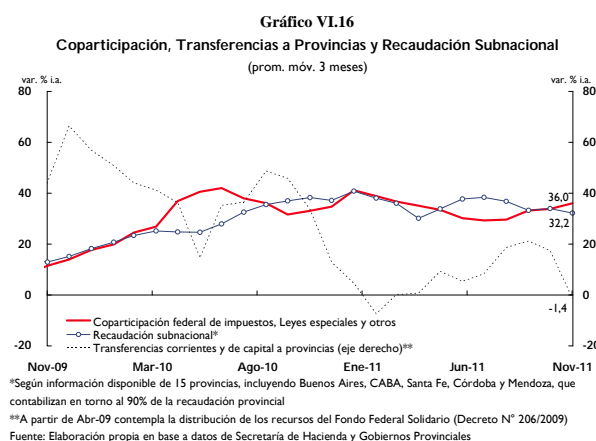
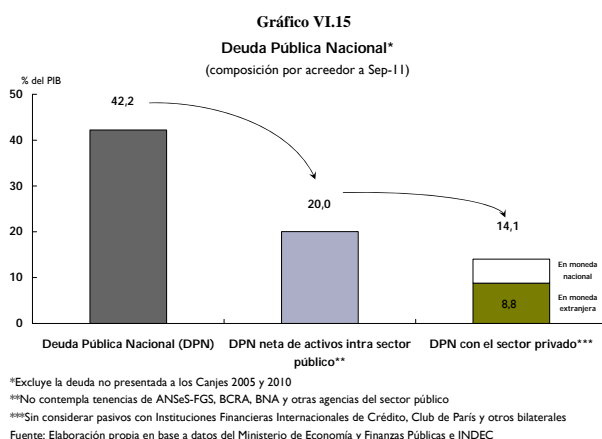
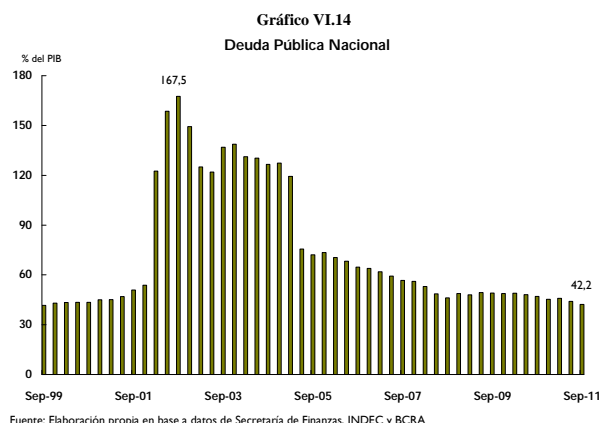
Así, el SPNF habría alcanzado nuevamente un saldo primario superavitario en todo 2011. Por su parte, el pago de intereses se incrementó 10% i.a. en los primeros 11 meses del año, implicando un deterioro del resultado fiscal de \$16.247 millones respecto de igual período de 2010.

## VI.3 Financiamiento y Deuda Pública Nacional

Durante el cuarto trimestre el TN siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes provenientes de organismos del sector público. En particular, se continuaron atendiendo los vencimientos de Deuda con tenedores privados de Deuda pública y con Instituciones Financieras Internacionales (IFI) mediante la aplicación de las Reservas internacionales, uti-

<sup>43</sup> A septiembre de 2011, los puestos de trabajo del SPNF en el promedio móvil cuatro trimestres se incrementaron a 5,9% i.a., según el INDEC.

<sup>44</sup> Decreto N°206/2009.



lizando los fondos integrados oportunamente<sup>45</sup>. El resto del financiamiento provino de Adelantos Transitorios (AT) del BCRA, de la ANSeS-FGS, del Banco de la Nación Argentina (BNA) y de la Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico (CAMMESA).

A septiembre de 2011, la Deuda Pública Nacional (DPN)<sup>46</sup> totalizó US\$175.324 millones, reduciéndose en términos del Producto hasta ubicarse cerca de 42,2%, 3,1 p.p. por debajo de la relación alcanzada en diciembre de 2010 (ver Gráfico N° VI.14).

La política de financiamiento llevada a cabo permitió, una vez más, reducir el stock de Deuda en manos de tenedores privados, considerado de mayor riesgo de refinanciamiento. En efecto, la Deuda en tenencia del sector privado se redujo al 33% del stock total (-3 p.p. en los primeros nueve meses del año pasado; 14,1% del PIB), Del resto de la DPN, el 53% se concentró en agencias intra sector público y el 14% restante en IFI, Club de París y otros organismos bilaterales (ver Gráfico VI.15).

En 2012, la Recaudación tributaria nacional seguiría creciendo, en línea con la evolución prevista para la actividad económica y los flujos comerciales. Las erogaciones primarias desacelerarían su ritmo de expansión, principalmente por la eliminación parcial y gradual de los subsidios, mientras que las prestaciones previsionales volverían a ser las principales impulsoras del gasto. En este contexto, el resultado primario del SPNF mejoraría respecto de 2011. Por otro lado, el sector público seguiría financiándose a partir de fuentes domésticas intra sector público, entre las que se incluyen AT del BCRA, colocaciones a la ANSeS-FGS y préstamos netos del BNA. Durante 2012, se proyecta que la Deuda pública total y la porción en tenencia del sector privado continúe registrando caídas en relación al Producto, hasta ubicarse en torno al 37% y al 12% del PIB, respectivamente.

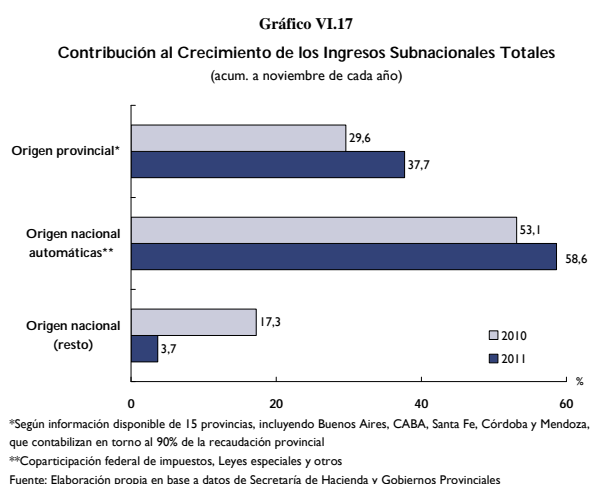
## VI.4 Finanzas Públicas Subnacionales

Los recursos tributarios propios de las provincias continuaron exhibiendo una tasa de crecimiento elevada, al igual que los recursos de origen nacional, presentando ambos grupos tasas de variación interanual superiores al 30%.

En 2011 los fondos enviados a las jurisdicciones subnacionales en concepto de Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros recursos de distribución automática se incrementaron 32% i.a., principalmente a partir del desempeño del IVA y del impuesto a

<sup>45</sup> Decreto N° 2054/2010 y Decreto N° 276/2011.

<sup>46</sup> Excluye la porción no presentada a los canjes 2005 y 2010 (holdouts).



las Ganancias (ver Gráfico VI.16). En tanto, a noviembre las Transferencias corrientes a las provincias prácticamente se mantuvieron en el mismo nivel que en 2010, y las de capital habrían aumentado en torno a 10% i.a. excluyendo los giros asociados al Fondo Federal Solidario<sup>47</sup> (FFS; que distribuye entre los distritos subnacionales el 30% de los Derechos de exportación de la soja y sus derivados). Del total de los ingresos provinciales, cerca del 60% correspondió a la Coparticipación federal de impuestos, mientras que cerca del 40% provino de sus recursos propios. De esta manera, durante el año pasado perdió relevancia la participación de las transferencias corrientes y de capital no automáticas que la Nación realiza a las provincias (ver Gráfico VI.17).

Por otro lado, al igual que lo dispuesto en 2010, se decidió distribuir los fondos de Aportes del Tesoro Nacional (ATN), con el objeto de la cancelación parcial de los préstamos de asistencia financiera otorgados en 2011.

Adicionalmente, el Gobierno Nacional prorrogó por dos años (durante 2012 y 2013) el período de gracia para los pagos de amortizaciones e intereses de la Deuda que las provincias tienen con la Nación, en el marco del Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas<sup>48</sup>. Esta medida implica un alivio financiero total para las jurisdicciones de aproximadamente \$13.600 millones, dado que tenían que afrontar vencimientos en 2012 y 2013 en torno a \$6.800 millones anuales.

<sup>47</sup> Decreto N°206/2009.

<sup>48</sup> A su vez, a partir de 2012 se dispuso la inclusión de la provincia del Chubut al programa.

## VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

### VII.1 Síntesis

El Banco Central cumplió con las metas del Programa Monetario (PM) 2011 en el entorno del escenario base, resultado que se logró tanto en este último trimestre como en el resto del año. En diciembre, los medios de pago totales (M2) y los del sector privado (M2 Privado) registraron incrementos interanuales (i.a.) del 29% y del 30,7%, respectivamente, apenas 1,1 puntos porcentuales (p.p.) y 1,5 p.p. por encima de lo proyectado en el escenario base.

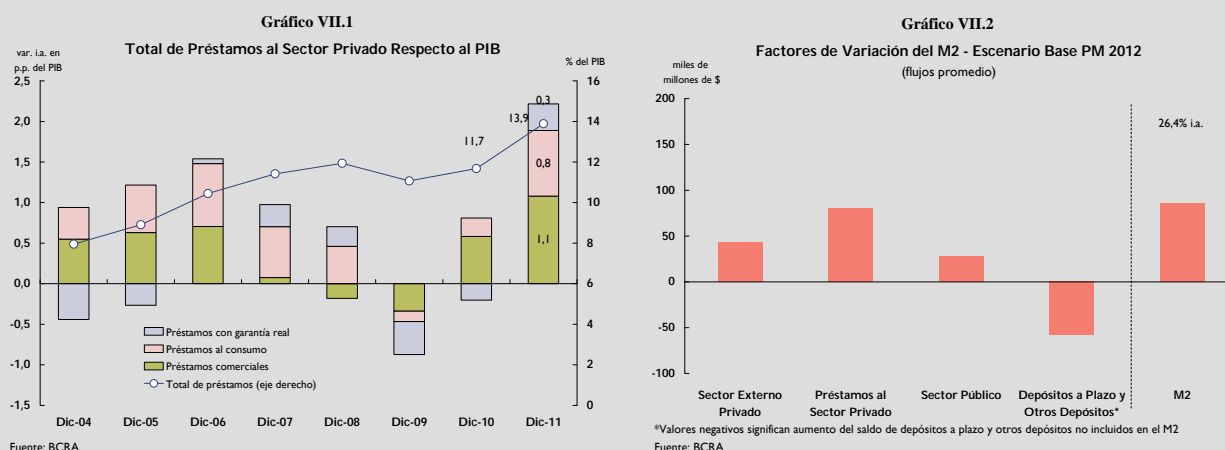
Durante 2011 también se alcanzaron otros objetivos planteados en el PM vinculados con el incremento de los niveles de monetización de la economía y la paulatina profundización del crédito. El vigoroso dinamismo del crédito al sector privado fue la nota distintiva de 2011. El total de préstamos, en pesos y en moneda extranjera, creció 48% i.a. y representó en el último mes del año el 13,9% del PIB, lo que implica un aumento de 2,2 p.p. respecto a igual mes del año pasado. Este desempeño estuvo impulsado por el crecimiento de los préstamos comerciales, como viene observándose desde octubre de 2010.

Otro aspecto destacable de 2011 fue el comportamiento de los depósitos a plazo del sector privado. Estas colocaciones aceleraron su crecimiento, finalizando 2011 con un aumento de 31,8% i.a., alcanzando la tasa de crecimiento mensual más elevada de los últimos años. En el cuarto trimestre del año el incremento fue de 7,5% (\$7.500 millones), considerando los promedio mensuales (con datos a fin de mes el aumento trimestral superó los \$10.300 millones) y resultó generalizado, tanto en el tramo de los depósitos minoristas como en el tramo mayorista.

Los depósitos en moneda extranjera experimentaron durante los primeros tres trimestres del año una suba gradual que fue parcialmente revertida en el cuarto trimestre. No obstante, gracias a las políticas destinadas a evitar el descalce de monedas implementadas en los últimos años (que establecen coeficientes de encaje mayores sobre las colocaciones en moneda extranjera y restringen los deudores que son susceptibles de recibir financiamiento en esa moneda), el sistema financiero argentino actual ha disminuido el grado de dolarización. De hecho, el segmento en moneda extranjera es una parte relativamente pequeña del total de depósitos y préstamos de las entidades financieras. La caída de los depósitos en dólares representó apenas el 2% de los depósitos totales del sistema (en moneda nacional y extranjera). Así, al término del trimestre, los depósitos en moneda extranjera del sector privado habían revertido la tendencia decreciente, al registrar aumentos durante las últimas semanas de 2011.

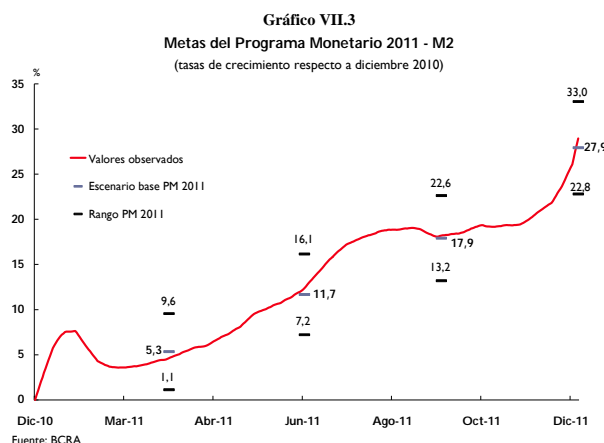
Asimismo, el Banco Central logró revertir su posición vendedora neta en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), con lo que en el año acumuló compras por más de US\$3.300 millones, con un saldo de Reservas internacionales que ascendió al último día del año a US\$46.376 millones.

El Banco Central presentó su Programa Monetario para el año 2012, que establece en su escenario base un crecimiento a diciembre de 26,4% i.a. para el M2 y de 26,2% i.a. para el M2 Privado. Se prevé que el aumento de los préstamos al sector privado siga constituyendo el principal factor de la expansión monetaria, superando el efecto expansivo de las compras de divisas y el que se proyecta por las operaciones con el sector público. Para mantener el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero, se prevé una esterilización equivalente al 30% de las compras de divisas en el mercado cambiario a través del uso de los instrumentos de regulación monetaria disponibles (operaciones de pase, colocación de LEBAC y NOBAC).



## VII.2 Política Monetaria

### *Agregados Monetarios y Metas Cuantitativas*

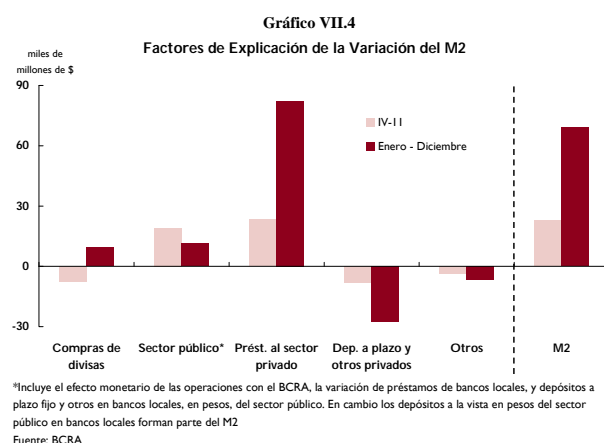


El Banco Central cumplió con las metas del Programa Monetario (PM) 2011 en el entorno del escenario base, resultado que se logró tanto en el último trimestre del año como en los anteriores (ver Gráfico VII.3). En diciembre, los medios de pago totales (M2)<sup>49</sup> y los del sector privado (M2 Privado) registraron incrementos interanuales (i.a.) del 29% y del 30,7%, respectivamente, apenas 1,1 puntos porcentuales (p.p.) y 1,5 p.p. por encima de lo proyectado en el escenario base.

Durante 2011 también se alcanzaron otros objetivos del PM vinculados con el incremento en los niveles de monetización de la economía y la profundización del crédito.

El vigoroso dinamismo del crédito al sector privado fue la nota distintiva de 2011, ya que los préstamos en pesos crecieron 49,2% i.a.; esto es, el mayor crecimiento de los últimos años y 13 p.p. por encima del que registraron en 2010. En consecuencia, los préstamos se constituyeron en el principal factor explicativo del aumento de los medios de pago (ver Gráfico VII.4).

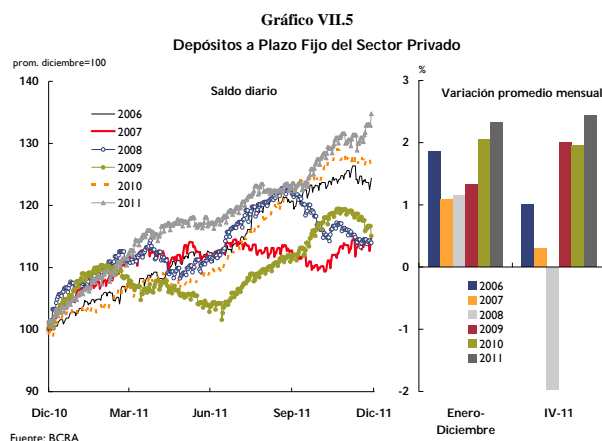
El Banco Central continuó operando en el mercado de divisas con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio. En el año 2011, el Banco Central acumuló compras de divisas por US\$3.335 millones, aunque en el último trimestre (al igual que en el anterior) el saldo neto resultó vendedor. Esta posición comenzó a revertirse hacia fines de 2011. Así, a partir de mediados de noviembre el Banco Central acumuló compras netas diarias que promediaron los US\$100 millones.



Cabe destacar que en el período en el que la intervención en el mercado de cambios tenía un efecto contractivo y los depósitos crecían a un ritmo menor al de los préstamos, el Banco Central proveyó la liquidez necesaria, renovando sólo parcialmente los vencimientos de LEBAC y NOBAC. De este modo permitió que los bancos continuaran manteniendo el dinamismo en el otorgamiento de préstamos y contribuyó a reducir las presiones sobre las tasas de interés.

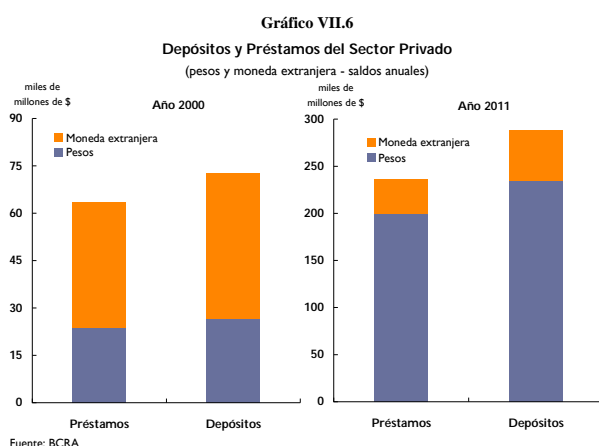
El sector público también fue un factor de expansión de los agregados monetarios, a través de Adelantos Transitorios (AT) y de la transferencia de las utilidades del Banco Central, ejecutados durante el año según los criterios establecidos en la Carta Orgánica.

<sup>49</sup> El M2 incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y los depósitos en cuenta corriente y en cajas de ahorro de los sectores público y privado no financieros en pesos. El M2 Privado es similar al M2 pero no incluye los depósitos del sector público.



Otro aspecto destacable de 2011 fue el comportamiento de los depósitos a plazo del sector privado. Estas colocaciones aceleraron su crecimiento, con un aumento de 31,8% i.a. en 2011 y de 7,5% i.a. (\$7.500 millones) en el último trimestre, considerando datos promedio (con datos a fin de mes el aumento trimestral superó los \$10.300 millones). De esta forma, alcanzaron las tasas de crecimiento promedio mensual, tanto para el año como para el cuarto trimestre, más elevadas de los últimos años (ver Gráfico VII.5). Este comportamiento fue generalizado, tanto en el tramo de los depósitos minoristas como en el tramo mayorista. A este fenómeno contribuyeron el aumento de las tasas de interés de los depósitos y, posteriormente y en menor medida, la repatriación de inversiones de las compañías de seguro<sup>50</sup>. Cabe mencionar que el dinamismo de las colocaciones a plazo fijo continuó durante los primeros diez días de 2012, registrándose incrementos en ambos tramos, especialmente en el minorista, que presentó el aumento más elevado desde 2005 para este período del año (2,6%).

Como consecuencia del incremento mencionado de los medios de pago y de las colocaciones a plazo del sector privado, el agregado en pesos más amplio (M3<sup>51</sup>) aumentó 30,4%.



En el segmento en moneda extranjera, los depósitos experimentaron durante los primeros tres trimestres del año una suba gradual, que fue parcialmente revertida en el cuarto trimestre. No obstante, gracias a las políticas implementadas en los últimos años destinadas a evitar el descalce de monedas —que establecen coeficientes de encaje mayores sobre las colocaciones en moneda extranjera y restringen los deudores que son susceptibles de recibir financiamiento en esa moneda— el sistema financiero argentino ha disminuido el grado de dolarización. De hecho, el segmento en moneda extranjera es una parte relativamente pequeña del total de depósitos y préstamos de las entidades financieras (ver Gráfico VII.6). Así, la caída de los depósitos en dólares del período representó apenas el 2% de los depósitos totales del sistema (en moneda nacional y extranjera). Por otra parte, al término del trimestre los depósitos en moneda extranjera del sector privado habían revertido la tendencia decreciente, al registrar aumentos durante las últimas semanas de 2011.

El Banco Central presentó a fin de diciembre su Programa Monetario para el año 2012. Allí se proyecta, en el marco de las medidas implementadas por el Banco Central —

<sup>50</sup> A fines de octubre, la Superintendencia de Seguros estableció la transferencia a la Argentina de las inversiones y disponibilidades que las aseguradoras mantenían en el exterior. Ver Resolución 36.162/2011, del 26 de octubre de 2011, de la Superintendencia de Seguros de la Nación.

<sup>51</sup> El M3 incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos de los sectores público y privado no financieros en pesos.



Cuadro VII.1  
Metas del Programa Monetario 2012

M2 Total - Escenario Base				
	Mar-12	Jun-12	Sep-12	Dic-12
Variación trimestral (en %)	6,2	6,3	4,6	7,0
Tasa de crecimiento respecto a Dic-11 (en %)	6,2	12,9	18,1	26,4

M2 Privado - Escenario Base	
	Dic-12
Tasa de crecimiento respecto a Dic-11 (en %)	26,2

Para verificar el cumplimiento del Programa Monetario se considerará un rango de  $\pm 4\%$  respecto a los saldos del Escenario Base.

Fuente: BCRA

extensión de la obligación de liquidación a los sectores previamente exceptuados y nuevas disposiciones para las operaciones mayores a los US\$250.000— y por la Administración Federal de Ingresos Públicos—regulaciones fiscales de origen de los fondos para la adquisición de moneda extranjera—, que este año persistirá un excedente en el mercado de divisas. En este escenario, de un superávit comercial similar al de 2011 y una formación de activos externos menor que la de los años previos, el Banco Central prevé continuar interviniendo en el mercado de divisas para moderar la volatilidad del tipo de cambio. Se espera que durante 2012 las compras netas de la autoridad monetaria alcancen cerca de US\$9.000 millones, constituyéndose, luego del crédito, en uno de los principales factores de crecimiento de la oferta monetaria.

Por su parte, continuando con el proceso de profundización del crédito en pesos, se espera que el aumento de los préstamos al sector privado siga constituyendo el principal factor de la expansión monetaria, superando el efecto expansivo de las compras de divisas. Asimismo, está previsto continuar con el Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB) y se estima un ritmo de licitaciones y desembolsos acorde al mayor dinamismo observado durante el segundo semestre de 2011.

De acuerdo a la Ley de Presupuesto Nacional 2012 y a lo estipulado por la Carta Orgánica del Banco Central, se contempla la transferencia al Tesoro Nacional (TN) de las utilidades de esta Institución correspondientes a 2011 y el otorgamiento de AT. Se prevé que el efecto monetario generado por las operaciones con el sector público resulte menor tanto al del sector externo como al asociado al aumento del crédito.

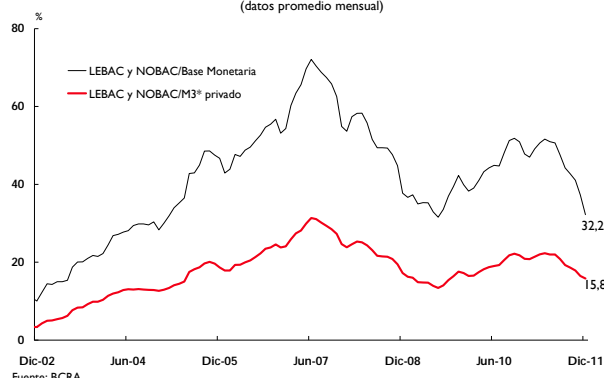
Con el objeto de mantener el equilibrio en el mercado monetario, el Banco Central tiene previsto esterilizar los excedentes a través del uso de los instrumentos de regulación monetaria disponibles (operaciones de pase, colocación de Letras y Notas del Banco Central —LEBAC y NOBAC. Durante 2012 se espera que las necesidades de esterilización alcancen aproximadamente al 30% de la expansión por compras de divisas en el mercado cambiario.

Como consecuencia de los factores señalados hasta aquí, el PM 2012 establece en su escenario base un crecimiento a diciembre de 26,4% i.a. para el M2 y de 26,2% i.a. para el M2 Privado (ver Cuadro VII.1), menores, en ambos casos, a los registrados a fin de 2011.

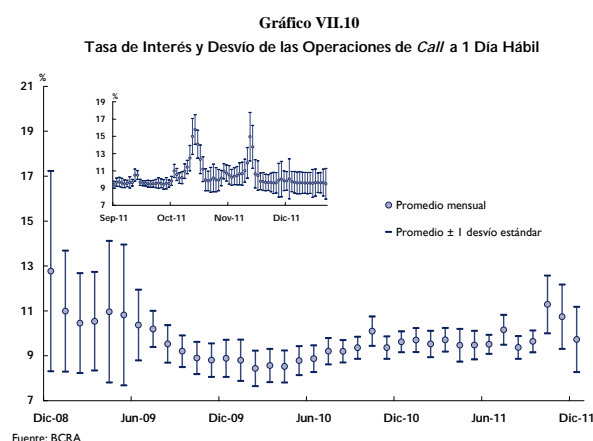
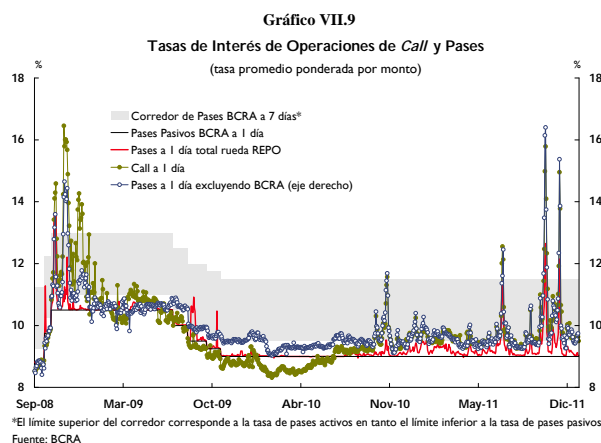
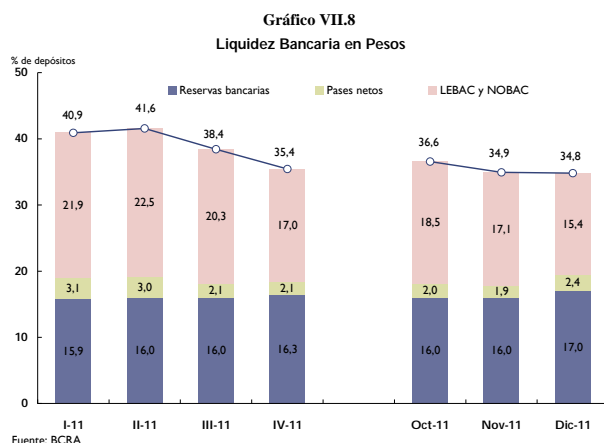
### Esterilización

Al igual que el trimestre anterior, durante el cuarto trimestre de 2011 el Banco Central compensó el efecto contrac-

Gráfico VII.7  
Stock de LEBAC y NOBAC  
(datos promedio mensual)



Fuente: BCRA



tivo generado por su intervención en el mercado de cambios renovando sólo parcialmente los vencimientos de LEBAC y NOBAC, lo que generó una caída en el monto en circulación de esos títulos. Con esto, logró acotar la volatilidad de las tasas de interés de corto plazo y, de esta forma, permitió que los bancos continuaran manteniendo el dinamismo en el otorgamiento de créditos, a pesar de que sus fuentes de fondeo crecieron a un ritmo menor.

Al finalizar 2011, el saldo de títulos en circulación se ubicó en \$68.700 millones, 8% por debajo de su nivel doce meses atrás. En relación a otras variables del mercado monetario, alcanzó niveles muy por debajo de los máximos de la serie (ver Gráfico VII.7). A diferencia de lo ocurrido el año previo, el saldo de títulos se compuso en su mayoría por NOBAC, que llegaron a representar casi un 65% del total.

Como resultado, la liquidez amplia<sup>52</sup> en pesos de las entidades financieras disminuyó 3 p.p. adicionales en el cuarto trimestre y pasó a representar, en promedio en el trimestre, el 35,4% del total de los depósitos en pesos (ver Gráfico VII.8). Los activos que se computan como integración de Efectivo Mínimo (EM) aumentaron levemente (0,3 p.p.) en términos de los depósitos, mientras que los pases netos con el Banco Central se mantuvieron constantes. En tanto, la disminución de las LEBAC y NOBAC en el trimestre fue equivalente a 3,3 p.p. de los depósitos.

### Tasas de Interés<sup>53</sup>

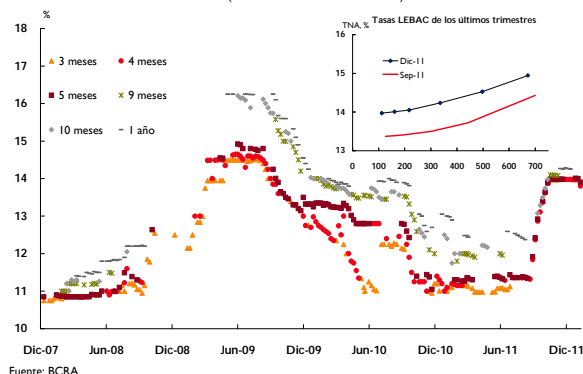
El Banco Central mantuvo las tasas de interés de sus operaciones de pase en los mismos niveles desde octubre de 2009, 9% y 9,5% para los pases pasivos a 1 y 7 días de plazo, y 11% y 11,5% para los pases activos a 1 y 7 días de plazo, respectivamente (ver Gráfico VII.9). El saldo de pases fue aumentando con el correr del trimestre, promediando en diciembre, en todas sus modalidades, \$12.100 millones, un nivel relativamente alto en el año y bastante superior al del cierre de 2010.

En el cuarto trimestre las tasas de interés del mercado interbancario casi no registraron cambios respecto de los niveles verificados en el trimestre anterior. Tanto en el mercado de call como en el mercado garantizado (rueda REPO), la tasa de interés de las operaciones a 1 día hábil se ubicó en diciembre, en promedio, en 9,7%. No obstante, registraron una mayor volatilidad, obser-

<sup>52</sup> La liquidez amplia en pesos de las entidades financieras está compuesta por las reservas bancarias y las tenencias de instrumentos de regulación monetaria. A su vez, las reservas bancarias están constituidas por el dinero en efectivo y los saldos en cuenta corriente en pesos de los bancos en el Banco Central, y responden, en su mayor parte, al cumplimiento de los requerimientos de Efectivo Mínimo (EM) o encajes obligatorios y, adicionalmente, al excedente que las entidades financieras elijan tener voluntariamente. Los instrumentos de regulación monetaria están compuestos por los pases con el Banco Central y las tenencias de LEBAC y NOBAC.

<sup>53</sup> Las tasas de interés que se mencionan en esta sección se refieren a tasas nominales anuales (TNAs).

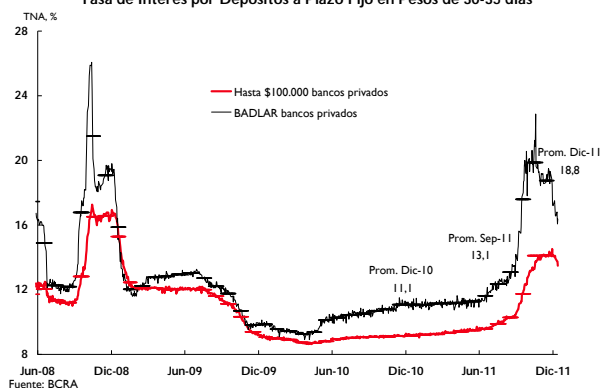
**Gráfico VII.11**  
Tasa de Interés de LEBAC - Mercado Primario  
(datos semanales de licitaciones)



Fuente: BCRA

**Gráfico VII.12**

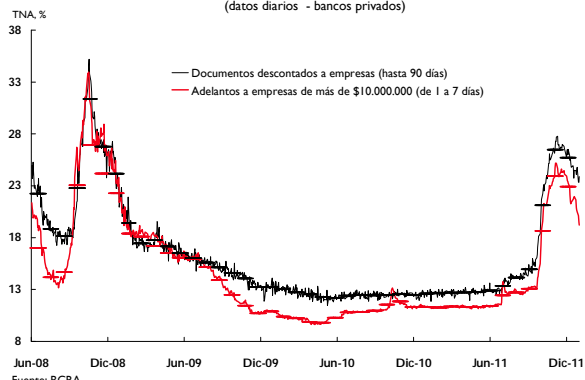
Tasa de Interés por Depósitos a Plazo Fijo en Pesos de 30-35 días



Fuente: BCRA

**Gráfico VII.13**

Tasas de Interés activas de Corto Plazo  
(datos diarios - bancos privados)



Fuente: BCRA

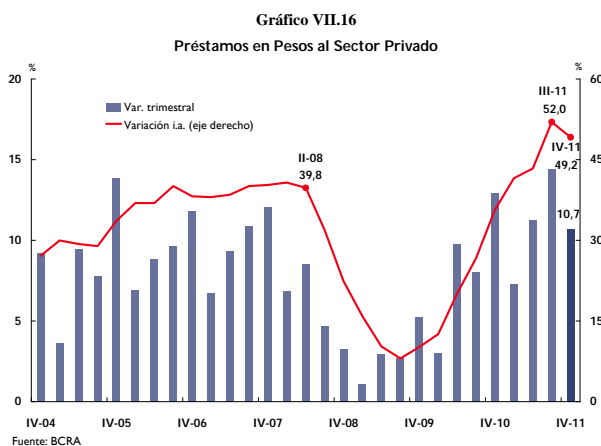
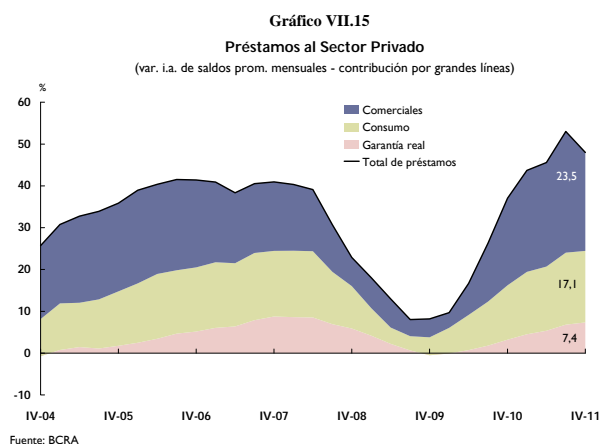
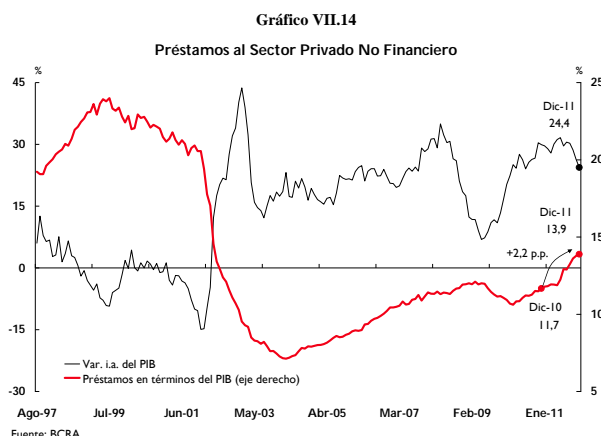
vándose aumentos puntuales en las tasas de interés a mediados de octubre y noviembre que se revirtieron al cabo de pocos días. Además, en el cuarto trimestre, las tasas de interés en el mercado de *call* presentaron una mayor dispersión. Es así que el desvío diario entre las operaciones a 1 día hábil se ubicó en diciembre en 1,5 p.p., 1 p.p superior al nivel registrado a fines del trimestre previo (ver Gráfico VII.10).

En este contexto y con el fin de promover el ahorro en pesos, el Banco Central convalidó subas en las tasas de interés de corte de las subastas semanales de los títulos que emite, especialmente en aquellas especies de menor plazo. Las tasas de interés de corte de las LEBAC, en el mercado primario, aumentaron en torno a 0,6 p.p. para los distintos plazos negociados durante octubre, estabilizándose en los nuevos niveles hasta fin del año (ver Gráfico VII.11). De esta forma, en el año acumularon incrementos de hasta 3 p.p. en las especies de menor plazo de vencimiento y un aumento considerablemente menor en las de mayor plazo. En el caso de las NOBAC, los márgenes pagados sobre la BADLAR bancos privados (tasa de interés de referencia) se redujeron en aproximadamente 2,6 p.p. en el trimestre y 4,3 p.p. en el año. Sin embargo, la BADLAR bancos privados registró un aumento que superó la disminución de los márgenes.

En línea con el comportamiento de las tasas de interés de las LEBAC, las tasas de interés pasivas de las entidades financieras también mostraron inicialmente una senda ascendente, continuando con la tendencia del trimestre anterior. Sin embargo, durante las últimas semanas del año se observó una caída de las tasas de interés, principalmente de aquellas líneas en las que se habían registrado los mayores incrementos. De tal manera, la BADLAR bancos privados finalizó 2011 en 17,2%, 5,7 p.p. por debajo del máximo que había alcanzado a mediados de noviembre. A su vez, en los primeros once días de enero profundizó su tendencia decreciente, bajando 0,8 p.p. adicionales.

Por otra parte, la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo hasta \$100.000 (hasta 35 días) mostró un aumento gradual entre octubre y noviembre, estabilizándose en diciembre. Así finalizó el año en 14,1%, aumentando 3,6 p.p. en el período (ver Gráfico VII.12). No obstante, en los primeros once días de enero registró una disminución de 0,6 p.p. respecto al último nivel de diciembre.

Las tasas de interés activas prosiguieron con una tendencia alcista en el último trimestre del año que se revirtió durante las dos últimas semanas de 2011, especialmente en las líneas de corto plazo. En efecto, la tasa correspondiente a los adelantos en cuenta corriente a empresas por más de \$10 millones y hasta 7 días de plazo



de las entidades privadas, luego de haber alcanzado niveles superiores al 25% en noviembre, comenzó a descender hasta ubicarse en 19,2% el once de enero. Por su parte, la tasa de los documentos descontados de entidades privadas hasta 90 días de plazo también disminuyó a lo largo de diciembre, ubicándose en 24,5% al último día del año (ver Gráfico VII.13).

### **Políticas de Financiamiento Productivo y Crédito al Sector Privado<sup>54</sup>**

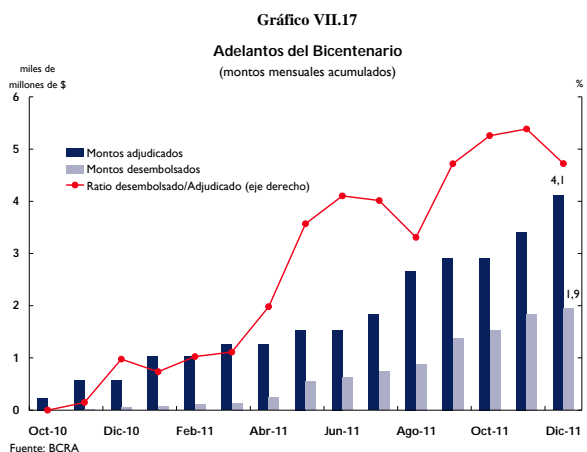
El vigoroso dinamismo del crédito al sector privado fue la nota distintiva de 2011, ya que el total de préstamos, en pesos y en moneda extranjera (expresados en pesos), creció 48% i.a. y representó en el último mes del año el 13,9% del PIB, lo que implica un aumento de 2,2 p.p. respecto a igual mes del año pasado. Para encontrar un incremento anual en términos del PIB de magnitud semejante hay que remontarse trece años atrás; y, de todos modos, el contexto virtuoso actual, de crecimiento del crédito y de la actividad económica, es completamente diferente al de aquel momento (ver Gráfico VII.14). Además, el crédito en la actualidad es básicamente en pesos y está fondeado en esa misma moneda, por lo cual el sistema financiero no presenta importantes descases<sup>55</sup>. El crecimiento de los préstamos continuó siendo impulsado por las líneas comerciales. En efecto, al descomponer su crecimiento en los puntos porcentuales que explicó cada una de las grandes líneas de crédito, se verifica que los préstamos con destino principalmente comercial contribuyeron con 23,5 p.p., los préstamos al consumo con 17,1 p.p. y los préstamos con garantía real con 7,4 p.p. (ver Gráfico VII.15).

Los préstamos en pesos al sector privado registraron entre septiembre y diciembre un crecimiento de \$23.415 millones (10,7%), registrando durante 2011 un crecimiento de 49,2%, el mayor de los últimos años, y 13,5 p.p. por encima del que registraron en 2010 (ver Gráfico VII.16).

Los préstamos en pesos vinculados a la actividad comercial crecieron \$6.865 millones (7,4%), moderando su ritmo de expansión trimestral luego de registrar durante el trimestre anterior el mayor incremento desde la salida de la crisis de la convertibilidad (17,1%). En el trimestre, las financiaciones instrumentadas mediante documentos aumentaron \$3.385 millones (7,1%), mientras que los adelantos en cuenta corriente subieron \$2.035 millones (7,1%) y el resto de las líneas con destino comercial crecieron \$1.445 millones (8,8%).

<sup>54</sup> Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros que, si bien alteran los saldos contables, no afectan al financiamiento otorgado.

<sup>55</sup> En este aspecto, para un análisis detallado de la posición del sistema financiero local frente al riesgo de crédito y de moneda, ver el Capítulo V del Boletín de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2011.



Los préstamos orientados a financiar el consumo de las familias acumularon en los últimos tres meses del año una suba de \$11.730 millones (13,5%). En el último trimestre del año mostraron una aceleración en su ritmo de expansión que fue impulsada por las financiaciones con tarjetas de crédito, lo cual es esperable dado su comportamiento estacional a fin de año.

Los préstamos con garantía real crecieron en el período \$4.820 millones (12,5%) y registraron en términos interanuales una tasa de crecimiento de 47,9%, más que duplicando la observada en diciembre de 2010.

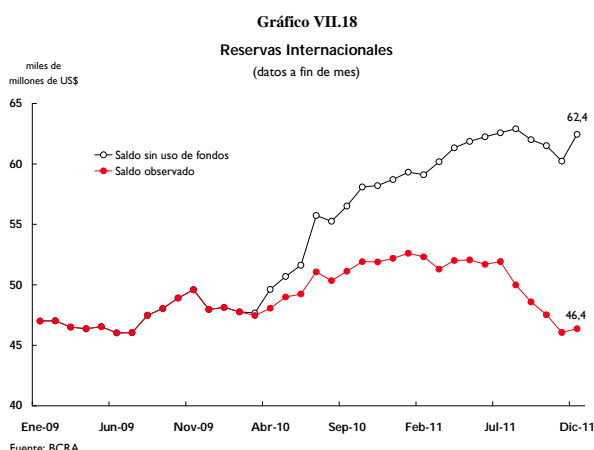
El Banco Central continuó licitando fondos en el marco del PFPB, orientado a mejorar la oferta de crédito a la inversión y la actividad productiva a través del otorgamiento de préstamos a mediano y largo plazo a tasa de interés fija. En el último trimestre del año se adjudicaron \$1.198 millones a través de dos licitaciones, con lo que el total adjudicado desde el comienzo del PFPB asciende a \$4.115 millones, de los cuales se desembolsaron hasta ahora \$1.943 millones (ver Gráfico VII.17).

Los préstamos en moneda extranjera al sector privado, destinados fundamentalmente a financiar a exportadores, no registraron variaciones significativas en el último trimestre y finalizaron el año con un crecimiento de 31,3%.

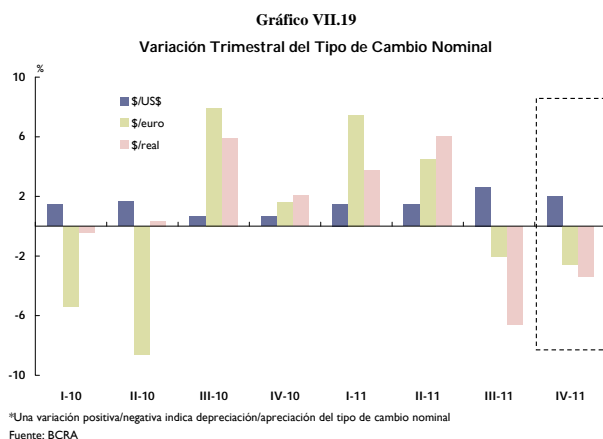
### **Reservas Internacionales y Mercado Cambiario**

El Banco Central continuó operando en el mercado de divisas con el objetivo de moderar la volatilidad del tipo de cambio. En el año 2011, el Banco Central acumuló compras de divisas por US\$3.335 millones, aunque en el último trimestre el saldo neto resultó vendedor. Este proceso comenzó a revertirse hacia fines de 2011 y, a partir de mediados de noviembre, el Banco Central acumuló compras netas diarias que promediaron los US\$100 millones. En el último día del año el saldo de Reservas internacionales ascendió a US\$46.376 millones. Considerando los pagos de deuda realizados a través del Fondo para Pagos a Organismos Internacionales y del Fondo de desendeudamiento argentino, el saldo de Reservas internacionales hubiera aumentado más de US\$3.700 millones en el año (ver Gráfico VII.18).

El peso volvió a depreciarse en el trimestre respecto al dólar estadounidense, aunque a menor ritmo que en el trimestre previo. En cambio, al igual que en el tercer trimestre se apreció respecto al real brasileño y al euro, dada la depreciación reciente de estas monedas respecto al dólar estadounidense (ver Apartado 4). Las cotizaciones promedio de diciembre fueron 4,29\$/US\$, 2,33\$/real y 5,64\$/euro, registrando un aumento de la cotización de



2% (promedio de diciembre respecto al promedio de septiembre), y caídas de 3,4% y 2,6%, respectivamente (ver Gráfico VII.19).

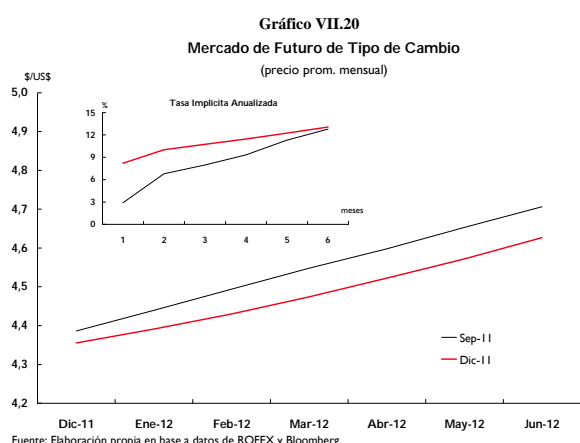


En cambio, en términos reales y en relación a la canasta compuesta por las monedas de los principales socios comerciales, el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) indicó una apreciación del peso (el índice descendió 1,1% en noviembre respecto a septiembre). No obstante, acumuló en 2011 una depreciación, al registrar un aumento del tipo de cambio real multilateral de 1,6%.

En el mercado a futuro (ROFEX), la depreciación esperada para los próximos meses se desaceleró en el trimestre (ver Gráfico VII.20). En tanto, el monto negociado promedió \$1.230 millones y resultó 21,4% superior al del tercer trimestre.

### VII.3 Otros Activos

La crisis de deuda de la zona del euro continuó generando volatilidad en los mercados financieros internacionales, y aunque los instrumentos de las economías emergentes registraron cierta mejora en los últimos meses, cerraron el año con saldo negativo. En el mercado local se registró un saldo positivo para la mayor parte de los precios de los activos de renta fija en el último trimestre de 2011, mientras que las acciones cerraron el período casi sin cambios. Sin embargo, la evolución de los trimestres anteriores hizo que los distintos grupos de instrumentos financieros de la Argentina finalizaran el año mayormente con caídas en sus cotizaciones, en línea con lo observado para la generalidad de los emergentes, mientras que a principios de 2012 se observó una *performance* positiva.

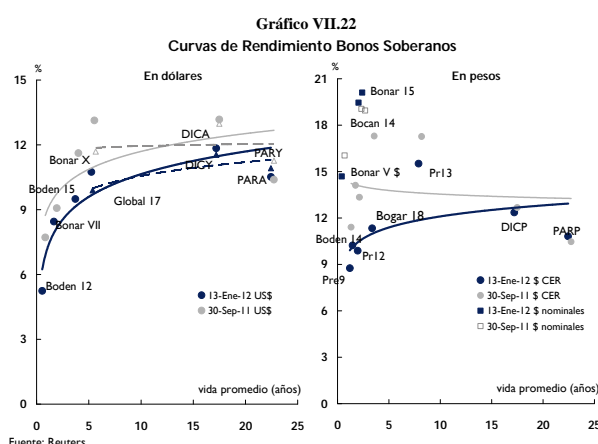
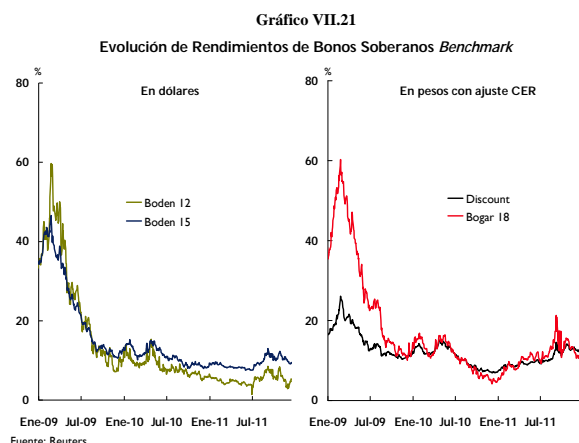


Con respecto a las operaciones de financiamiento en el mercado de capitales doméstico, los montos colocados a través de diferentes instrumentos siguieron disminuyendo en el último trimestre de 2011 (aunque el año cerró con avances). Se destaca, sin embargo, que en un contexto de subas en la BADLAR bancos privados (que sirve como tasa de referencia para muchas de las operaciones), los volúmenes de Fideicomisos Financieros (FF) y de cheques de pago diferido no se vieron seriamente afectados.

Aunque mantuvieron un comportamiento volátil, las cotizaciones de los títulos públicos mostraron en general un tono más positivo en los últimos meses, logrando —en la mayoría de los casos— revertir buena parte de las caídas del tercer trimestre de 2011<sup>56</sup>, al tiempo que extendieron los avances durante las primeras semanas de 2012. La mejora en los precios de los bonos en dólares llevó a que sus rendimientos se recortaran más de 100 p.b. en prome-

<sup>56</sup> Así, el año finaliza con mayoría de mermas en los precios de los instrumentos en dólares y en pesos con ajuste CER (en un rango de -3% hasta -37% para las especies más largas) y mejoras para los bonos en pesos nominales y para las Unidades Vinculadas al PIB.





dio durante los últimos tres meses del año, acercándose a niveles en torno a 10% hacia fines del período (ver Gráfico VII.21). El recorte en los rendimientos fue más pronunciado en el segmento corto y medio de la curva. Con respecto a la curva en pesos con CER, la misma volvió a mostrar una pendiente positiva (ver Gráfico VII.22). En este caso, los rendimientos del tramo corto y medio de la curva mostraron un recorte que en promedio fue mayor a 300 p.b., mientras que para los instrumentos más largos se verificó un incremento en los retornos requeridos por los inversores. En lo que respecta a los bonos en pesos nominales, los rendimientos de aquellos con cupón en base a BADLAR bancos privados subieron en promedio 200 p.b., en un contexto de sostenida suba de la tasa de referencia hasta mediados de noviembre, que se corrigió parcialmente hacia el fin del trimestre<sup>57</sup>. Por su parte, los precios de las Unidades Vinculadas al PIB —que pagaron cupón a mediados de diciembre<sup>58</sup>— también se recuperaron en los últimos meses. Finalmente, el volumen negociado de instrumentos de renta fija<sup>59</sup> en los mercados locales se mantuvo estable respecto al trimestre previo y se incrementó 7% en términos interanuales, ubicándose en un promedio cercano a los \$1.800 millones diarios en el período octubre-diciembre.

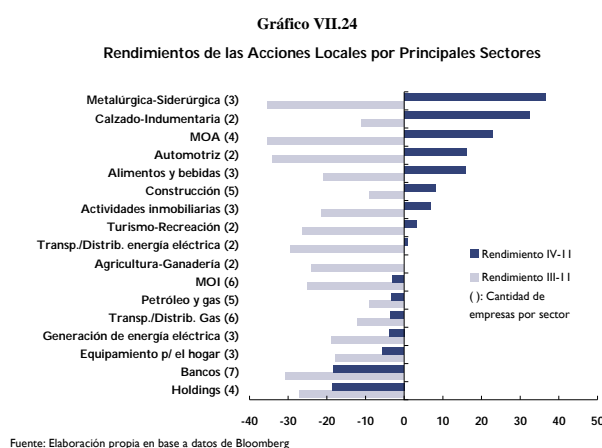
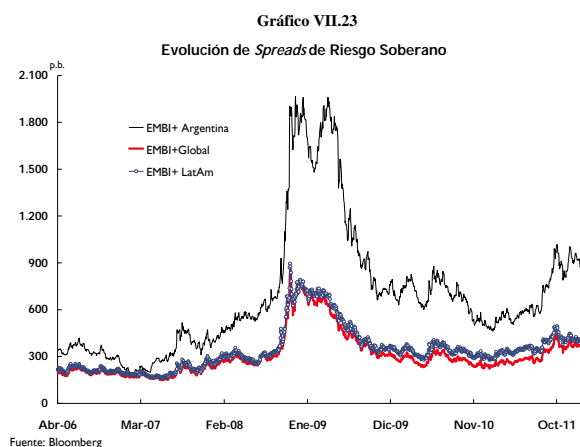
El descenso de los rendimientos de los títulos públicos argentinos en dólares con legislación internacional, en un contexto de retornos relativamente estables para los instrumentos a largo plazo del Tesoro norteamericano, implicó un recorte en los diferenciales de riesgo soberano de la Argentina en el trimestre, comportamiento que se profundizó durante las primeras semanas de 2012. Hacia fines de diciembre los *spreads* del EMBI+ de Argentina y del contrato a 5 años de *Credit Default Swaps* (CDS) para deuda del país se ubicaban en niveles cercanos a 925 p.b., con una reducción trimestral de casi 70 p.b. y 160 p.b., respectivamente (compensando parcialmente las subas de los meses previos) y en el primer caso, el indicador perforó los 900 p.b. hacia mediados de enero. Así, en términos interanuales, los *spreads* registraban a fines de diciembre una ampliación en un rango de 320-430 p.b., aunque se mantenían muy por debajo de los picos relativos registrados en el marco de la crisis de 2008/2009 (ver Gráfico VII.23).

Con respecto al mercado bursátil local, medido en pesos el Merval cerró diciembre en un nivel similar al de fines de septiembre, aunque si se lo mide en dólares registró una pérdida trimestral de 2,3% (frente a una recuperación de casi 8% para el índice MSCI de la región). Sin embar-

<sup>57</sup> Subió casi 890 p.b. desde fines de septiembre, cuando se ubicaba en 14%, hasta un máximo de 22,9% en noviembre. Posteriormente hacia fin de año la tasa bajó, hasta ubicarse en torno a 16% a mediados de enero. De esta manera, durante las primeras dos semanas de 2012 los rendimientos de los bonos con cupón en base a Badlar bancos privados bajaron en promedio 100 p.b.

<sup>58</sup> En función del crecimiento económico de 2010.

<sup>59</sup> Incluyendo instrumentos del BCRA.



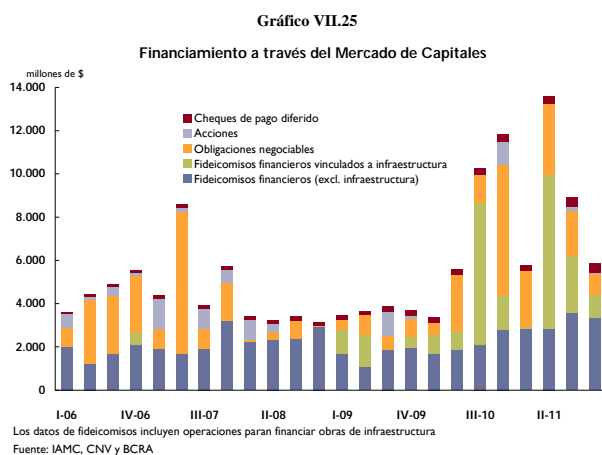
go, las acciones de empresas de diversos sectores económicos —metalurgia, indumentaria, manufacturas agropecuarias y automotriz, entre otros— cerraron el trimestre con mejoras en sus cotizaciones (ver Gráfico VII.24). Por otro lado, las acciones con peor comportamiento en los últimos meses fueron las del sector bancario y las de *holdings*, con caídas cercanas al 20% en el cuarto trimestre. En los últimos tres meses del año hubo transacciones de acciones por un promedio diario de poco más de \$46 millones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Aunque este monto implica una leve merma trimestral (2,6%), es casi la mitad del promedio diario del mismo periodo de 2010. El bajo volumen negociado en términos interanuales respondió a una escasa rotación de las carteras de inversión, en un contexto internacional de sostenida cautela. Sin embargo, en las primeras semanas del año se observa una fuerte recuperación de las cotizaciones de las acciones junto con una importante suba del volumen operado.

El financiamiento al sector privado y para infraestructura a través del mercado de capitales cayó en el último trimestre de 2011, aunque el año cierra con una mejora de casi 10% en los montos agregados (en buena parte explicada por el dinamismo observado en la primera mitad del año). Con un monto cercano a \$5.900 millones en el cuarto trimestre, se registró una merma cercana al 34% respecto al trimestre anterior (ver Gráfico VII.25), un ritmo de caída similar al registrado en el período julio-septiembre<sup>60</sup>. La disminución en los últimos tres meses del año estuvo explicada por la menor magnitud de las operaciones de fideicomisos de infraestructura (en comparación con los importantes montos de julio) y por una merma en la colocación de bonos. A su vez, el monto de financiamiento registró una caída interanual de 50%, dado que en el período octubre-diciembre de 2010 se habían concretado colocaciones de deuda de empresas del país en los mercados internacionales por sumas considerables.

Los fideicomisos mantuvieron su dinamismo en los últimos meses de 2011 y siguieron siendo el principal instrumento de financiamiento a través del mercado de capitales, pese a que los fiduciarios enfrentaron costos financieros crecientes. En efecto, las tasas de corte para los valores fiduciarios senior aumentaron, acompañando al incremento de la BADLAR bancos privados, para luego reducirse hacia fin de año y en las primeras semanas de 2012. Por otro lado, se consiguió financiamiento para obras de infraestructura por un monto superior a los \$1.000 millones<sup>61</sup>. Entre las ONs siguieron destacándose las colocaciones de bancos y otras entidades financieras, al tiempo que se verificó un mayor dinamismo en las

<sup>60</sup> En lo que respecta al financiamiento al sector privado —sin incluir financiaciones para infraestructura—, su monto alcanzó en el trimestre un valor de \$4.800 millones, lo cual implica una caída de 23% a nivel trimestral y 53% en términos interanuales.

<sup>61</sup> Destacándose una emisión para financiar la construcción de un parque eólico en la Provincia de Chubut.



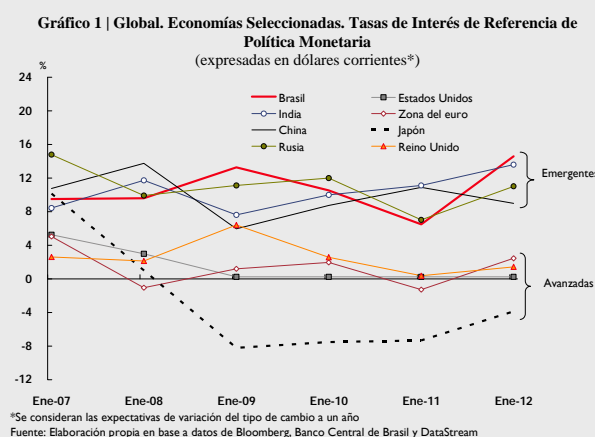
emisiones de PyMEs (estas últimas alcanzaron un monto récord de más de \$100 millones en el año, aunque esto representó poco más de 1% del monto total colocado en ONs en el período). Respecto al financiamiento mediante la comercialización de cheques de pago diferido (mayormente por parte de PyMEs), a pesar del aumento de las tasas exigidas en el mercado, el volumen se mantuvo en los últimos meses.

En perspectiva, a pesar de las fortalezas de las economías emergentes, se espera que en los mercados internacionales se mantenga la cautela (dado que la situación en Europa sigue sin resolverse), lo que podría llegar a condicionar la demanda por activos financieros de economías emergentes, incluyendo a los activos locales. Con respecto al financiamiento a través de los mercados de capitales, será relevante tanto la evolución de los mercados financieros internacionales, y su incidencia sobre el apetito por riesgo a nivel global, como la evolución de las tasas de interés de referencia a nivel local (que han tendido a disminuir recientemente).

## Apartado 4 / Evolución reciente de los tipos de cambio en América latina

En los últimos años, la mayoría de las monedas de los países de América latina atravesaron un proceso de revalorización, originado por distintos elementos. Con diversidad de abordajes, el pragmatismo de algunos gobiernos dio lugar a la adopción de respuestas de política tendientes a evitar los efectos indeseados de las apreciaciones cambiarias o, al menos, a acotar las variaciones excesivas de las paridades. Si bien hacia fines de 2011 las principales monedas latinoamericanas exhibieron fuertes alzas —depreciaciones frente al dólar estadounidense—, se espera que se trate de un comportamiento transitorio. En efecto, los fundamentos macroeconómicos que impulsan el fortalecimiento de las monedas latinoamericanas siguen presentes.

Se puede observar que en los años recientes una serie de condiciones económicas influyó en la reconfiguración de los flujos globales de capitales, que se orientaron hacia los activos de países en desarrollo, dando lugar a la revalorización de las monedas regionales. En la medida en que los fundamentos macroeconómicos de las economías emergentes se tornaron más sólidos, mejoraron las perspectivas generales de crecimiento respecto de las desarrolladas y se modificaron las percepciones relativas de riesgo por parte de los inversores internacionales. No obstante, los rendimientos relativos permanecieron en niveles elevados, significativamente por encima de los de los países avanzados, dando lugar a un perfil de rentabilidad-riesgo todavía atractivo para nuevas inversiones.

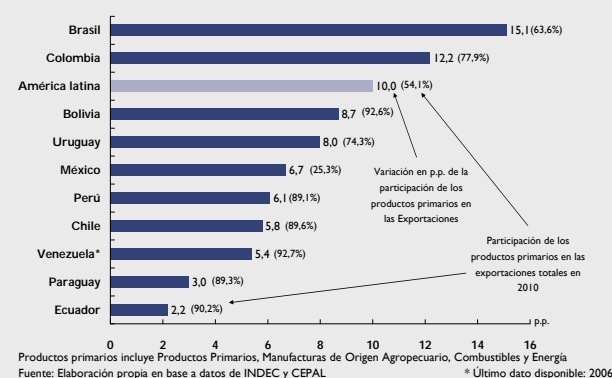


Entre otras razones, las políticas monetarias expansivas implementadas por los principales bancos centrales en los países avanzados contribuyeron a la apreciación de las monedas de los emergentes al menos por dos vías. Por un lado, crecieron los niveles de liquidez financiera en los mercados de capitales de los países desarrollados, donde los altos niveles de endeudamiento del sector privado mantienen la demanda de financiamiento deprimida. Por otra parte, el objetivo de estimular la economía lleva al

mantenimiento de las tasas de interés de referencia para la política monetaria en niveles mínimos históricos, ampliando, *ceteris paribus*, el diferencial de rendimientos entre regiones (ver Gráfico 1)<sup>62</sup>.

En el caso de América latina, también incidieron sobre la oferta de divisas —y en consecuencia en los niveles de los tipos de cambio— los elevados precios de los *commodities*. La apreciación cambiaria derivada de estos factores tiende a afectar los procesos de desarrollo industrial, principalmente de las ramas de producción de bienes y servicios transables que son menos competitivos —proceso conocido como “enfermedad holandesa”<sup>63</sup>—, al tiempo que podría crear condiciones para la generación de burbujas en los precios de ciertos activos. Así, la mayor oferta de divisas, resultante del fuerte aumento de las cotizaciones de las materias primas agropecuarias, de los metales y minerales y de la energía, generó presiones de distinta intensidad hacia la apreciación nominal de las monedas latinoamericanas. Como parte de esta problemática, se ha evidenciado en la mayoría de estas economías un aumento de la participación de las exportaciones de productos primarios y sus manufacturas derivadas (ver Gráfico 2).

**Gráfico 2 | Productos Primarios. Variación en la Participación de las Exportaciones entre 2003 y 2010 y Participación en 2010 en el Total de las Exportaciones**



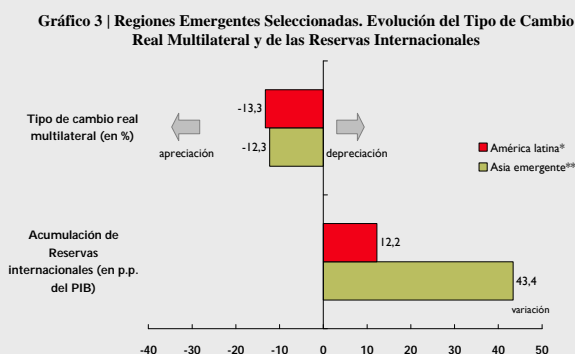
Ante estas presiones en el mercado cambiario, los gobiernos de la región —con elevado grado de pragmatismo— implementaron diversas políticas para contener la apreciación excesiva de sus monedas, así como para limitar los riesgos que estas dinámicas típicamente entrañan

<sup>62</sup> No obstante, en la literatura especializada se reconoce que los rendimientos en los emergentes no son independientes de las tasas de referencia de las economías avanzadas, con lo cual el efecto final sobre el *spread* de una reducción en estas últimas no necesariamente se traducirá en una suba de la misma cuantía en los rendimientos.

<sup>63</sup> Término originado para explicar lo ocurrido en la década del '60 en Holanda tras el descubrimiento de importantes reservas de gas en el Mar del Norte. El incremento de la oferta de divisas en el país produjo una importante apreciación cambiaria que afectó negativamente la producción de otros transables, particularmente bienes industriales.

sobre las economías. Así, en los últimos años las autoridades económicas intervinieron fuertemente en los mercados cambiarios y recurrieron también, en algunos casos, a modificaciones de los marcos regulatorios sobre los movimientos de capital. En consecuencia, en el bloque se registró un proceso de acumulación de Reservas internacionales y, en algunos casos, se logró un mayor control sobre los flujos de capitales de corto plazo.

La apreciación real multilateral de las monedas latinoamericanas contrasta con lo ocurrido en otras regiones emergentes. Al mismo tiempo que en América latina el grado de revalorización fue relativamente superior al de Asia emergente, se registraron aumentos de menor magnitud relativa en sus Reservas internacionales, indicio de un menor grado de intervención en los mercados cambiarios (ver Gráfico 3). Por otra parte, cabe destacar que, debido a la flexibilidad cambiaria imperante en América latina, la región no constituye un foco gravitante en las discusiones sobre los desbalances globales, sugiriendo que no hay necesidades significativas, en general, de rebalances internos y externos de sus economías en el corto plazo.



\*Incluye Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Uruguay y Venezuela

\*\*Comprende China, India, Indonesia, Filipinas, Malasia y Tailandia

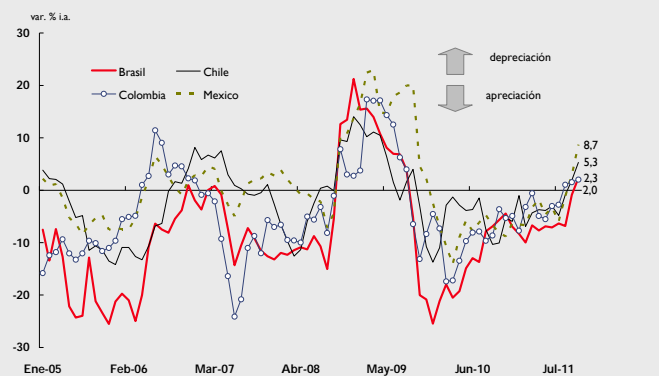
Fuente: Elaboración propia en base a datos de FMI y Datastream

Las características estructurales de los mercados cambiarios en América latina continúan determinando monedas de creciente valor relativo. En los últimos siete años, la apreciación de los tipos de cambio nominal y real en los países de la región se reflejó en mayor medida en los países que adoptaron esquemas de política monetaria con metas de inflación que, en teoría, se asocian a regímenes cambiarios más flexibles. Cuando la economía es abierta a los flujos de capital, el objetivo de influir en la determinación de los precios mediante manejos de tasas de interés puede limitar en cierto grado la capacidad de controlar el tipo de cambio<sup>64</sup>.

<sup>64</sup> Este comportamiento es el que se deriva de la llamada teoría del “trilema” de la política monetaria (Mundell, 1963) según la cual la política monetaria persigue tres objetivos imposibles de lograr en forma simultánea con los instrumentos disponibles. Mantener la economía abierta a los flujos de capitales restringe la capacidad de determinar a la vez el tipo de cambio y la tasa de interés doméstica. Diversos autores, como Roberto Frenkel (2007), han cuestionado la validez general de este principio como resultado general.

En los meses recientes, las tensiones en los mercados financieros internacionales llevaron a revertir las tendencias observadas en los mercados cambiarios. De modo análogo a lo ocurrido durante la profundización de la crisis internacional hacia fines de 2008, ante el reciente incremento de la incertidumbre global, se originó una mayor preferencia por activos líquidos y percibidos como más seguros. Este comportamiento dio lugar a una fuerte reversión en los flujos de capitales especulativos desde las economías emergentes hacia ciertas plazas financieras de países avanzados (como Estados Unidos o Japón). Como consecuencia de este proceso, las monedas latinoamericanas presentaron depreciaciones reales hacia fines del año pasado. En particular, se destacó la del peso mexicano, seguida en orden de magnitud por las del peso chileno, el real brasileño y el peso colombiano, países que tienen regímenes monetarios con metas de inflación (ver Gráfico 4).

**Gráfico 4 | Países Seleccionados de América Latina. Tipo de Cambio Real Multilateral**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Datastream

De todas maneras, en la medida en que se reduzca la incertidumbre global, la fortaleza macroeconómica que sigue presente en los países emergentes, y en particular en América latina, posiblemente de lugar a un nuevo proceso de revalorización de las monedas. En este marco, los desafíos de política económica para estas naciones continuarán asociados en parte a la contención de las vulnerabilidades vinculadas a las apreciaciones cambiarias en el proceso de desarrollo, así como a contener la volatilidad excesiva de los tipos de cambio. Por ello, seguirán siendo relevantes los instrumentos que mostraron ser eficaces en los años recientes, entre los cuales se destacan la acumulación prudencial de Reservas internacionales y la regulación de los flujos de capitales especulativos. En la medida en que en la región persistan las presiones alcistas sobre los tipos de cambio, resultará determinante la incorporación de estos elementos dentro de un *mix* de políticas integral que considere los diversos factores que afectan la competitividad de los sectores productivos. No deberán descuidarse las regulaciones macroprudenciales que contribuyan a la estabilidad de los sistemas financieros, el aprovechamiento de las sinergias comerciales intrarregionales y el necesario dinamismo de los respectivos mercados internos.

## VIII. Inflación

### VIII.1 Síntesis

En el tercer trimestre de 2011, los Índices de Precios Implícitos (IPI) del PIB disminuyeron su ritmo de crecimiento. Esta moderación fue consecuencia principalmente de la menor suba de los precios implícitos del Consumo privado, compensada parcialmente por los precios de los otros componentes de la demanda, entre éstos, los de las Exportaciones que siguieron creciendo por encima del resto.

En los últimos meses del año, los distintos indicadores de precios disponibles reflejaron variaciones más acotadas que en los primeros tres trimestres de 2011, respondiendo en gran parte a la moderación en el alza de los precios de los alimentos. La desaceleración en el incremento interanual de las cotizaciones internacionales de los productos primarios, la ausencia de nuevos shocks de oferta en los productos frescos y la recomposición marginal de la producción de carne fueron determinantes para explicar la menor suba de los precios de los alimentos. En tanto, otros bienes y servicios como Indumentaria, Educación y Salud ganaron dinamismo, compensando parcialmente la desaceleración de la suba de los alimentos.

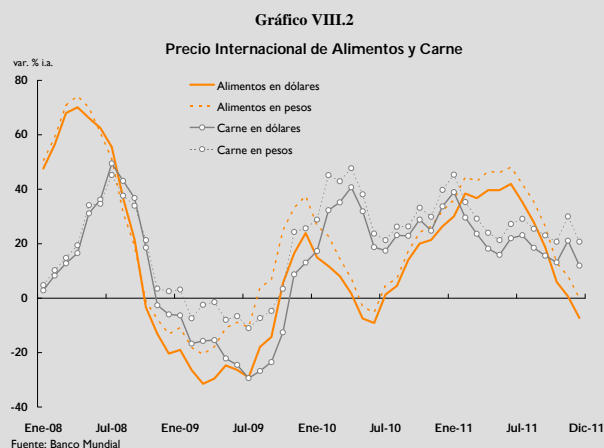
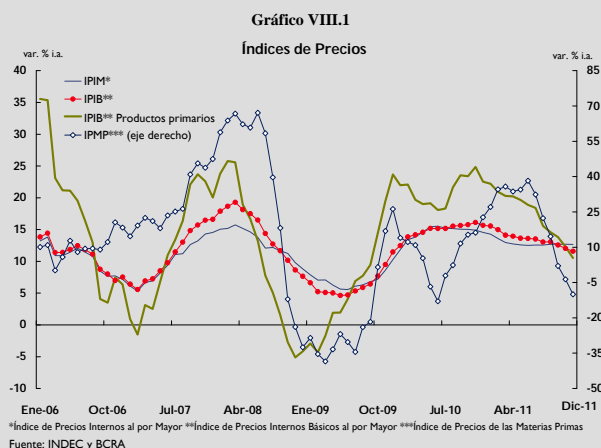
Dentro de los precios minoristas, la variación interanual de los precios de los servicios resultó una vez más, en el cuarto trimestre de 2011, inferior a la de los bienes. Ello ocurrió a pesar de los mayores aumentos en los precios de algunos servicios que no están regulados, como Esparcimiento y Educación.

Las tasas de crecimiento de los precios mayoristas continuaron en niveles inferiores a las de un año atrás, permitiendo que la variación interanual siga en la senda descendente iniciada a mediados de 2010. Este comportamiento se explicó por la evolución de los precios de los Productos nacionales, en los que se destaca el menor incremento de los Productos primarios. En tanto, los Productos manufacturados nacionales evidenciaron relativa estabilidad con una moderación en el margen, mientras que los Productos importados continuaron con alzas inferiores al promedio general.

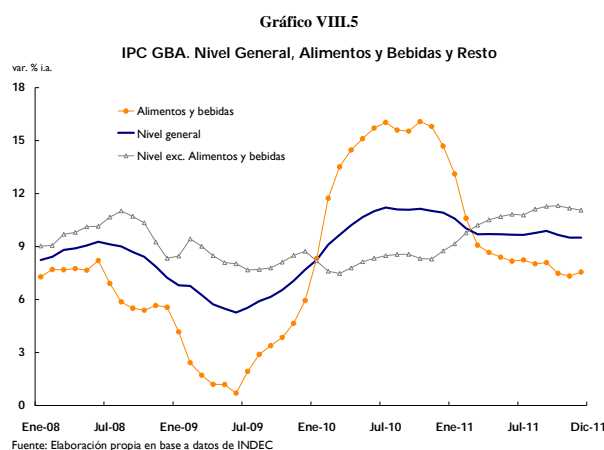
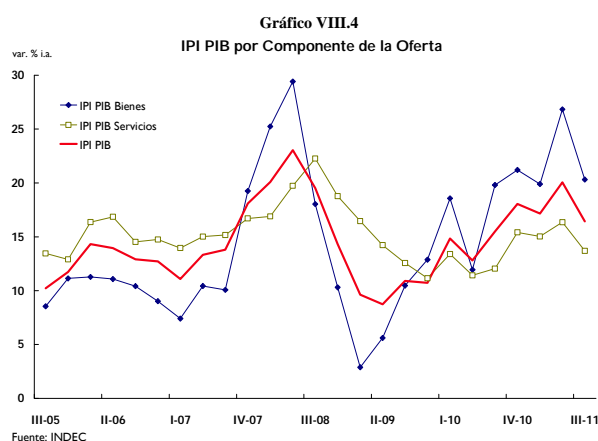
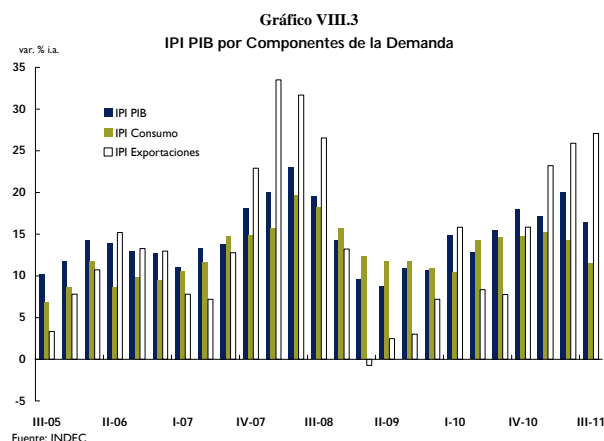
Los Costos de la construcción verificaron en el promedio de los últimos meses del año un ritmo de crecimiento interanual más alto que en los meses previos. La mayor contribución a la suba fue generada por los aumentos de los costos laborales, particularmente de la mano de obra asalariada.

En un contexto de sostenida expansión de la actividad económica e incremento del empleo, los salarios nominales siguieron creciendo a medida que entraron en vigencia las diferentes etapas de ajuste salarial acordadas en las negociaciones colectivas de 2011, lo cual persistirá hasta el primer trimestre de este año.

En un contexto de cierta moderación del crecimiento económico local, se espera que se mantenga la tendencia decreciente en el ritmo de aumento interanual de los precios domésticos al prevalecer el efecto de cotizaciones internacionales de commodities contenidas y de no mediar shocks sobre la oferta de alimentos frescos.







## VIII.2 Precios Implícitos del Producto

Durante el tercer trimestre de 2011 el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB creció 16,4% interanual (i.a.), registrando un incremento inferior al observado en los trimestres previos. Por el lado de la demanda, la moderación provino de los precios vinculados con el Consumo privado, que evidenciaron una desaceleración hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 11,5% i.a., mientras que, al igual que en el primer semestre del año, los precios de las Exportaciones mostraron una tendencia ascendente (27,1% i.a.; ver Gráfico VIII.3). Por el lado de la oferta, se observaron menores tasas de crecimiento interanual tanto en los precios de los Bienes como de los Servicios. La moderación de los precios implícitos de los Bienes se explicó por el comportamiento de los precios del sector agropecuario, que de todos modos continuaron generando la mayor incidencia sobre la suba del rubro (ver Gráfico VIII.4).

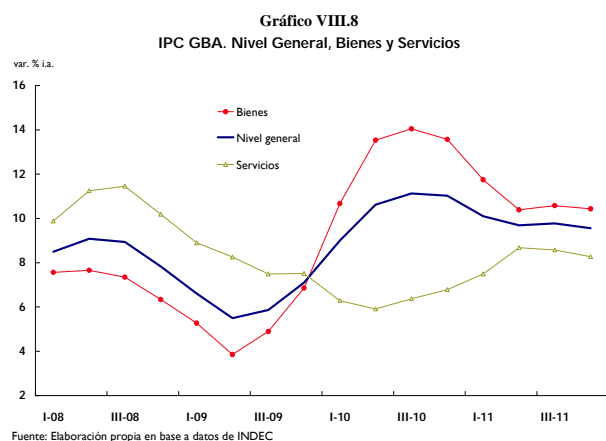
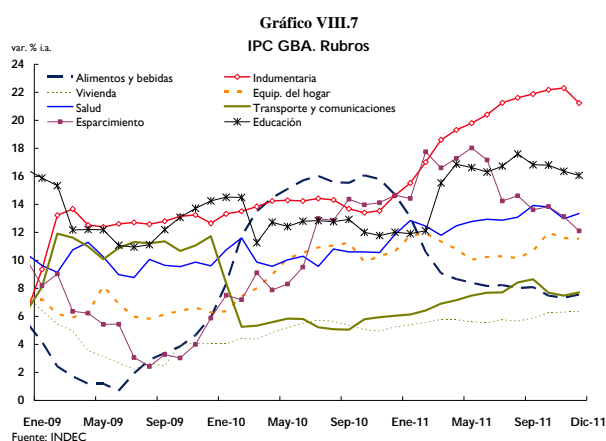
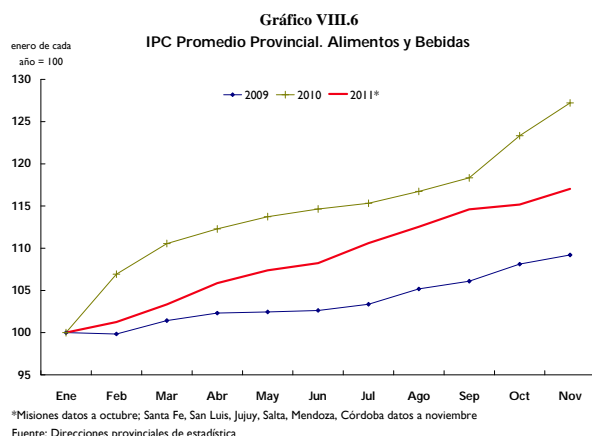
A partir de los incrementos interanuales más acotados observados en los diversos índices de precios minoristas y mayoristas hacia fines de 2011, se estima que el IPI del PIB moderó su ritmo de crecimiento interanual en el cuarto trimestre del año. De esta manera, en el promedio de 2011 el alza habría resultado inferior a la de 2010, tendencia que se proyecta que continúe en 2012.

## VIII.3 Precios Minoristas

En el cuarto trimestre de 2011 la tasa de crecimiento interanual de los indicadores de precios al consumidor presentó una moderación en el margen, finalizando el año con alzas que resultaron inferiores a las del cierre del 2010. Este comportamiento respondió a una suba más acotada de los precios de los alimentos, ante la ausencia en ese período de restricciones de oferta en los productos frescos. El menor aumento de los precios de los alimentos fue compensado en parte por el efecto del mayor crecimiento en los precios de otros bienes no alimentarios y de algunos servicios no regulados (ver Gráfico VIII.5).

Al igual que en el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA), los distintos indicadores de precios del interior del país volvieron a mostrar menores subas interanuales en el cuarto trimestre, como consecuencia de la desaceleración de los alimentos. Así, estos índices presentaron tasas de crecimiento inferiores a las de fines de 2010 (ver Gráfico VIII.6).

El menor incremento de los precios de los alimentos se explicó por la persistente moderación registrada en el crecimiento interanual de los precios de las carnes — asociada a la recomposición de la oferta vacuna tras el impacto de la sequía de 2009—, compensada parcial-



mente por la mayor suba en otros ítems como las frutas y las verduras.

En cuanto a los componentes no alimentarios, tanto en el interior del país como en el Gran Buenos Aires (GBA) se registraron aumentos superiores al nivel general. El impulso alcista provino principalmente de los rubros Indumentaria, Educación, Salud y Transporte, que exhibieron tasas de crecimiento interanual superiores a las del año previo (ver Gráfico VIII.7).

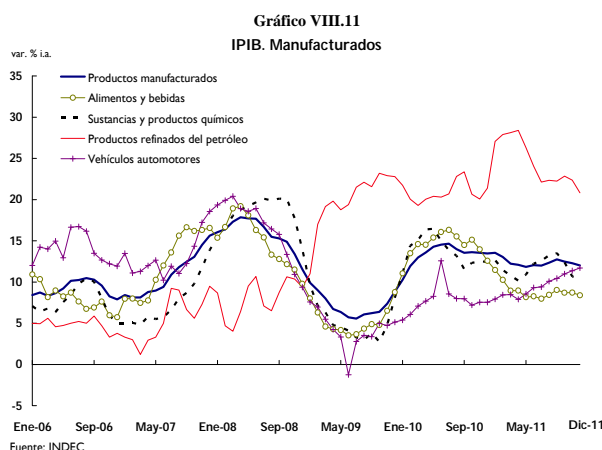
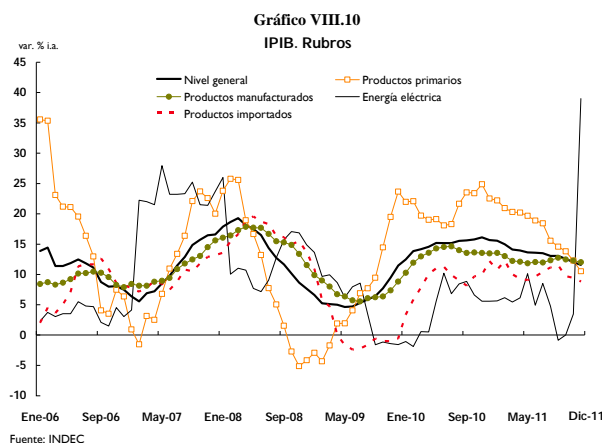
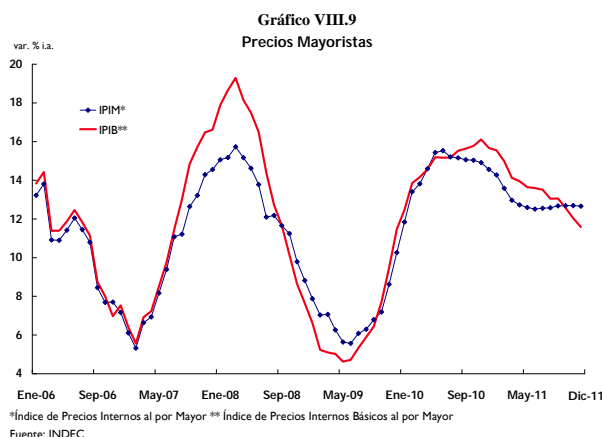
Analizando la evolución de los precios al consumidor de los Bienes y los Servicios se observa que, luego de la recuperación en términos relativos de los Servicios a lo largo del primer semestre del año, a partir de julio los Bienes volvieron a presentar un ritmo mensual de suba mayor al de los Servicios. Lo anterior se dio a pesar de que algunos servicios no regulados como Esparcimiento y Educación presentaron alzas por sobre el promedio general (ver Gráfico VIII.8).

Luego de que en el tercer trimestre de 2011 el rubro Educación registrara uno de los mayores incrementos dentro de los Servicios —debido al aumento de las cuotas de los colegios privados que acompañaron los mayores ajustes salariales acordados en las paritarias de ese año— en los últimos tres meses del año se registraron otros ajustes que volvieron a incidir en el comportamiento de los precios de los Servicios. En particular, en el rubro Salud se observó el ajuste de precios acordado con las prepagas, mientras que los servicios asociados a la Indumentaria, como confección y reparación textil, también se incrementaron. En Transporte y comunicaciones operaron las alzas en las tarifas de taxis, estacionamientos, telefonía celular, seguros y servicios para el automóvil; en tanto que en Esparcimiento incidió el aumento en los servicios de turismo, particularmente en diciembre, mes en el que se incrementó el número de días feriados en relación al año previo.

En adelante, se estima que el alza de los precios internos de los alimentos se mantenga acotada como consecuencia tanto de la trayectoria esperada para las cotizaciones internacionales de estos productos como de la ausencia de *shocks* de oferta sobre los alimentos frescos. Así, dada la alta ponderación que estos productos poseen en la canasta de consumo de las familias, se proyecta que continúe la tendencia de moderación en los precios minoristas en los próximos meses.

#### VIII.4 Precios Mayoristas

En el tercer trimestre del año, los precios mayoristas exhibieron variaciones acotadas, según el Índice de Precios



Internos Básicos (IPIB)<sup>65</sup>. De esta manera, la tasa de crecimiento interanual mantuvo la senda descendente iniciada en el segundo semestre de 2010 que respondió mayormente a la evolución de los Productos nacionales (ver Gráficos VIII.9 y VIII.10).

Los precios de los Productos primarios registraron una persistente desaceleración en términos interanuales, explicando en gran medida el comportamiento del nivel general. El menor ritmo de aumento de los Productos primarios se debió a la evolución de los precios agrícolas, en especial de los cereales y las oleaginosas, en línea con la trayectoria de los precios de las materias primas en los mercados mundiales (ver Sección II). Este efecto fue contrarrestado parcialmente por los ítems ganaderos, que elevaron ligeramente el ritmo de suba, aunque mantuvieron tasas de incremento interanual más acotadas en relación al año previo. En tanto, en el mes de diciembre de 2011 el precio de la Energía eléctrica, que venía prácticamente estancado, aumentó 34,3% i.a. como consecuencia de la aplicación de la Resolución N° 1301/11 de la Secretaría de Energía<sup>66</sup>, que elevó el precio de referencia para el período comprendido entre el 1° de noviembre y el 30 de abril de 2012.

Por su parte, los Productos manufacturados exhibieron una leve tendencia declinante en su trayectoria interanual. Los rubros manufactureros con mayor incidencia en el aumento interanual fueron nuevamente los Productos refinados de petróleo (24,1% i.a. en diciembre) y los Alimentos y bebidas (8,4% i.a. en diciembre), que explican conjuntamente casi el 50% del incremento de las manufacturas de ese mes. Si bien los precios de los productos petroleros registraron las mayores tasas de crecimiento, desaceleraron su ritmo de suba en la segunda mitad del año. En tanto, los precios de los Vehículos automotores han evidenciado una aceleración sostenida desde abril pasado (ver Gráfico VIII.11).

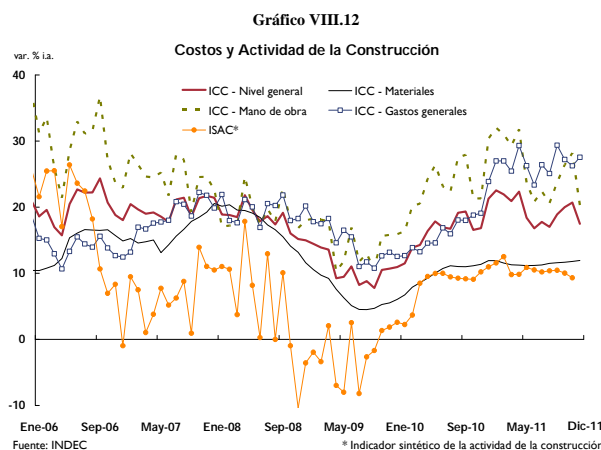
Finalmente, los precios del conjunto de bienes incluidos en el rubro Productos importados presentaron una mayor volatilidad en 2011, desacelerando en los últimos meses el ritmo de alza interanual y finalizando con una variación anual promedio menor que la del 2010.

## VIII.5 Costos de la Construcción

El Índice del Costo de la Construcción (ICC) registró un aumento promedio de 19,4% i.a. en el cuarto trimestre del año, que resultó superior al del período previo, en un

<sup>65</sup> El IPIB refleja la evolución de los precios mayoristas (promedio de los precios de los productos de origen nacional e importado ofrecidos en el mercado interno) neta de impuestos y subsidios.

<sup>66</sup> La Resolución 1301/11 de la Secretaría de Energía aprobó la programación estacional de verano elaborada por CAMMESA para el período comprendido entre el 1° de noviembre de 2011 y el 30 de abril de 2012 para el Mercado Eléctrico Mayorista (MEM) y elevó los Precios de Referencia Estacionales de la Energía No Subsidiados en el MEM.



contexto de sostenida expansión en la actividad sectorial (ver Sección III). La trayectoria del indicador se explica mayormente por el ritmo de crecimiento de los costos salariales. En tanto, las variaciones de los precios de los Gastos generales y de los Materiales continuaron estables (ver Gráfico VIII.12).

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

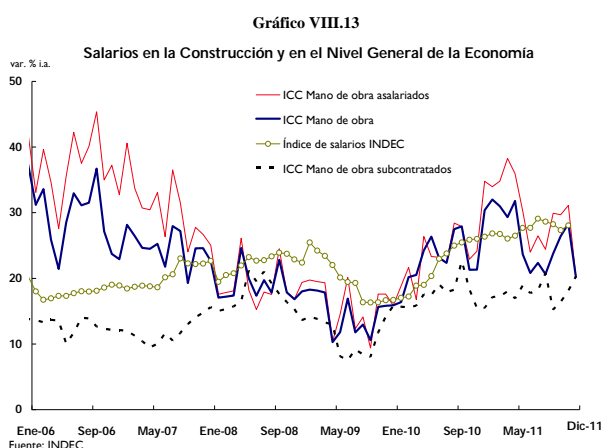
Dentro de los costos de la Mano de obra (25% i.a. en el cuarto trimestre), el sector asalariado es el que mostró los mayores aumentos (27% i.a. en el mismo período), al captar la segunda parte del incremento acordado en la negociación colectiva del sector<sup>67</sup>, registrando así una variación similar a la del trimestre previo. En tanto, los valores de los subcontratos de Mano de obra, que cuentan con mayor flexibilidad, verificaron una tasa de crecimiento interanual inferior (18,3% i.a. en el cuarto trimestre). Al comparar la variación del costo de la Mano de obra asalariada de la construcción con la variación registrada por el Nivel general del Índice de Salarios del INDEC, que capta la evolución de las remuneraciones de toda la economía, se observa que el componente de Mano de obra del ICC exhibió, para el período octubre-noviembre de 2011, un alza superior (30,4% i.a. vs. 27,7% i.a.; ver Gráfico VIII.13.)

Los Gastos generales (26,9% i.a. en el cuarto trimestre), que reflejan los precios de los distintos servicios de la actividad de la construcción, presentaron tasas de crecimiento interanual superiores a las del año previo, con subas de entre el 15,9% i.a. (alquiler de retroexcavadora) y el 59,2% i.a. (alquiler de camión volcador).

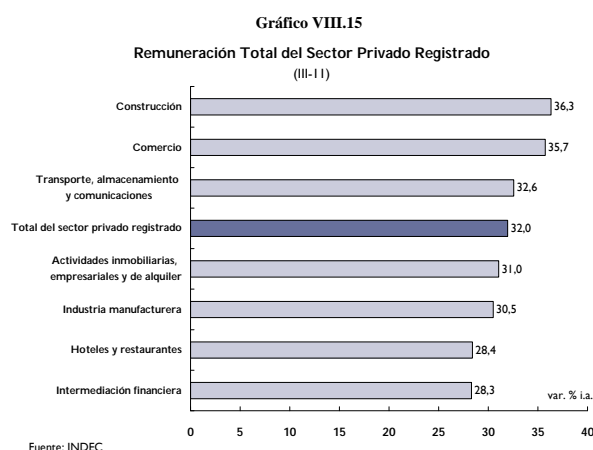
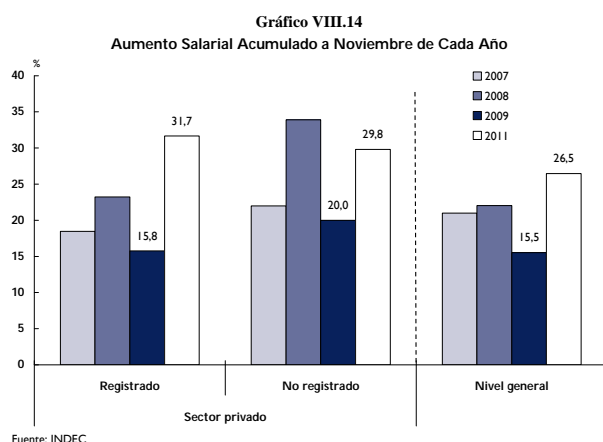
Finalmente, los precios de los Materiales (11,8% i.a. en el cuarto trimestre) siguieron una trayectoria estable desde mediados de 2010, de manera que su ritmo de suba resultó muy inferior a la de los salarios y a la de los Gastos generales.

## VIII.6 Salarios

Los salarios siguieron incrementándose en un contexto de fuerte expansión económica, persistente reducción de la Tasa de desocupación y mejora en la calidad del empleo (ver Sección IV). En el segundo semestre de 2011, a medida que fueron entrando en vigencia los sucesivos escalones de los ajustes salariales pactados para ese año,



<sup>67</sup> Se acordó un alza de 25,8% escalonada en abril (12%), agosto (6%) y noviembre (6%) más sumas fijas no remunerativas en mayo, julio, septiembre y octubre.



se observaron tasas de aumento interanual de los salarios mayores a las registradas en la primera mitad del mismo.

En particular, el Índice de Salarios del INDEC, que mide el incremento de las remuneraciones de toda la economía, alcanzó un alza de 28,1% i.a. en noviembre de 2011. De este modo, en los primeros once meses del año los salarios acumularon un crecimiento de 26,5% (ver Gráfico VIII.14).

El mayor incremento salarial se verificó en el sector privado registrado, aunque dentro del sector se observaron resultados dispares. De acuerdo con los datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP)<sup>68</sup>, al tercer trimestre de 2011, los mayores aumentos interanuales se verificaron en las remuneraciones del sector de la Construcción (36,3%) y de algunos sectores de servicios como Comercio (35,7%) y Transporte (32,6%). En tanto que las remuneraciones del resto de los sectores registraron alzas inferiores al promedio (ver Gráfico VIII.15).

Las remuneraciones al segmento privado no registrado<sup>69</sup> también aceleraron su crecimiento, alcanzando una expansión interanual de 29,8% en el período acumulado a noviembre de 2011.

Hacia delante, los ajustes salariales que surjan de las nuevas negociaciones darían lugar a una moderación en la tasa de aumento de los salarios a lo largo de 2012. De todas maneras, no se descarta que durante el primer trimestre se observe alguna nueva suba en el ritmo de incremento debido a que se captaría el impacto de los últimos tramos de los ajustes salariales surgidos de las negociaciones colectivas de 2011.

<sup>68</sup> Los datos del SIJyP son un promedio del registro de remuneraciones recibidas por los asalariados que aportan al Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), captando así el total remunerado, incluyendo premios, y no sólo el salario mensual. En tanto, el Índice de Salarios se basa en información de una encuesta a empresas del sector privado y de los circuitos administrativos del sector público, y para el sector privado no registrado se realiza una estimación sobre la base de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), con una estructura de ponderaciones fijas.

<sup>69</sup> Para el segmento informal, el Índice de Salarios se estima sobre la base de la información obtenida en la EPH, que se conoce con posterioridad al Índice de Salarios, por lo que la evolución de las remuneraciones del sector no registrado tiene un rezago de entre 3 y 6 meses.

# Glosario de Abreviaturas y Siglas

**Acum.:** Acumulado

**ADEFA:** Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina

**AFIP:** Administración Federal de Ingresos Públicos

**AIP:** Aglomerados del Interior del País

**ANSeS:** Administración Nacional de la Seguridad Social

**AT:** Adelantos Transitorio

**ATN:** Aportes del Tesoro Nacional

**AUH:** Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

**BCB:** Banco Central de Brasil

**BCE:** Banco Central Europeo

**BCRA:** Banco Central de la República Argentina

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

**BNA:** Banco de la Nación Argentina

**BoJ:** *Bank of Japan* (Banco Central de Japón)

**CABA:** Ciudad Autónoma de Buenos Aires

**CAMMESA:** Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico

**CDS:** *Credit Default Swaps*

**CEMBI:** *Corporate Emerging Market Bond Index*

**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

**Contrib.:** Contribución

**DPN:** Deuda Pública Nacional

**e:** Estimado

**€** Euro

**EDPs:** Procedimientos de déficit excesivo

**EE.UU.:** Estados Unidos

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

**EM:** Efectivo mínimo

**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

**EURIBOR:** *European Interbank Offered Rate*

**Fed:** Reserva Federal de los Estados Unidos

**FF:** Fideicomisos Financieros

**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)

**FUNCEX:** *Fundação centro de estudos do comércio exterior* (Fundación Centro de Estudios de Comercio Exterior)

**GATS:** Acuerdo general sobre el comercio de servicios

**GBA:** Gran Buenos Aires

**GNL:** Gas natural licuado

**GRA:** Gabriel Rubinstein y Asociados

**G-7:** Grupo de los 7

**ha:** Hectárea

**IAMC:** Instituto Argentino de Mercado de Capitales

**i.a.:** Interanual

**IBIF:** Inversión Bruta Interna Fija

**IBGE:** *Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística* (Instituto Brasileiro de Geografía y Estadísticas)

**ICC:** Índice del Costo de la Construcción

**ICDCB:** Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias

**IED:** Inversión Extranjera Directa

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

**IFI:** Instituciones Financieras Internacionales

**IFS:** *Institute of Financial Statistics*

**IGA:** Indicador General de Actividad

**INDEC:** Instituto Nacional de Estadística y Censos



**INSSJyP:** Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados

**IPC:** Índice de Precios al Consumidor

**IPCA:** Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

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

**IPI:** Índice de Precios Implícitos

**IPI:** Índice de Producción Industrial

**IPIB:** Índice de Precios Internos Básicos

**IPIM:** Índice de Precios Internos al Por Mayor

**IPMP:** Índice de Precios de las Materias Primas

**IRD:** Inversión Real Directa

**ISAC:** Índice Sintético de Actividad de la Construcción

**ITCRM:** Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

**IVA:** Impuesto al Valor Agregado

**IVA DGA:** Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas

**IVA DGI:** Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos

**kg:** Kilogramo.

**LEBAC:** Letras del Banco Central (Argentina)

**LIBOR:** *London InterBank Offered Rate*

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

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

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

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

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

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

**MAE:** Mercado Abierto Electrónico

**MAGyP:** Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca

**Mercosur:** Mercado Común del Sur

**MERVAL:** Mercado de Valores de Buenos Aires

**MEyFP:** Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

**mill.:** Millones

**MOA:** Manufacturas de Origen Agropecuario

**MOI:** Manufacturas de Origen Industrial

**MSCI:** *Morgan Stanley Capital International Index*

**MTEySS:** Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

**MULC:** Mercado Único y Libre de Cambios

**NOBAC:** Notas del Banco Central (Argentina)

**OCDE:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

**OJF:** Orlando J. Ferreres

**OMC:** Organización Mundial de Comercio

**ON:** Obligaciones Negociables

**ONCCA:** Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario

**p:** Proyectado

**p.b.:** Puntos básicos

**p.p.:** Puntos porcentuales

**PEA:** Población Económicamente Activa

**PEC:** Pacto de estabilidad y crecimiento

**PF:** Plazo Fijo

**PFPB:** Programa de Financiamiento del Bicentenario

**PIB:** Producto Interno Bruto

**PM:** Programa Monetario

**PMI:** *Purchasing Managers' Index*

**PP:** Productos primarios

**PPA:** Paridad de Poder Adquisitivo

**PPN-11:** Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2011

**PPN-12:** Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2012

**Prom. móv.:** Promedio móvil

**PyMES:** Pequeñas y Medianas Empresas

**REM:** Relevamiento de Expectativas de Mercado

**ROFEX:** Mercado a Término de Rosario

**s.e.:** Serie sin estacionalidad

**Sec.:** Secretaría

**SEDLAC:** *Socio-Economic Database for Latin America and the Caribbean* (Base de Datos Socioeconómicos de América Latina y el Caribe)

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

**SIJyP:** Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones

**SIPA:** Sistema Integrado Previsional Argentino

**SMVyM:** Salario Mínimo Vital y Móvil

**SPNF:** Sector Público Nacional no Financiero

**S. Priv.:** Sector privado

**TC:** Tipo de cambio

**TN:** Tesoro Nacional

**tn.:** Tonelada

**TNA:** Tasa Nominal Anual

**Trim.:** Trimestral / Trimestre

**UE:** Unión Europea

**UNCTAD:** *United Nations Conference on Trade and Development* (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo)

**UN COMTRADE:** *United Nations Commodity Trade Statistics Database*

**US\$:** Dólares Americanos

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

**UCI:** Utilización de la capacidad instalada

**Var.:** Variación

**VIX:** *CBOE Volatility Index*

**VNR:** Valor Nominal Residual

**VSTOXX:** Volatilidad esperada del índice Eurostoxx600

**WTI:** *West Texas Intermediate*

**XN:** Exportaciones Netas