



Informe de Inflación

Segundo Trimestre de 2009



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación

Segundo Trimestre de 2009



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación
Segundo Trimestre 2009

ISSN 1668-0561
Edición electrónica

Fecha de publicación | Abril 2009

Publicación editada por la Subgerencia General de Economía y Finanzas

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

Contenidos, coordinación y diagramación | Gerencia de Análisis Macroeconómico
Sección de Política Monetaria | Gerencia de Análisis de Coyuntura Monetaria
Diseño editorial | Área de Imagen y Diseño, Gerencia Principal de Comunicaciones y Relaciones Institucionales

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

Prefacio

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

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

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

*El cierre estadístico de este **Informe** fue el 14 de abril y la próxima publicación, correspondiente al tercer trimestre de 2009, será el 22 de julio a través de internet.*

Buenos Aires, 22 de abril de 2009

Contenido

Pág. 7 | I. Visión Institucional

Pág. 12 | II. Contexto Internacional

Pág. 18 | Apartado 1 / De crisis financiera a crisis en la economía real: el desplome de la economía mundial en el cuarto trimestre de 2008

Pág. 25 | Apartado 2 / Primeros pasos hacia una mayor coordinación macroeconómica y financiera internacional

Pág. 27 | III. Actividad Económica

Pág. 34 | IV. Empleo y Salarios

Pág. 38 | V. Sector Externo

Pág. 43 | Apartado 3 / Fundamentos para la estabilización de los mercados de commodities agrícolas

Pág. 45 | VI. Finanzas Públicas

Pág. 51 | VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

Pág. 56 | Apartado 4 / La creciente cooperación de los bancos centrales frente a la crisis internacional

Pág. 64 | Apartado 5 / El Tipo de Cambio Real Multilateral de Equilibrio en Argentina

Pág. 66 | VIII. Inflación

Pág. 71 | Apartado 6 / ¿Son reales los riesgos de deflación mundial?

Pág. 73 | IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

Pág. 77 | Resultados del REM. Marzo de 2009

Pág. 78 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

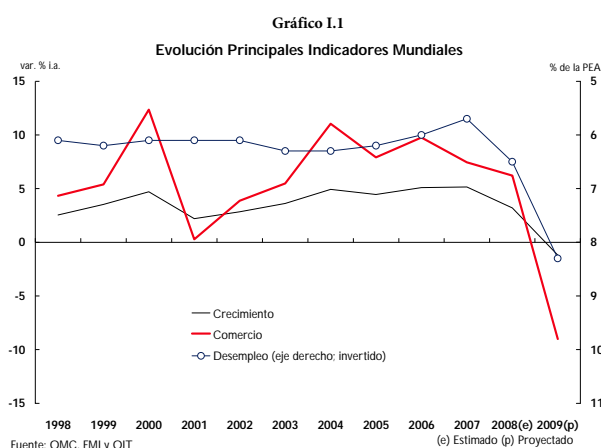
I. Visión Institucional

La crisis financiera internacional afectó a la economía real alrededor del mundo, particularmente a partir del último trimestre de 2008, superando las previsiones más pesimistas. El nivel de actividad global se contrajo sustancialmente, y no sólo en sectores ya debilitados, como el de la construcción y el financiero, sino y principalmente, la actividad industrial. A su vez, los volúmenes de comercio exterior se redujeron fuertemente, iniciando una dinámica de ajuste macroeconómico con crecientes riesgos sobre la economía mundial (ver Apartado 1).

La abrupta y generalizada caída de los precios de los activos redujo el patrimonio de los hogares, presionando a la baja el consumo. Además, la creciente incertidumbre llevó a las familias y las empresas a aplazar gastos. Al mismo tiempo, la disrupción en el funcionamiento del sistema financiero en los países avanzados congeló el crédito, restringiendo el consumo privado y contrayendo la producción y el comercio. De esta manera las economías desarrolladas están sufriendo su más profunda recesión desde la segunda guerra mundial, al tiempo que los países emergentes comenzaron a registrar una cierta desaceleración económica afectados por la caída de la demanda de exportaciones, los menores precios de las materias primas y condiciones mucho más restrictivas para el financiamiento externo.

Durante las últimas semanas los mercados financieros evidenciaron cierta recuperación, pero subsisten agudas tensiones que constituyen un obstáculo para la actividad económica. En este marco, han mejorado las expectativas de que los hacedores de política a nivel mundial finalmente puedan comenzar a revertir las tendencias negativas en los mercados de crédito y en la economía real, algo que hasta el momento no han conseguido, a pesar de la gran cantidad de medidas adoptadas. Para ello, deberán combinar medidas simples y claras con capacidad de ejecución, como así también exhibir cierta sobre-reacción, tal como resulta necesario cuando se enfrentan escenarios muy diferentes a los que usualmente están dirigidas las políticas económicas. La gravedad de la situación y el reconocimiento de que la implementación de medidas económicas eficaces es condición necesaria, pero no suficiente, para detener la caída de la economía (y mucho menos para avizorar una rápida recuperación), han dado lugar a la aparición de una hoja de ruta más ambiciosa (ver Apartado 2).

Resulta posible entonces, que la recuperación de la actividad económica mundial comience recién a partir del año próximo, aunque persisten serios riesgos a la baja aún para un escenario tan poco alentador como ese. No



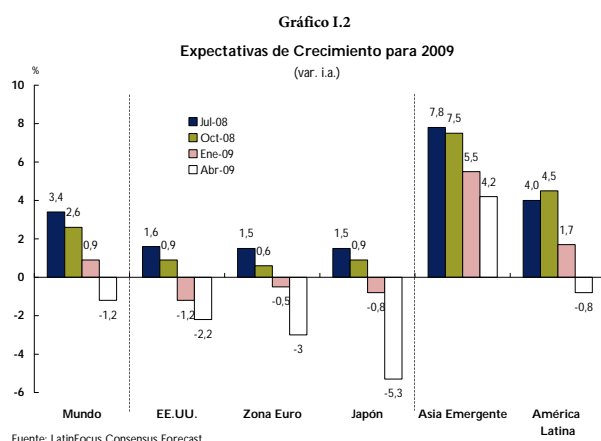
debe sorprender que las proyecciones de actividad económica mundial, tanto de los organismos internacionales como de diversas instituciones públicas y privadas, hayan ido corrigiéndose a la baja mes a mes. El momento y el ritmo de la recuperación dependerán de manera crucial de la ejecución de medidas de política económica. No será posible una recuperación económica sostenida mientras no se restablezca la funcionalidad del sector financiero y se destraben los mercados de crédito. Además, la cooperación internacional será fundamental para diseñar e implementar políticas eficaces, evitando que cada país busque salvarse a costa de los otros.

El desplome de la demanda mundial dio lugar a una fuerte disminución de los precios internacionales de las materias primas desde de sus máximos de mediados de 2008. Sin embargo, durante los primeros meses del año, las cotizaciones mostraron cierta estabilidad e incluso alguna mejora. Las expectativas imponen un límite a la recuperación, pero se espera que los factores estructurales y coyunturales que dan soporte a los precios de los *commodities*, particularmente agrícolas, continúen prevaleciendo (ver Apartado 3).

Las presiones inflacionarias también fueron reduciéndose, ante la pérdida de dinamismo de la actividad real y la caída en los precios de las materias primas. Se prevé que los países avanzados registren un período de muy bajos niveles de inflación, incluso con riesgos de deflación. En tanto, los emergentes también observarían una desaceleración en el alza de los precios (ver Apartado 6).

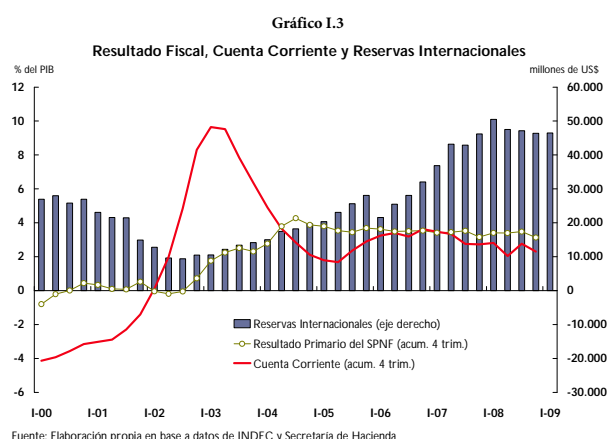
De manera similar al resto de los países emergentes, Argentina se está viendo afectada por la crisis. En el tramo final de 2008 e inicios de 2009 varios sectores de la economía local, vinculados principalmente a la producción de bienes, ajustaron su nivel de actividad. Conjuntamente con ello, se ha visto afectada la inversión, en su carácter de variable más sensible al ciclo económico, aunque se mantiene en niveles históricamente altos, a partir de la relativa estabilidad del gasto en construcción, que encontraría soporte en 2009 en el Plan de Infraestructura del Gobierno Nacional. El dinamismo del Consumo Privado también resultaría afectado, en especial en lo referido a bienes durables y suntuarios. Por otra parte, ese menor dinamismo sería compensado en parte por un aporte positivo de las Exportaciones Netas.

Los precios también están mostrando una moderación en los últimos meses. En línea con lo registrado en otras economías, ésta desaceleración sería el resultado de una morigeración en las demandas salariales, junto con una menor presión de la demanda agregada, sumada a la reducción de los precios de las materias primas, entre otras



razones. Esto ocurre en un marco donde la inflación está determinada por factores múltiples, incluyendo ajustes de precios relativos, aspectos fiscales, de competencia, de política salarial y monetario-financieros.

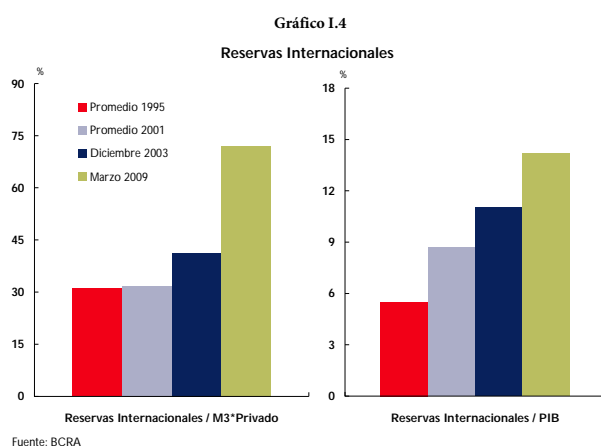
Si bien se espera una reducción de las exportaciones para el año, explicada por la contracción del comercio mundial, el deterioro de los precios internacionales y la menor cosecha agrícola local, las importaciones también muestran una significativa caída. La disminución de las compras externas ayuda a compensar el descenso de las ventas, por lo que el saldo comercial en 2009 seguiría siendo positivo y mayor al previsto en el anterior Informe de Inflación, de manera que la Cuenta Corriente arrojaría un superávit por octavo año consecutivo. Por otra parte, las cuentas públicas continúan en territorio claramente positivo, aunque los efectos del contexto internacional implicarán que se deberá realizar cierto esfuerzo para alcanzar la meta de superávit primario prevista en el Presupuesto 2009, elaborado antes de que la crisis se espiralizara, en el último trimestre de 2008.



Los fundamentos de nuestra economía se encuentran robustecidos en el frente monetario/financiero, gracias a la solidez conceptual del esquema de administración de riesgos, construido de forma paciente pero persistente, durante los años de bonanza. Este enfoque se basa en cuatro pilares: asegurar la plena convergencia entre la demanda y oferta de dinero, garantizar la flotación administrada del tipo de cambio, generar las políticas anticíclicas, que incluyen el manejo prudencial de las Reservas Internacionales, y desarrollar un sistema financiero sólido con descalces acotados. Así, el sistema de hoy está en condiciones de amortiguar las turbulencias, en lugar de propagarlas como en el pasado.

Las políticas prudenciales anticíclicas y de construcción de redes de liquidez le permiten al BCRA reaccionar ante la volatilidad internacional y sus efectos sobre las expectativas, evitando que el contexto desfavorable afecte el funcionamiento del sistema financiero. Además, a través de herramientas simples pero flexibles, el BCRA puede asegurar la provisión de liquidez sistémica cada vez que sea necesario. Así, el Banco Central continuó mostrando la eficacia de las herramientas construidas durante los últimos años, e innovando en forma permanente en la generación de nuevos instrumentos. El haber superado cuatro episodios de stress financiero en los últimos 20 meses (julio-octubre de 2007, abril-junio de 2008, septiembre-noviembre de 2008 y marzo de 2009) constituyen una prueba clara de la robustez del enfoque adoptado por el Banco Central.

A partir de la intensificación de la crisis financiera internacional se han celebrado nuevos acuerdos contingentes entre bancos centrales y con organismos internacionales. En éste sentido, los swaps de monedas entre diferentes bancos centrales poseen el objetivo principal de reforzar las condiciones de estabilidad financiera, logrado a partir del acceso a liquidez en otras monedas que otorgan estos instrumentos. Estas operaciones se realizan a través de acuerdos contingentes para que los bancos centrales dispongan de liquidez en moneda de otro país, ya que los fondos disponibles sólo se utilizan si ello es conveniente y necesario. En este marco, el BCRA y el Banco Popular de China (BPC) han celebrado un swap de monedas que involucra un monto de 70.000 millones de yuanes / 38.000 millones de pesos. La posibilidad de acceder a esta operatoria, equivale en la práctica a fortalecer la posición financiera, contribuyendo a reforzar la confianza y la percepción de solidez que hoy goza la posición externa de Argentina (ver Apartado 4).



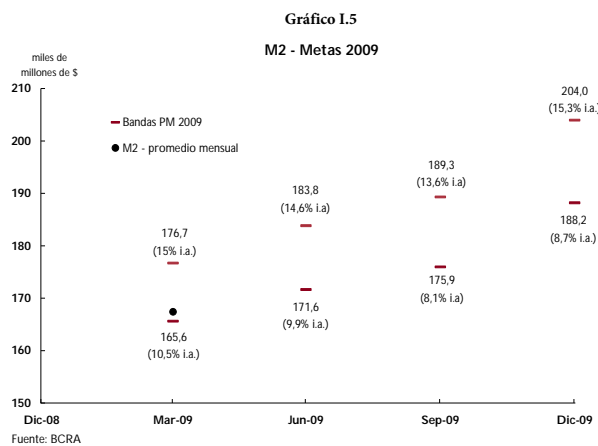
Durante el trimestre, el BCRA siguió teniendo una activa participación en el mercado cambiario con el fin de atender la demanda de divisas y morigerar la volatilidad del valor del peso. Luego de cuatro episodios de volatilidad, la estrategia de flotación administrada del tipo de cambio ha demostrado ser la adecuada para este período de nuestra economía, y como tal, será mantenida en el tiempo, más allá del calendario electoral. Ello no implica que el Banco Central vaya a ignorar los cambios en el contexto que pueden afectar al tipo de cambio real de equilibrio (precio de los *commodities*, valor de las monedas de los principales socios comerciales, evolución de la demanda y oferta global, entre otros factores), sino que, como ha hecho hasta ahora, continuará evitando fluctuaciones excesivas del tipo de cambio que potencialmente puedan afectar las expectativas o el poder de compra de los asalariados y puedan implicar riesgos inadecuados en materia de estabilidad sistémica e inflación. Al respecto, tomando en cuenta las distintas metodologías utilizadas para la determinación del Tipo de Cambio Real, resulta imprescindible tener en cuenta que el tipo de cambio se encuentra en torno a su nivel de equilibrio (ver Apartado 5).

El BCRA continuó esterilizando el efecto monetario contractivo de las ventas de divisas mediante la inyección de liquidez, principalmente vía recompras de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC) en el mercado secundario y su renovación por montos menores a los vencimientos. De este modo se evitaron presiones excesivas en las tasas de interés, al mismo tiempo que se dio cumplimiento a la meta establecida en el Programa Monetario (PM) para el primer trimestre de 2009. Hacia delante, en un contexto de menores presiones inflacionarias y de

desaceleración del nivel de actividad, el Banco Central seguirá focalizando su política monetaria y financiera en mantener el equilibrio en el mercado de dinero, al mismo tiempo que continuará otorgando máxima prioridad al desarrollo del crédito.

Continuando con las medidas adoptadas para preservar la estabilidad financiera y la dinámica del crédito, el BCRA dispuso la licitación de swaps de tasa de interés fija por variable para crear una referencia para la estructura temporal de tasas de interés nominales a plazos superiores a los que actualmente se operan en el mercado. Adicionalmente, con el objeto de evitar comportamientos excesivamente precautorios por parte de los bancos y fomentar el empleo de sus recursos excedentes en moneda extranjera para el financiamiento de la actividad exportadora, el BCRA habilitó, a partir de marzo, una nueva opción de acceso a pases en moneda extranjera. El BCRA considera que la incipiente recuperación del crédito se irá consolidando, a partir de los menores niveles de incertidumbre y del efecto de las políticas implementadas dirigidas a evitar un exceso de cautela por parte de las entidades financieras. Asimismo, medidas adicionales serán tomadas cuando las circunstancias lo requieran, siempre con el objetivo de propulsar el mayor dinamismo posible del crédito y tasas de interés en niveles tales que permitan dinamizar el consumo y la inversión, sin provocar riesgos inadecuados en materia de estabilidad financiera.

La estrategia monetaria y financiera desarrollada por el Banco Central es un factor determinante para que la economía argentina haga frente desde una posición de solidez a una de las peores crisis económicas a nivel global en muchas décadas, a partir de la cual surgirá un mundo con crecimiento económico más moderado y con recursos menos riesgosos para impulsar el crédito. Además, asegura dos bienes públicos esenciales: la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera, un hecho nuevo tras décadas de crisis recurrentes.



II. Contexto Internacional

II.1 Síntesis

La economía global enfrenta la mayor recesión de las últimas décadas. Tanto las principales economías industrializadas como numerosas economías emergentes acumulan dos o más trimestres consecutivos de contracción del PIB. La continua destrucción de riqueza y la falta de confianza de los agentes hacen prever que la caída del Producto de las economías avanzadas persistirá durante el corriente año, aunque los elevados niveles de incertidumbre dificultan la elaboración de una estimación puntual del PIB.

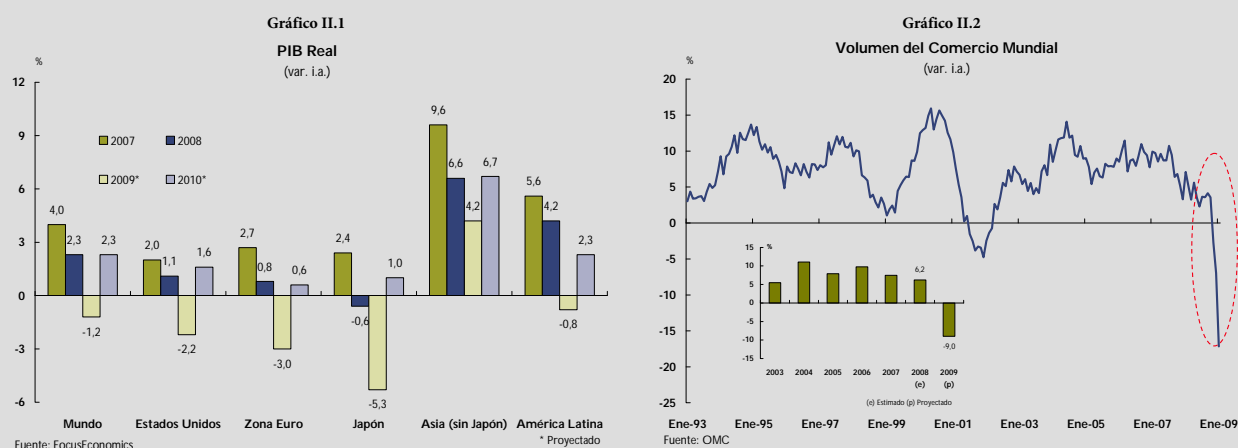
En materia comercial, la merma de la demanda en las economías industrializadas se tradujo en menores niveles de intercambio de bienes y servicios. Así, de acuerdo con la Organización Mundial del Comercio (OMC), el comercio mundial terminaría registrando en el presente año su mayor deterioro desde la posguerra.

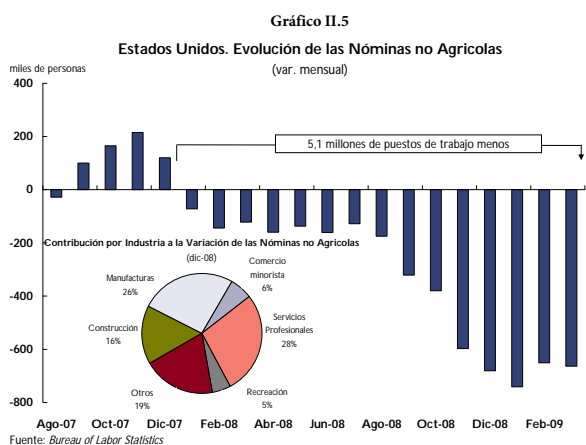
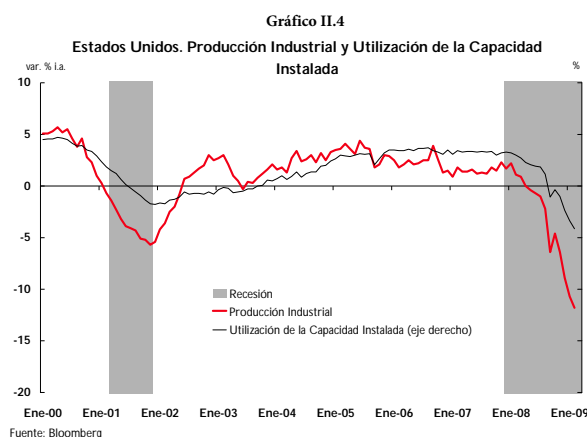
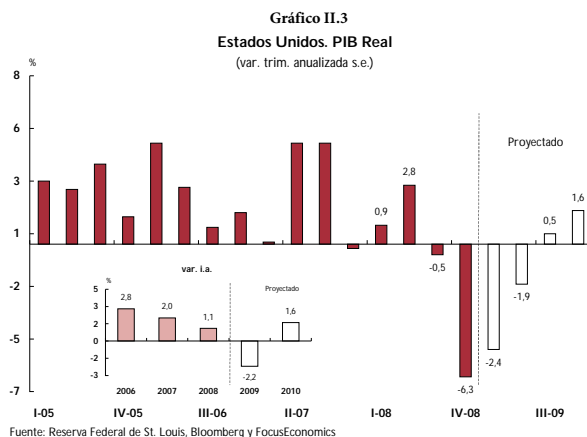
Desde fines de 2008, la crisis financiera internacional comenzó a afectar fuertemente a las regiones en desarrollo haciendo que las previsiones de crecimiento para 2009 fueran sucesivamente revisadas a la baja, al punto que en la actualidad se proyectan contracciones del Producto para la mayoría de las economías emergentes. Sin embargo, el impacto es heterogéneo entre regiones, incluso entre países de una misma zona.

A los efectos de atenuar el impacto de la crisis, las autoridades económicas continuaron implementando diversas medidas de política monetaria y fiscal. Aquellos países que todavía tenían margen de acción, continuaron reduciendo sus tasas de interés de referencia. Los principales bancos centrales siguieron flexibilizando la política monetaria a través de la compra de activos no tradicionales. Simultáneamente, se tomaron diversas medidas de impulso fiscal con el objetivo de estimular la demanda agregada. La contracción del intercambio comercial y los esfuerzos de las autoridades económicas por atenuar el impacto de la crisis sobre las economías domésticas incrementaron los riesgos de surgimiento de medidas proteccionistas unilaterales que limiten aún más el comercio mundial y hagan más lenta la recuperación. Sin embargo, los recientes esfuerzos en materia de coordinación de política económica a nivel mundial dan cuenta del reconocimiento de este riesgo creciente y sus efectos.

Los precios de las materias primas lograron cierta estabilización en los primeros meses de 2009, luego de la abrupta caída observada en la segunda mitad de 2008, vinculada con el agravamiento de la crisis económica mundial. Factores estructurales y coyunturales que operan sobre el mercado de commodities brindan soporte a las cotizaciones de los productos primarios, en especial de los agrícolas. Sin embargo, las débiles perspectivas económicas a nivel global para el corriente año impedirían una recuperación acelerada de los precios en el corto plazo. La ralentización de la actividad económica y la fuerte baja de los precios de las materias primas redujeron las presiones inflacionarias. En los últimos meses se verificó una continua desaceleración en la tasa de inflación, incluso existiendo registros negativos en algunas economías desarrolladas. Así, en la medida que este proceso de desaceleración económica se prolongue, se incrementan los riesgos de aparición de dinámicas deflacionarias, con efectos tan nocivos (sino peores) como los de las dinámicas inflacionarias.

La caída en la demanda externa, los menores precios de las materias primas, junto con menores flujos de capitales hacia las economías emergentes configuran un contexto internacional para la economía argentina más hostil que el proyectado un trimestre atrás.





II.2 Estados Unidos

Las principales economías a nivel mundial acumulan dos o más trimestres consecutivos de contracción económica. La sincronización del ajuste en la macroeconomía está transformando a la actual crisis en una de las peores recesiones de las últimas décadas. Los indicadores de actividad de las distintas economías industrializadas presentan un continuo deterioro, no previéndose una recuperación en el corto plazo.

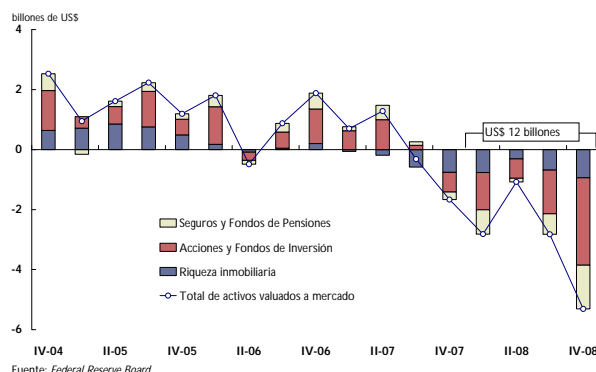
La fuerte caída en el nivel de actividad que se evidenció durante el cuarto trimestre de 2008 redujo marcadamente los volúmenes de comercio y, de acuerdo con la Organización Mundial del Comercio (OMC), el intercambio global de mercancías registraría durante 2009 una contracción del 9%, la mayor caída desde la Segunda Guerra Mundial (ver Apartado 1).

Ante este escenario y a los efectos de atenuar el impacto de la crisis, las autoridades económicas continuaron aplicando diversas medidas de política monetaria y fiscal. Entre estas medidas se destacan la expansión monetaria a través de la compra de activos de largo plazo, los swaps de monedas entre bancos centrales y los diversos planes de estímulo fiscal (ver Apartado 4). El escenario macroeconómico internacional hizo resurgir el riesgo de la utilización de medidas proteccionistas. Frente a este contexto se reforzaron los esfuerzos de coordinación mundial de las políticas económicas, al tiempo que surgieron varias iniciativas tendientes a otorgar un papel más activo a los organismos internacionales (ver Apartado 2).

La economía norteamericana creció 1,1% durante 2008, con una contracción en el cuarto trimestre de 6,3% trimestral anualizada desestacionalizada (s.e.). Para 2009 se proyecta una caída del PIB, aunque el elevado grado de incertidumbre, evidenciado en las sucesivas revisiones a la baja y el aumento en la dispersión de las proyecciones, dificulta establecer una estimación puntual (ver Gráfico II.3).

Si bien al inicio de la crisis los sectores más afectados eran la construcción y el sistema financiero, el efecto derrame sobre el resto de la economía llevó a una marcada baja en la actividad industrial a partir del segundo semestre de 2008 (ver Gráfico II.4), ubicando los indicadores de producción industrial por debajo de los niveles verificados en la última recesión, registrada a inicios de la presente década. La ralentización de la actividad económica creó fuertes presiones sobre el mercado de trabajo. Así, desde inicios de la crisis se destruyeron más de 5 millones de puestos de trabajo, con una concentración del

Gráfico II.6
Estados Unidos. Cambios en el Patrimonio Neto de las Familias

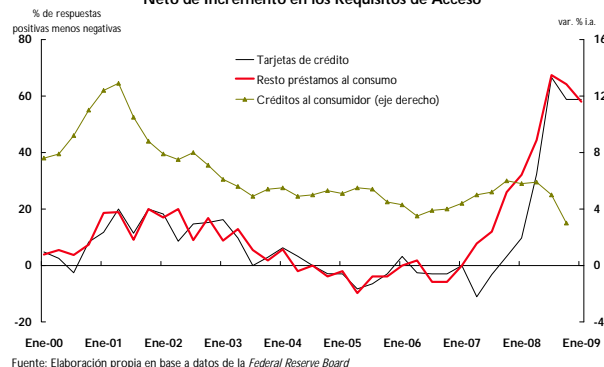


40% del total en 2009. La tasa de desempleo asciende a 8,5%, el mayor nivel desde 1983. En tanto, no se descarta que el desempleo alcance una tasa de dos dígitos para fines del presente año (ver Gráfico II.5).

Más allá de la recuperación marginal que mostraron algunos indicadores en los últimos meses, la destrucción de riqueza tanto inmobiliaria como financiera, el condicionamiento del mercado de crédito y la falta de confianza de los agentes se ubican en los peores valores de las últimas décadas.

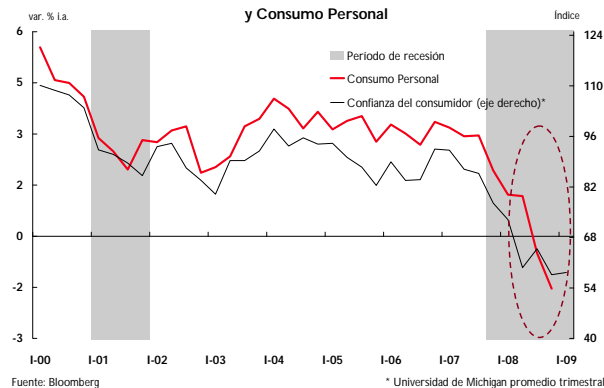
Los menores ingresos debidos a la destrucción de puestos de trabajo sumados a la pérdida de valor de los activos financieros e inmobiliarios dieron lugar a una disminución en la riqueza de los consumidores no vista en la experiencia próxima. En efecto, de acuerdo a la información publicada recientemente por la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), el patrimonio neto de las familias registró durante 2008 una contracción de US\$12 billones (-18% interanual -i.a.-), alcanzando el nivel más bajo desde fines de 2004 (ver Gráfico II.6).

Gráfico II.7
Estados Unidos. Encuestas de Créditos al Consumo y Porcentaje Neto de Incremento en los Requisitos de Acceso



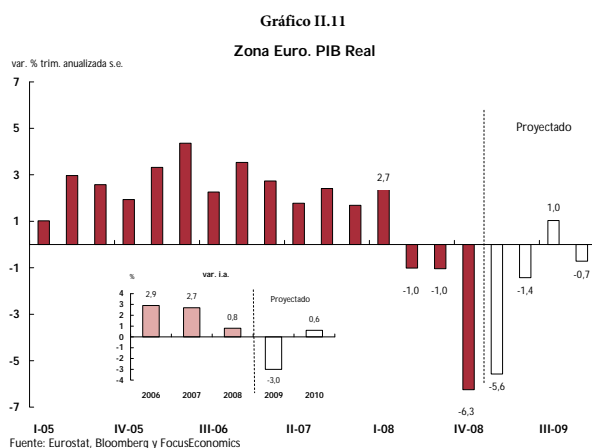
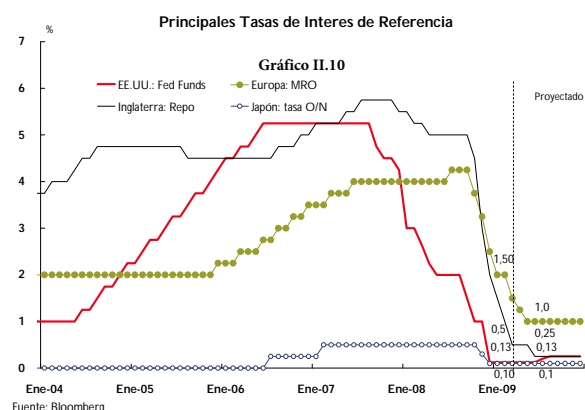
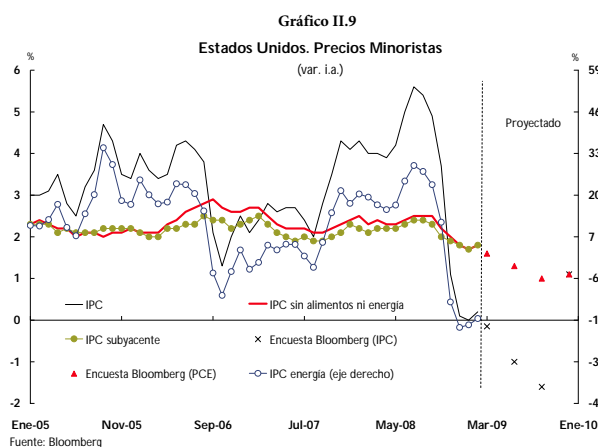
Al mismo tiempo, las restricciones en los mercados de crédito continúan impactando negativamente sobre los créditos a los consumidores. A pesar de que los requisitos netos de acceso fueron relajados en los últimos meses, todavía se encuentran en niveles históricamente elevados. Considerando que una parte sustancial del consumo norteamericano está financiado con crédito (en 2008 la proporción fue de aproximadamente 25%), es de esperar que el gasto de los hogares se mantenga deprimido en el corto plazo (ver Gráfico II.7).

Gráfico II.8
Estados Unidos. Confianza del Consumidor y Consumo Personal



En concordancia con los indicadores señalados, la confianza de los consumidores alcanzó sus menores valores en los últimos meses en las encuestas elaboradas tanto por instituciones públicas como privadas. Los excesivamente bajos niveles de confianza no sólo responden al empeoramiento de las condiciones económicas, sino también a que no se anticipa una recuperación en el corto plazo (ver Gráfico II.8).

La caída en el nivel de actividad económica de EE.UU., junto con precios de las materias primas por debajo de los máximos alcanzados meses atrás, redujeron las presiones inflacionarias. De este modo, el Índice de Precios al Consumidor (CPI) permanece en torno al 0%. Por su parte, la inflación subyacente se ubica en 1,8% i.a.. Para el presente año se espera que los precios continúen con la tendencia de los últimos meses, e incluso no se descarta el inicio de un proceso deflacionario (ver Gráfico II.9 y Apartado 6).



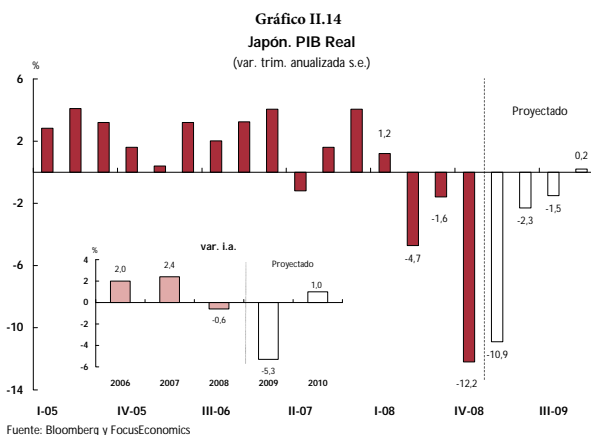
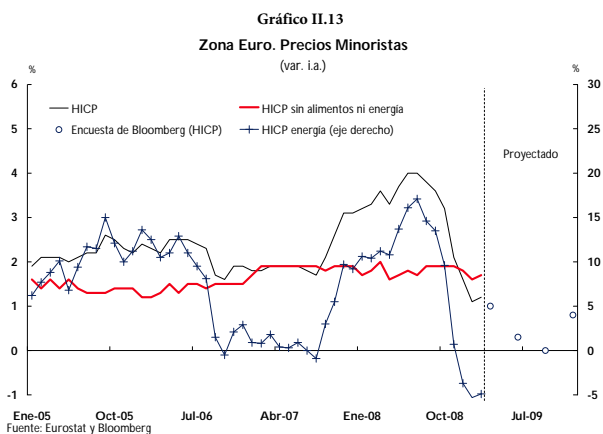
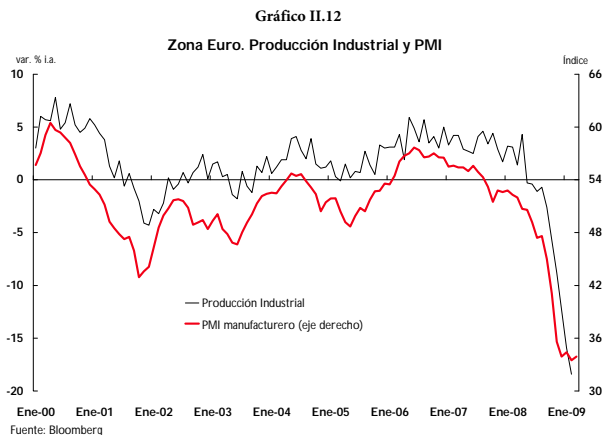
Ante este escenario de menor actividad y de ausencia de presiones inflacionarias, las autoridades económicas de Estados Unidos siguieron adoptando numerosas medidas tendientes a morigerar el impacto de la crisis sobre la economía real. Considerando el escaso margen para reducir la tasa de interés de referencia, la Reserva Federal de los Estados Unidos continuó flexibilizando la política monetaria a través de la compra de activos no tradicionales (entre ellos activos respaldados por hipotecas y bonos de largo plazo del Tesoro). Así, la autoridad monetaria de Estados Unidos continúa con la política de quantitative easing (expansión monetaria) que viene aplicando desde el recrudescimiento de las condiciones de mercado en septiembre pasado.

Las medidas de inyección de liquidez y la tasa de referencia en mínimos históricos fueron acompañadas por diversas acciones de impulso fiscal (ver Gráfico II.10). En los últimos meses, el Congreso de los Estados Unidos aprobó el primer plan fiscal de la administración Obama. El programa, por un monto de US\$787.000 millones (5,5% del PIB), tiene como principal objetivo reducir o evitar la destrucción de 3,5 millones de puestos de trabajo. El plan a implementarse entre 2009 y 2010 incluye gasto en obras públicas, educación, energía y reducciones impositivas destinadas a varios sectores, entre los que se destacan: infraestructura y ciencia, educación, salud y energía.

II.3 Europa y Asia

La zona Euro muestra una perspectiva aún más desalentadora que Estados Unidos. La región continúa en recesión, y se espera una recuperación sólo recién a comienzos de 2010. Inglaterra enfrenta un escenario similar, con el Producto cayendo más que en el resto del continente europeo. Los indicadores adelantados de la región registran nuevos mínimos históricos, y aunque algunas variables muestran cierta recuperación en el margen, se proyecta que sigan en valores exiguos a lo largo del año (ver Gráfico II.11).

Durante el cuarto trimestre de 2008, el PIB real de la zona Euro registró una caída trimestral anualizada de 6,3% s.e., implicando un crecimiento de 0,8% en 2008. Para el corriente año persisten las correcciones a la baja en las proyecciones, anunciando una de las mayores caídas del Producto desde la creación de la zona Euro. Los indicadores de producción, de consumo y de comercio externo siguen mostrando fuertes deterioros (ver Gráfico II.12). Al igual que en EE.UU. el mercado laboral comenzó a evidenciar un fuerte empeoramiento. Así, la tasa de desocupación acumula 12 meses consecutivos de alzas, ubicándose en 8,5% en febrero e igualando el nivel de 2006.



La caída del comercio mundial afecta a todos los países de la zona Euro, con fuertes bajas de las importaciones del resto del mundo, especialmente desde Asia, y aún más de las exportaciones, lo que acentúa el déficit de la balanza comercial, que alcanzaría niveles comparables al saldo negativo de 1991. Dado su liderazgo dentro de la región y su alta dependencia económica sobre las ventas externas, la caída de las exportaciones de Alemania aumenta las inquietudes sobre la zona Euro. La estrecha relación comercial y financiera con Europa Emergente genera también importantes riesgos para la región.

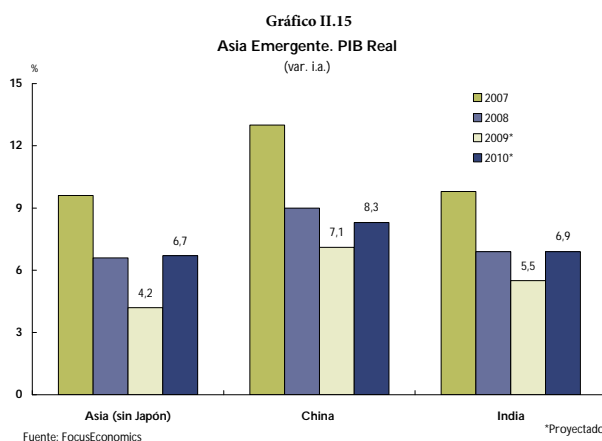
La contracción económica y los menores precios de las materias primas también redujeron las presiones inflacionarias, e incluso se registraron variaciones mensuales negativas. Luego de varios meses de superar la meta de inflación del Banco Central Europeo (BCE; 2%), se desaceleraron los niveles de variación interanual de los precios minoristas. En tanto, la inflación *core* cayó levemente durante los últimos meses (ver Gráfico II.13).

Dada la reciente evolución de los precios, el BCE siguió con la flexibilización de la política monetaria, reduciendo durante el trimestre su tasa de interés de referencia en 125 puntos básicos (p.b.), llevándola a 1,25%, y dando continuidad a las inyecciones de liquidez. Asimismo, algunos países de la región están aplicando nuevas medidas de estímulo fiscal buscando aminorar los efectos de la crisis sobre la economía real.

La actividad en el continente asiático también continúa desacelerándose fuertemente. Japón aparece como uno de los países desarrollados más afectados por la crisis. En el cuarto trimestre de 2008 el producto nipón cayó 12,2% trimestral anualizado s.e., con una contracción anual de 0,6%, y se espera que durante el presente año el PIB se reduzca aún más, marcando disminuciones no vistas en ese país por décadas (ver Gráfico II.14). Los indicadores adelantados de actividad muestran fuertes contracciones, reafirmando el sentido de las revisiones de las proyecciones de crecimiento para el año.

Luego del máximo alcanzado en julio de 2008, los precios al consumidor en Japón registraron en febrero la primera variación negativa, de -0,1% i.a.. Dado que hacia fines de 2008 el Banco de Japón (BoJ) redujo su tasa de referencia ubicándola en el límite nominal, durante los últimos meses enfatizó la política de *quantitative easing*.

A partir de fines de 2008, la crisis financiera internacional comenzó a afectar fuertemente a las economías emergentes, que hasta ese momento habían mostrado cierta resistencia. Los canales comerciales y financieros de transmisión de la crisis están afectando a la generali-



dad de los emergentes, aunque se presentan impactos diferenciados entre regiones y países. Europa Emergente es la región más afectada debido a que tanto el canal comercial como el financiero comenzaron a impactar fuertemente en la mayoría de los países, poniendo presión sobre el tipo de cambio. Así, a la importancia que el comercio de productos primarios tiene para varios de los países se sumaron los elevados niveles de endeudamiento externo y las necesidades de financiamiento de corto plazo, que representan un 60% de sus Reservas Internacionales agregadas y en algunos países más del 100% del PIB.

Asia emergente, por su parte, continúa mostrando una expansión económica, aunque en 2009 se verificaría una importante desaceleración. Así, se prevé que el crecimiento promedio de la región se ubique en torno a 4,2%, aunque no se descartan nuevas correcciones a la baja en estas proyecciones (ver Gráfico II.15). El crecimiento de la región continuaría siendo impulsado por China e India, en tanto que las llamadas “economías recientemente industrializadas” mostrarían variaciones negativas del Producto.

Cuadro II.1
China. Principales Indicadores Macroeconómicos

Indicadores	2006	2007	2008	2009*	2010*
PIB real (var. % i.a.)	11,6	13,0	9,0	7,1	8,3
PIB per capita (US\$)	2.032	2.564	3.261	3.530	3.912
Desempleo (%)	4,1	4,0	4,2	4,7	4,5
IPC (var. % prom. anual)	1,5	4,8	5,9	-0,1	1,8
Resultado Fiscal (% del PIB)	-0,7	0,7	-0,4	-3,2	-2,9
Balanza Comercial (% del PIB)	6,6	7,7	6,8	6,0	5,5
Cuenta Corriente (% del PIB)	9,4	11,0	8,8	7,3	6,7
Reservas Internacionales (meses de importaciones)	16,2	19,2	20,6	24,9	24,5
Apreciación Nominal del Yuan (respecto US\$: %)	3,2	7,0	6,9	1,0	4,2
Deuda Externa (% del PIB)	12,1	11,0	9,4	9,1	8,4

* Proyectado

Fuente: FocusEconomics

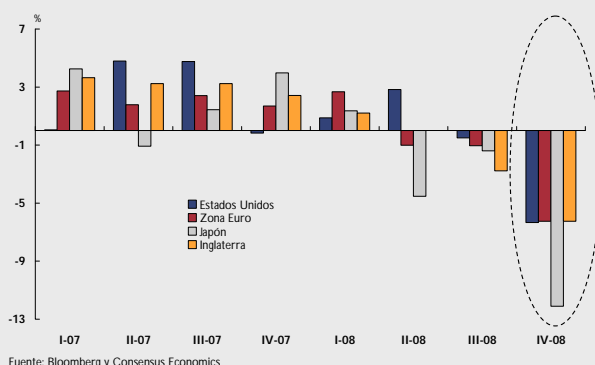
Así, la zona está siendo fuertemente afectada por la caída de los volúmenes del comercio exterior, aunque el menor nivel de precios de las materias primas favorece el resultado del intercambio comercial de la región. En China, la caída de la demanda externa está acompañada además por el deterioro de los indicadores de actividad, principalmente la desaceleración de la producción industrial y de las ventas minoristas reales, al tiempo que la variación interanual de precios al consumidor fue negativa en febrero por primera vez desde 2002 (ver Cuadro II.1).

En este contexto, los países de Asia emergente continuaron aplicando medidas tanto monetarias como fiscales para paliar los efectos de la crisis, buscando principalmente incrementar la demanda interna y sostener así las tasas de crecimiento. Cierta mejora marginal en algunos indicadores de China podría estar reflejando los impactos de las recientes medidas adoptadas.

Apartado 1 / De crisis financiera a crisis en la economía real: el desplome de la economía mundial en el cuarto trimestre de 2008

Uno de los hechos llamativos de la presente crisis internacional es la virulencia con la cual se propagaron sus efectos sobre la economía real alrededor del mundo en el último trimestre del pasado año. Si bien algunas economías avanzadas venían mostrando cierta desaceleración, esa dinámica en el caso de los mercados emergentes era más tenue (en algunos casos virtualmente inexistente), al punto que algunos analistas habían creado el término “*decoupling*” (es decir, que los países emergentes podrían “ignorar” la desaceleración de las economías avanzadas). Esta idea se descartó a mediados de 2008 cuando las economías en desarrollo también comenzaron a registrar ajustes. Si bien ello era un obvio exceso de optimismo (era inevitable que los países emergentes resultaran alcanzados por el *shock*, entre otros factores debido a que la menor demanda mundial afectaría al precio de los *commodities*), lo cierto es que hasta el tercer trimestre de 2008 el conjunto de las economías emergentes mostraba una evolución bastante sólida para el contexto global (la evolución “positiva” del conjunto ocultaba señales de alteración en algunas economías emergentes, en particular en regiones que exhibían *fundamentals* más débiles). Con la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre pasado, la situación cambió drásticamente. La actividad económica global, que en ese momento ya presentaba correcciones a la baja, aceleró su ritmo de contracción. Esta menor dinámica de la economía afecta tanto a economías avanzadas como a los países emergentes. Así, el PIB global se reduciría este año por primera vez desde la Segunda Guerra Mundial. El comercio internacional registraría también la caída más importante desde la posguerra.

Gráfico 1 | Países Avanzados. Producto Interno Bruto
(var. trim. anualizada)

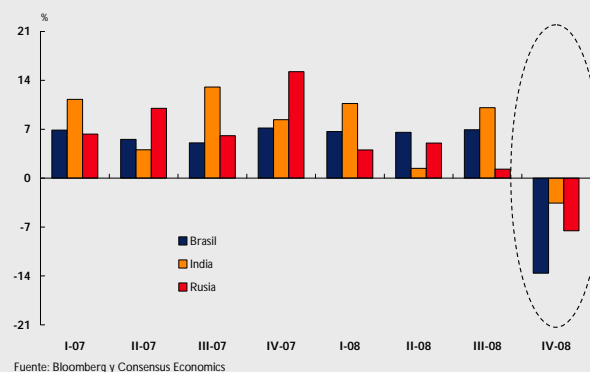


Durante el cuarto trimestre de 2008, las economías industrializadas registraron fuertes caídas en su Producto. La variación trimestral anualizada sin estacionalidad (s.e.) se ubicó entre -6% y -12%, dependiendo del caso (ver Gráfico 1). En particular, en EE.UU. una contracción de esta magnitud no se observaba desde inicios de

la década del '80, y sólo en cuatro oportunidades desde la posguerra registró caídas mayores. Las economías emergentes se vieron afectadas tanto a través del canal comercial como del financiero, y verificaron también una importante desaceleración, e incluso caídas. Como representantes emblemáticos de este fenómeno se puede mencionar a Brasil y China¹, quienes pasaron de fuertes niveles de crecimiento en el tercer trimestre, a registrar una variación trimestral anualizada s.e. de -13% y 0%, respectivamente (ver Gráfico 2).

Dos de los determinantes claves en el proceso de contracción económica son el crédito y la confianza de los agentes económicos. En lo que respecta al primero, los elevados niveles de riesgo de contraparte y la avidez por liquidez mantienen limitado el flujo de crédito a la economía. En cuanto al segundo, la ausencia de financiamiento, la pérdida de riqueza financiera y los todavía elevados niveles de incertidumbre deprimen aún más la confianza de los consumidores y los productores. Ambos factores contribuyen a mantener el gasto agregado en niveles relativamente bajos.

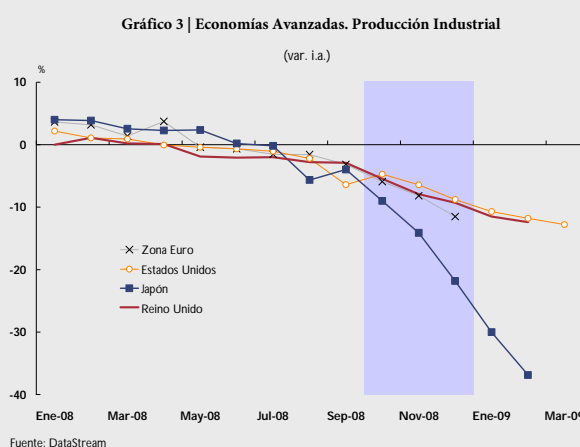
Gráfico 2 | Economías Emergentes. Producto Interno Bruto
(var. trim. anualizada)



Ante la menor demanda agregada (tanto doméstica como externa) y las restricciones en el mercado de crédito, las industrias se vieron obligadas a reducir los volúmenes de producción. En las economías desarrolladas el sector evolucionó de manera similar cayendo desde inicios de 2008 y acelerando el ritmo de ajuste desde octubre. A modo de ejemplo, la economía de Japón tuvo una impresionante caída en la producción industrial, al pasar de una variación interanual de -5% en septiembre a -30% en enero. A diferencia de las avanzadas, las economías en desarrollo presentan una conducta heterogénea. Así, durante el primer semestre de 2008 mientras que algunos países verificaron cierta

¹ Dado que el gobierno no publica el nivel del PIB, la cifra corresponde a estimaciones privadas.

estabilidad en la producción industrial, otros mostraban alguna desaceleración. Pero en el cuarto trimestre se pasó de esa situación heterogénea a una fuerte caída prácticamente en todas las economías (aunque desde inicios de 2009 existen señales de moderación en el ritmo de contracción en varias economías; ver Gráfico 3). De acuerdo con el Banco Mundial, durante los últimos tres meses de 2008 el nivel de actividad industrial global cayó 20%, algo sin precedentes al menos en las últimas décadas. Los menores volúmenes de producción llevaron a las empresas a reducir los turnos de producción y a despedir personal, aumentando las presiones sobre el mercado de trabajo e impulsando una suba generalizada del desempleo.

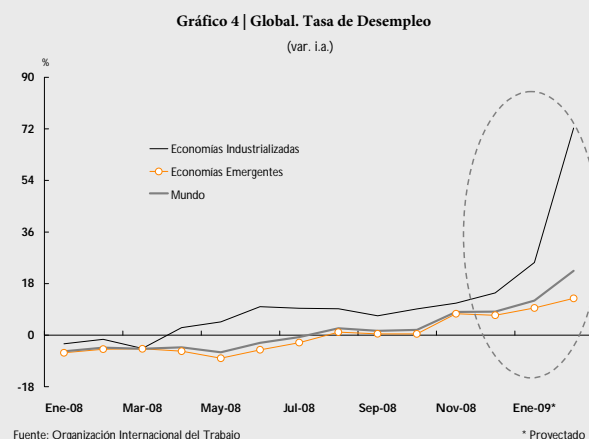


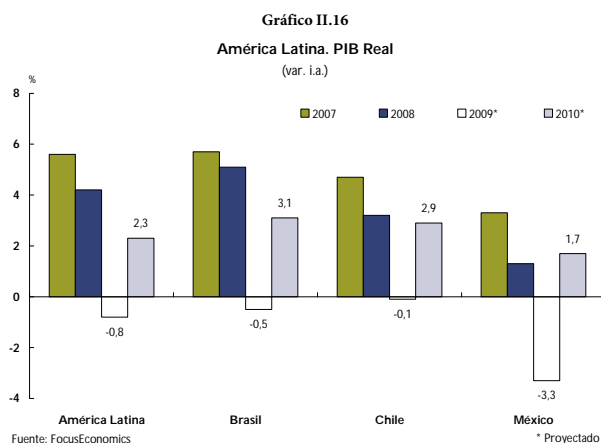
Así, desde octubre pasado se incrementó significativamente la presión sobre el mercado laboral. Estimaciones privadas dan cuenta que entre junio y enero el desempleo global se expandió 1,2 puntos porcentuales (p.p.) a 6,9% (aproximadamente 190 millones de personas). De continuar la crisis con la intensidad que caracterizó a la última parte de 2008, durante 2009 se alcanzaría un desempleo global superior al 8%. Las economías desarrolladas son las que más puestos han destruido, en tanto las regiones en desarrollo lo hacen a una tasa menor pero poseen tasas de desempleo históricamente más altas (ver Gráfico 4). Al presente, EE.UU. es el país que más rápidamente esta incrementando su tasa de desempleo. Desde inicios de la crisis la economía norteamericana acumula una reducción de más de 5 millones de puestos trabajos, de los cuales el 40% se concentra en 2009. Otras economías avanzadas siguen una dinámica similar, aunque en menor escala.

Una de las características llamativas del cuarto trimestre de 2008 fue la fuerte caída del volumen del comercio internacional. El menor nivel de intercambio de mercancías a nivel global ha sido una consecuencia de la disminución sincronizada del gasto agregado en las principales economías industrializadas. Además, es un factor clave para entender la rápida transmisión del *shock* a las economías cuya dinámica de crecimiento se basa en el sector exportador. Así, se espera que el co-

mercio mundial continúe con esta tendencia durante todo el año. En efecto, de acuerdo a un informe presentado por la Organización Mundial del Comercio (OMC), en 2009 habría una retracción de 9% en el comercio internacional. Sin embargo, el impacto sería diferencial entre las economías avanzadas y emergentes, registrando las primeras una caída del 10% y las últimas del 3% (en ambos casos medidos en volúmenes). Adicionalmente, son significativos los riesgos de que medidas proteccionistas a nivel global acentúen la dinámica del ajuste macroeconómico sincronizado a la baja.

De acuerdo con las proyecciones publicadas tanto por organismos públicos como de empresas privadas, en 2009 el crecimiento seguiría con la tendencia contractiva del último trimestre de 2008. Así, se espera que el PIB mundial registre el mayor descenso desde la posguerra, lo que convierte a la actual recesión en una de las peores desde la década del treinta e, incluso, según algunos analistas podría alcanzar una magnitud aún mayor.





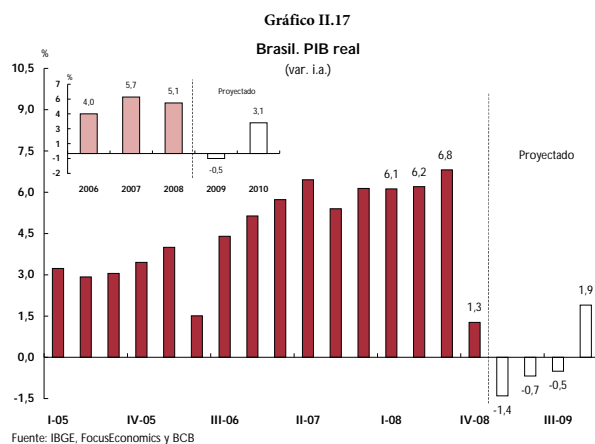
Cuadro II.2
América Latina*. Principales Indicadores Macroeconómicos

Indicadores	2006	2007	2008	2008	2009**	2010**
PIB real (var. % i.a.)	5,5	5,6	4,2	4,5	-0,8	2,3
PIB per cápita (US\$)	5.799	6.734	7.899	7.576	6.512	6.772
Desempleo (%)	6,9	6,3	6,4	7,0	8,4	8,1
IPC (var. % prom. anual)	4,9	6,2	8,4	7,1	7,8	7,6
Resultado Fiscal (% del PIB)	-0,4	0,0	-0,4	-0,4	-2,5	-1,9
Cuenta Corriente (% del PIB)	1,6	0,4	-0,6	-0,6	-2,2	-1,9
Reservas Internacionales (meses de importaciones)	6,3	7,6	7,2	7,5	7,4	6,9
Deuda Externa (% del PIB)	21,0	19,9	17,1	18,0	21,4	20,5

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

** Proyectado

Fuente: FocusEconomics



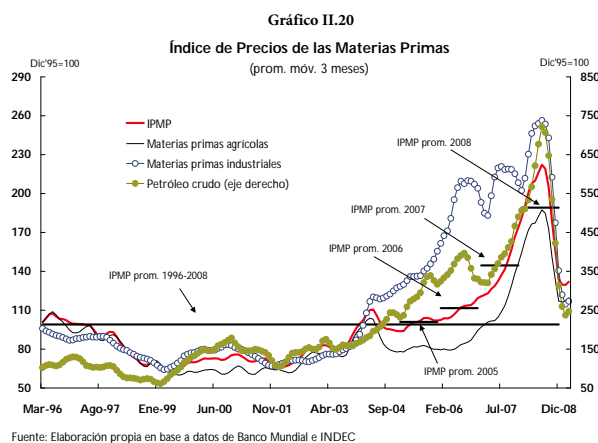
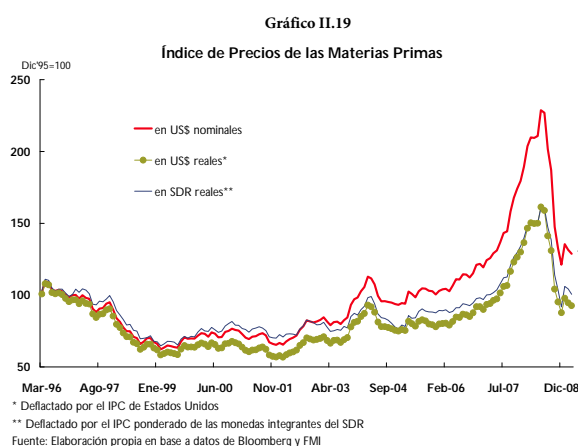
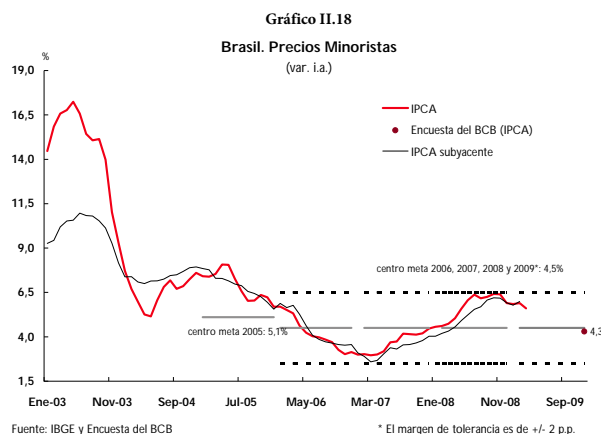
II.4 América Latina

América Latina registraría durante 2009 la menor tasa de crecimiento en los últimos ocho años, con una variación esperada del Producto en niveles cercanos a cero. La caída en las expectativas de crecimiento respondería al impacto inicial de la crisis financiera internacional a través de la disminución de los volúmenes de comercio mundial y la merma en las cotizaciones de las materias primas. Aunque el canal financiero tiene poca importancia relativa, las bajas en los flujos de capitales y las remesas está impactando de manera importante sobre algunos países en particular (ver Gráfico II.16). Más allá del deterioro esperado en las condiciones económicas, la región se encuentra mejor posicionada para enfrentar la crisis que en el pasado y que otros emergentes (ver Cuadro II.2).

En particular, México aparece como uno de los países más perjudicados, ya que no sólo se ve afectado por la baja del comercio y la reducción del precio de las materias primas sino también por la importante disminución en las remesas recibidas desde Estados Unidos. Por su parte, Brasil también muestra una fuerte desaceleración que se refleja en el mayor descenso de las exportaciones en las últimas dos décadas, en el aumento del desempleo y en la fuerte caída de la producción industrial, entre otros factores. Así, las proyecciones de crecimiento para Brasil continúan siendo corregidas a la baja, previéndose para 2009 la primera variación negativa del PIB desde comienzos de los años noventa (ver Gráfico II.17).

Las presiones inflacionarias en la región disminuyeron durante los últimos meses, respondiendo a la ralentización de la economía y la baja en el precio de las materias primas respecto a los máximos de mediados de 2008. Tal es el caso de Brasil cuya variación de precios alcanzó 5,6% i.a. en marzo, luego del 6,4% i.a. alcanzado en noviembre, levemente por debajo del límite superior de la meta de inflación del Banco Central de Brasil (BCB; 4,5% \pm 2 p.p.; ver Gráfico II.18). De esta manera, en aquellos países donde se superaron las metas, las tasas de inflación retornarían a los niveles objetivo de los bancos centrales.

La mejora en materia de política macroeconómica prudencial y anticíclica, y la reciente disminución de las presiones inflacionarias incrementaron el margen de respuesta de las autoridades económicas de la región frente a la crisis. De esta manera, numerosos países disminuyeron sus tasas de interés de referencia. Chile redujo su tasa en 650 p.b. desde inicios del año, hasta ubicarla en 1,75% en abril. En igual sentido, el BCB recortó en 250 p.b. su tasa de referencia hasta posicionarla en 11,25% en



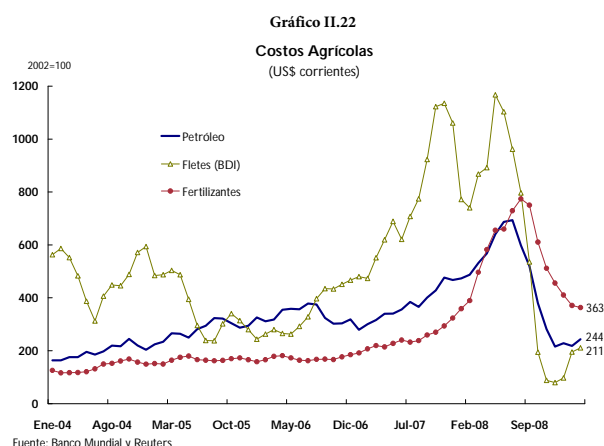
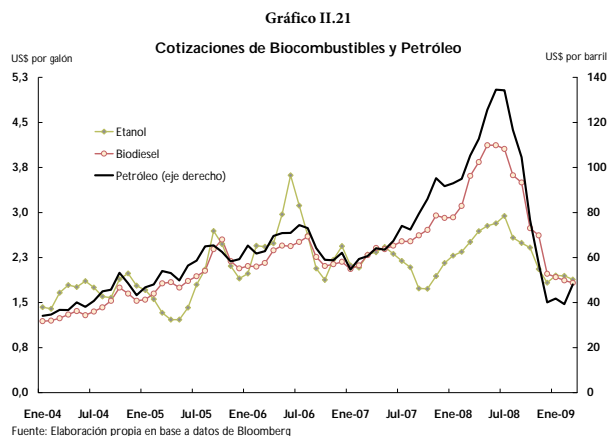
marzo. Asimismo, con el objetivo de garantizar la liquidez en el sistema financiero doméstico, se firmaron acuerdos de *swaps* de monedas y algunos países accedieron a las nuevas líneas de crédito del Fondo Monetario Internacional (FMI). La continuidad de medidas de política fiscal expansiva fue otro de los pilares de acción del trimestre.

II.5 Precios de las Materias Primas

Los precios de las materias primas exhibieron una relativa estabilización en los primeros meses de 2009, ubicándose en general por encima de los niveles de fin del año pasado. El descenso desde los máximos alcanzados en la primera mitad de 2008 fue producto de los efectos de la crisis económica mundial, incluyendo las restricciones crediticias sobre el comercio global, junto con una disminución en las expectativas de crecimiento de la demanda de *commodities*, entre otros factores. Estos elementos se mantuvieron en el comienzo de 2009, por lo que si bien algunos fundamentos generan un sostén para las cotizaciones, la aún débil evolución de la economía mundial limita las posibilidades de una recuperación significativa en el corto plazo. El retorno a la senda alcista parece más cercano en el caso de los *soft commodities*, donde los ciclos agrícolas marcan más la evolución de las cotizaciones, mientras que las perspectivas para los precios del petróleo y los metales son más restringidas, al estar influidos en mayor medida por la recesión mundial.

El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) del BCRA siguió profundizando su caída en términos interanuales, llegando a -38,6% en marzo. Las mermas de precios más importantes se verificaron en el petróleo crudo (-54,2% i.a.) y en el cobre (-55,6% i.a.). Asimismo, dentro de los productos agrícolas también se registraron fuertes descensos en el trigo (-47,5% i.a.), y en menor medida en el complejo sojero (-35,6% i.a.) y el maíz (-29,8% i.a.). De todos modos, en el inicio del año el IPMP se estabilizó en valores superiores a los de diciembre pasado, quedando así más de 30% por encima del promedio histórico de la serie que se inicia en 1996 (ver Gráficos II.19 y II.20).

Luego de las importantes caídas del segundo semestre de 2008, el precio del petróleo se estabilizó relativamente en el inicio de 2009, de manera que el barril de West Texas Intermediate (WTI) se ubicó en torno a US\$50 a fin del primer trimestre, superando los valores de fines de 2008 (ver Gráfico II.21). El fuerte debilitamiento de la economía global deprimió inicialmente la demanda petrolera en las naciones avanzadas y emergentes, retro trayendo los valores del petróleo crudo a niveles vigentes a fin de 2004. Luego, las acciones de la Organización de Países Ex-



portadores de Petróleo (OPEP), que acordó una importante reducción de la producción, junto con un parcial retorno de los fondos de inversión, entre otros factores, habrían puesto un piso a las cotizaciones del petróleo. De todos modos, una recuperación significativa es aún lejana dada la lenta reversión de la situación económica mundial.

La evolución del petróleo contribuyó a mantener la presión bajista sobre los precios de los *commodities* agrícolas, dado su vínculo con los costos de producción y transporte de los granos y con el desarrollo de los biocombustibles. Si bien los costos de los fletes² y de los fertilizantes y agroquímicos se recuperaron parcialmente en el inicio de 2009, aún se ubican en valores deprimidos respecto de sus máximos, en un marco de contracción del comercio internacional (ver Gráfico II.22).

Por otro lado, estimaciones recientes del United States Department of Agriculture (USDA) sobre stocks de granos presentaron, en general, una revisión al alza por una combinación de caída en la demanda que supera a las variaciones de la oferta. En particular, el maíz y el trigo mostraron incrementos en la producción estimada dado que las pérdidas en los cultivos en Sudamérica se compensaron con aumentos en la oferta prevista en otros países. A su vez, se verificó una caída de la demanda esperada de maíz vinculada al recorte en el uso del grano para la elaboración de etanol y forraje animal, al tiempo que la demanda de trigo también se retrajo, en especial aquella para engorde animal. En contraposición, se registró una merma en los stocks de soja, explicada por la menor producción esperada en Sudamérica, que incluso sería inferior a lo informado por el USDA, parcialmente compensada por un recorte de la demanda a nivel global (ver Cuadro II.3).

Paralelamente, los precios agrícolas también fueron afectados por la continua flexibilización de las medidas gubernamentales que habían sido implementadas entre fines de 2007 e inicios de 2008 con el fin de paliar el fuerte encarecimiento de los alimentos.

La recuperación de los precios durante el primer trimestre estuvo influenciada por cuestiones coyunturales, tales como las malas condiciones climáticas imperantes en las principales regiones productoras, a lo que se sumó la relativa estabilidad en la posición de los fondos de inversión, incluso con cierta reactivación en el margen. Con respecto al primer punto, en Sudamérica se registró una importante sequía durante meses críticos para los cultivos de soja y maíz, a la vez que en EE.UU. se verificaron bajas temperaturas en las Grandes Planicies y falta de

² El Índice de fletes *Baltic Dry Index* (BDI) en marzo presentó un descenso de 75,7% i.a..

Cuadro II.3
Estimación Mundial de Oferta y Demanda de Granos

		Campana 2007/08 (mill. tn.)	Campana 2008/09 (mill. tn.) DICIEMBRE	Campana 2008/09 (mill. tn.) MARZO	Efecto sobre el precio de la variación mensual
Trigo	Oferta total*	737,6	803,3	804,6	-
	Demanda total	618,3	656,0	648,7	-
	Stocks finales	119,4	147,4	155,9	-
Maiz	Oferta total*	901,1	913,7	917,1	-
	Demanda total	773,3	789,9	772,5	-
	Stocks finales	127,8	123,8	144,6	-
Soja	Oferta total*	283,5	287,8	276,5	+
	Demanda total	229,6	232,6	225,7	-
	Stocks finales	53,1	54,2	49,9	+

*La Oferta total incluye la producción total + stocks iniciales

Fuente: Elaboración propia en base a datos del USDA

humedad en otras áreas perjudicando a los lotes sembrados con trigo. En tanto, la escasez de lluvias en el inicio del año dificultó la situación de las áreas cerealeras del norte de China.

Otros factores de carácter más estructural que en adelante continuarían brindando soporte a las cotizaciones de las materias primas agrícolas incluyen la aún sostenida demanda de granos para la elaboración de etanol y biodiesel (ver Gráfico II.23), en un marco de continuo apoyo gubernamental al desarrollo de los biocombustibles. A su vez, la tendencia de mediano y largo plazo que sigue la demanda de alimentos a nivel mundial aún es robusta luego de la importante mejora en el bienestar de un gran número de personas en los últimos años y volverá a la senda alcista a medida que se revierta la situación económica global (ver Apartado 3).

Por su parte, los precios de las materias primas metálicas como el cobre, el aluminio y el níquel, también detuvieron la pronunciada caída a partir de fines de 2008. No obstante, los descensos acumulados desde los máximos de mediados del año pasado son más abultados que en el caso de los *commodities* agrícolas, y las perspectivas de corto plazo son peores, dada la mayor sensibilidad de la demanda de estos productos a los ciclos económicos (ver Gráfico II.24).

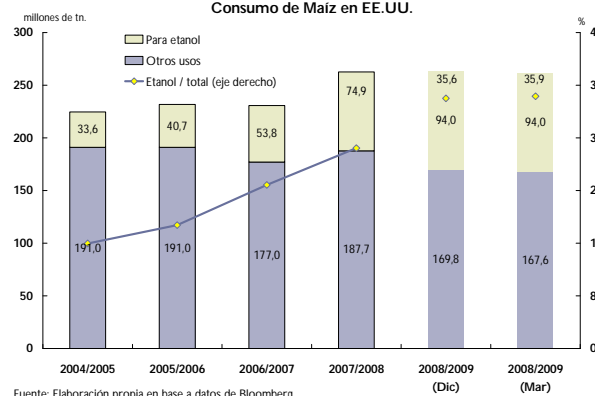
En resumen, las cotizaciones de las materias primas en general aún se sitúan en valores elevados en términos históricos. Los factores estructurales y algunos coyunturales podrían brindar soporte a las cotizaciones de los productos primarios, en especial en el caso de los agrícolas, aunque la mayor desaceleración de la economía mundial seguiría limitando las posibilidades de una recuperación plena en el corto plazo, en especial de los *hard commodities*, como el petróleo y los metales.

II.6 Flujo de Capitales

Durante el primer trimestre de 2009 los mercados financieros se mostraron erráticos, con una profundización de las caídas al principio del trimestre recuperándose durante la segunda mitad. La volatilidad de los mercados financieros internacionales es inferior a la verificada durante el último trimestre del año pasado, aunque todavía se encuentra sustancialmente por encima del promedio histórico. Esto respondería al elevado grado de incertidumbre respecto de la extensión y profundidad de la crisis en las economías industrializadas y el impacto final sobre el crecimiento de los países en desarrollo (ver Gráfico II.25).

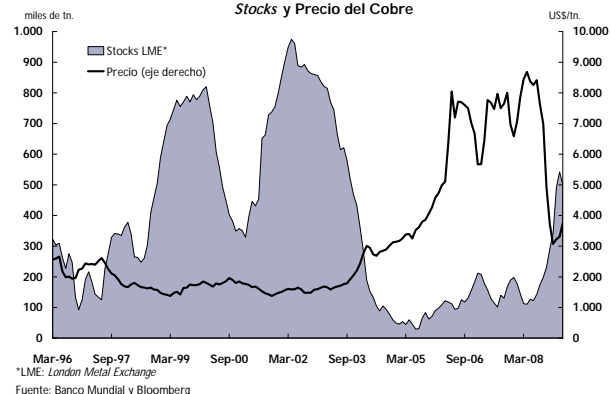
Por otra parte, las perspectivas de flujos de capitales privados hacia las economías emergentes se han deteriorado

Gráfico II.23
Consumo de Maiz en EE.UU.



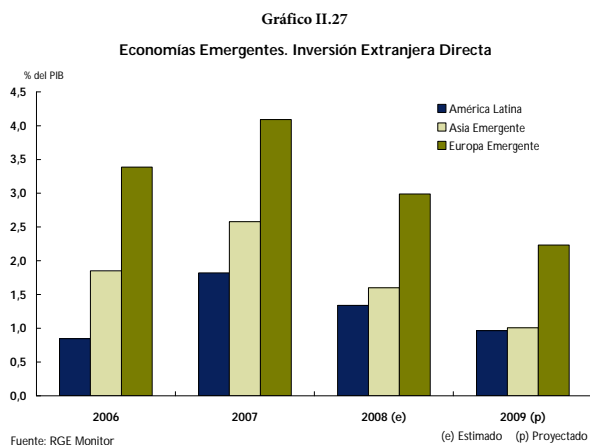
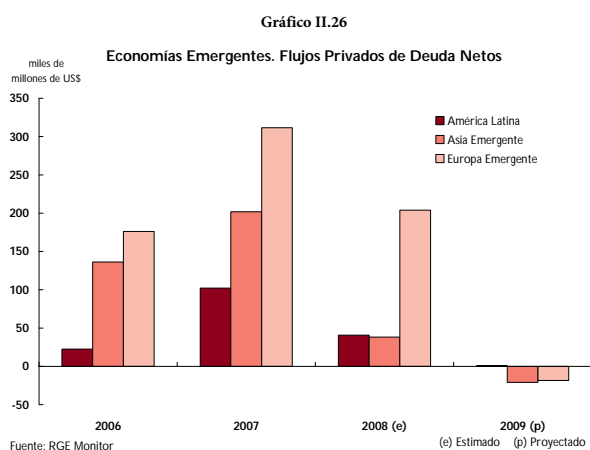
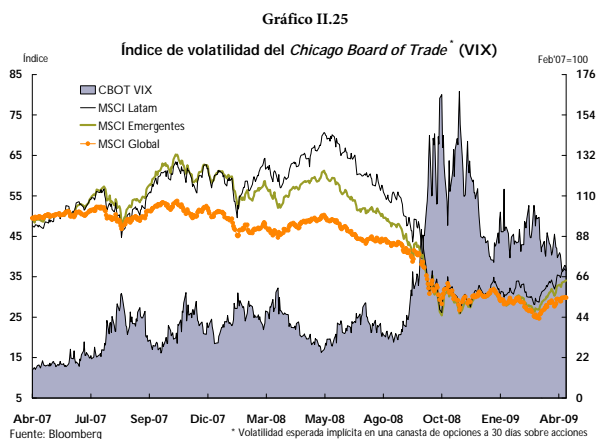
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Gráfico II.24
Stocks y Precio del Cobre



*LME: London Metal Exchange

Fuente: Banco Mundial y Bloomberg



considerablemente en los últimos meses. Si bien se espera una mayor significatividad de la asistencia financiera de los organismos internacionales de crédito, en América Latina los flujos netos se reducirían cuantiosamente en 2009. Así, se estima que el presente año terminará con un ingreso neto un 50% menor que en 2008, aunque manteniendo el saldo positivo. Si bien se prevé que todos los componentes disminuyan, la mayor caída se espera en los flujos netos de deuda privada, con un descenso estimado de US\$40.000 millones en 2009, prácticamente el ingreso total por este concepto en 2008 (ver Gráfico II.26).

Europa del Este es la región emergente que enfrenta los mayores problemas en términos de flujos de fondos. Las proyecciones privadas dan cuenta que en 2009 el ingreso neto de capitales sería un 90% inferior al de 2008. Al igual que en América Latina, si bien se prevé que todos los componentes se contraigan, los flujos netos de deuda privada pasarían de una entrada de aproximadamente US\$200.000 millones a una salida en torno a US\$20.000 millones. Adicionalmente, la región enfrenta un serio desafío en cuanto a la refinanciación de la deuda de corto plazo; este año vencen US\$430.000 millones, el equivalente al 60% de las Reservas Internacionales de la región. Por otra parte, estos países enfrentarían un saldo comercial considerablemente más deficitario que en los años previos, poniendo mayor presión sobre el stock de Reservas Internacionales y el tipo de cambio.

A pesar de la volatilidad de los flujos de capitales, los ingresos netos de la Inversión Extranjera Directa se han mostrado como el componente menos afectado. En principio, respondería al hecho de que la venta de estos activos requiere un proceso mucho más complejo que la liquidación de posiciones financieras (ver Gráfico II.27).

En el corto plazo, se espera que los inversores continúen mostrando una preferencia hacia activos menos riesgosos, condicionando aún más el flujo de capitales hacia los países en desarrollo.

La generalizada y profunda contracción de la actividad económica a nivel mundial manifiesta una de las mayores crisis económicas de los últimos años. Algunas estimaciones dan cuenta que las tasas de crecimiento positivas se recuperarían recién en 2010, aunque ciertas estimaciones, menos optimistas, arrojan un crecimiento nulo para el año próximo. Así, la caída de la demanda externa, los menores precios de las materias primas respecto de los máximos alcanzados meses atrás, en conjunto con menores flujos de capitales hacia las economías emergentes, configuran un escenario internacional altamente hostil para la economía argentina, incluso peor que el previsto un trimestre atrás.

Apartado 2 / Primeros pasos hacia una mayor coordinación macroeconómica y financiera internacional

La magnitud y la propagación de la crisis financiera internacional llevaron a los líderes de las economías avanzadas a pensar la necesidad de dar una respuesta global. A fin de involucrar a más países en las discusiones acerca de las medidas y políticas adecuadas para lograr una pronta recuperación de la crisis y sentar las bases para alcanzar un sistema financiero estable, el candidato natural resultó el Grupo de los 20 (G-20)³.

Este espacio nació en 1999 como un sub-producto de la crisis asiática. La representatividad del G-20 es doble: un equilibrio entre economías emergentes y avanzadas, y a la vez, una amplia participación regional de todos los continentes. Tradicionalmente, cada país tiene dos delegados que representan a los ministerios de economía y a los bancos centrales.

A los efectos de maximizar el impacto político, se convocó en Washington el pasado noviembre a los Jefes de Estado del G-20 en donde se comprometieron a avanzar sobre una amplia lista de acciones. Los temas en los que el G-20 estuvo trabajando entre noviembre de 2008 y abril de 2009 cubrieron tres grandes áreas.

La primera se enfocó en la coordinación de políticas macroeconómicas para alcanzar una pronta recuperación de la crisis financiera internacional. La segunda tuvo como objeto reformar la Arquitectura Financiera Internacional (AFI) y aumentar la capacidad prestable de las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs). La tercera, dado el origen de la actual crisis, se propuso establecer los lineamientos para fortalecer la regulación y supervisión financiera nacional e internacional.

Respecto de la primer área, se acordó tomar las medidas necesarias para restaurar el crecimiento y el normal flujo del crédito. Se coincidió en no permitir interrupciones sistémicas y en aplicar las medidas tendientes a garantizar la liquidez y el reestablecimiento del canal crediticio. Se acordó que, cuando sea posible, los bancos centrales mantengan políticas monetarias expansivas por el tiempo que sea necesario, utilizando todos los instrumentos disponibles. Asimismo, dada la necesidad de sostener la demanda, los jefes de estado se comprometieron a realizar una política fiscal expansiva sin precedentes que servirá para reducir o evitar la destrucción de puestos de trabajo de forma significativa. Aún así, el Fondo Mone-

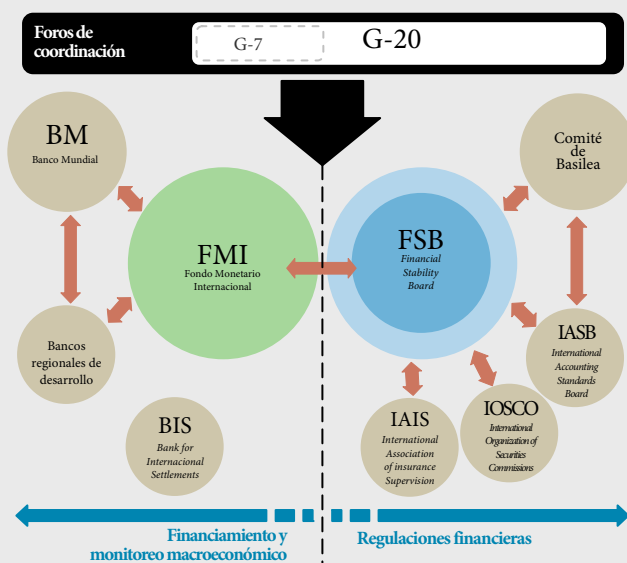
tario Internacional (FMI) considera insuficiente el esfuerzo fiscal llevado a cabo hasta el momento, por lo que recomienda que cada país realice un impulso fiscal adicional, de 2% del PIB, para sostener la demanda. Finalmente, los gobiernos se comprometieron a no repetir los errores históricos de aplicar medidas proteccionistas como los cometidos durante la Gran Depresión.

En el área asociada a la reforma de la AFI y al incremento de la capacidad prestable de las IFIs se encuentran las acciones con consecuencias más directas para las economías emergentes. En relación al FMI, el G-20 acordó adoptar cambios en tres aspectos claves: fondeo, instrumentos y gobernanza. Respecto a la capacidad prestable, se decidió duplicar la misma, llevándola a US\$500.000 millones a través de créditos de los principales socios del organismo más la emisión de Derechos Especiales de Giro (DEG) por US\$250.000 millones. Esta expansión es clave considerando la reducción del espacio fiscal que han experimentado las economías emergentes para realizar políticas anticíclicas como las avanzadas, en un contexto en el que el financiamiento externo a las primeras se ha reducido dramáticamente. En cuanto a los instrumentos, el FMI ha anunciado una primera serie de medidas en las que se revisan sus prácticas crediticias tradicionales y se crea una nueva línea de financiamiento que intenta dar respuesta al reclamo de los emergentes por mayor flexibilidad y menores condicionamientos. Finalmente, respecto a la gobernanza, se ha adelantado a enero de 2011 la revisión de los porcentajes de votos de cada país a efectos de reflejar el mayor peso de los emergentes en la economía mundial. También, se acordó apoyar un incremento significativo de la capacidad prestable de los Bancos Multilaterales de Desarrollo (BMD) en US\$100.000 millones, tanto al Banco Mundial como a los bancos de desarrollo regionales. También se acordó destinar fondos específicos al financiamiento del comercio exterior (US\$250.000 millones).

Por último, se decidió crear el FSB (*Financial Stability Board*), sucesor del FSF (*Financial Stability Forum*), que agregará a todos los países miembros del G-20, del FSF, España y la Comisión Europea. El FSB tendrá un rol clave en la nueva arquitectura financiera internacional dado que su responsabilidad será coordinar la regulación bancaria, supervisar a los grandes bancos transnacionales, elaborar informes de alerta temprana e intercambiar información entre los supervisores. La incorporación de los países emergentes al FSB es uno de los avances más importantes logrados por el G-20 en el rediseño de la AFI (ver Gráfico 1).

³ Grupo conformado por el G-7 (Alemania, Canadá, EE.UU., Francia, Italia, Japón, Reino Unido) Rusia, la Unión Europea como bloque y 11 de las principales economías emergentes (Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, China, India, Indonesia, México, Corea, Sudáfrica y Turquía).

Gráfico 1 | El Nuevo Mapa de la AFI



Fuente: BCRA

En relación a la tercer área de trabajo, se establecieron las bases para la reforma de las nuevas reglas de juego en las finanzas nacionales e internacionales. Los puntos principales acordados fueron:

- Construir un marco de regulación y supervisión financiera más fuerte y globalmente consistente.
- Incrementar la cooperación y la consistencia entre la regulación de los países.
- Extender la regulación y supervisión a todas las instituciones, instrumentos y mercados sistémicamente importantes (incluyendo los *hedge funds*). En particular se decidió la formación de “colegios de supervisores” que controlarán a los 29 bancos transnacionales más grandes y serán coordinados por el FSB.
- Requerir que, una vez que la recuperación esté asegurada, las exigencias de capital se incrementen en los momentos de auge del ciclo para prevenir un excesivo nivel de apalancamiento y que se puedan reducir en los momentos de crisis.
- Regular el funcionamiento de las calificadoras de riesgo, sujetándolas a reglas de conducta y supervisión externa.
- Avanzar en la regulación de los esquemas de remuneración de los ejecutivos bancarios para tomar en cuenta el riesgo incurrido.
- Tomar acciones en contra de las jurisdicciones no cooperativas, incluyendo los paraísos fiscales.

III. Actividad Económica

III.1 Síntesis

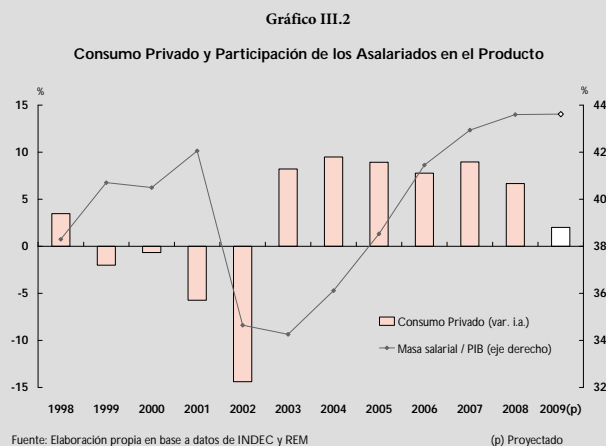
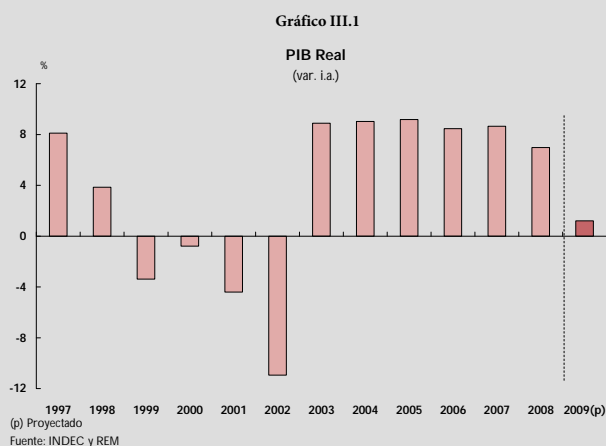
De manera similar a lo observado en otros países emergentes, desde el cuarto trimestre del pasado año comenzaron a ser notorios los efectos de la crisis internacional sobre la economía local, moderando el dinamismo que exhibía el nivel de actividad.

El principal componente de la demanda que se vio afectado fue el gasto destinado a la compra de bienes de capital, que a finales de 2008 ya presentaba una contracción. La incertidumbre sobre la economía global y la reducción de las exportaciones llevaron a las empresas a revisar sus planes de expansión, particularmente en algunos segmentos de la economía relacionados con la producción de bienes transables. En tanto, la inversión en construcción se muestra menos volátil, previéndose que encuentre soporte en 2009 en el Plan de Infraestructura del Gobierno Nacional y en la terminación de obras privadas actualmente en curso.

Paralelamente, las familias continúan elevando su gasto, aunque de manera más pausada, al incrementar su ahorro precautorio y reducir la toma de créditos. Particularmente, el menor ritmo de crecimiento del gasto de los hogares refleja la menor compra de bienes durables y suntuarios, en tanto que la adquisición de bienes de consumo básico sigue en expansión.

Por su parte, la operatoria comercial se contrajo abruptamente a nivel mundial, lo que llevaría a una menor apertura de la economía en términos del Producto. La mayor caída se observa en las importaciones, debido a que la demanda de bienes intermedios para la industria o de bienes de consumo durable es más elástica respecto del Producto que la demanda de nuestras exportaciones. En este marco, actualmente las Exportaciones Netas contribuyen positivamente a la expansión de la economía.

Por el lado de la oferta, se observa un menor dinamismo en la producción de bienes, vinculado a la acumulación de stocks industriales por encima de lo deseado por las empresas y a una menor inversión en nuevas construcciones, que se combinan con una producción agropecuaria que resultó afectada por la sequía. Por otro lado, los servicios exhiben un mayor crecimiento, aunque se registra una desaceleración en el margen, derivada de una menor demanda de los sectores productores de bienes y de las familias, como reflejo del incremento en el ahorro precautorio.



Cuadro III.1
Indicadores de Actividad
(var. % respecto al periodo anterior; s.e.)

	IV-07	I-08	II-08	III-08	IV-08	I-09
PIB (a precios constantes)	1,8	0,8	2,3	1,5	-0,3	
Gasto						
Ventas de Autos - ADEFA	12,0	4,1	0,7	-6,7	-18,2	-14,5
Confianza del consumidor - UTDT (s.o.: p.p.)	1,6	0,6	-9,0	0,2	-3,3	0,6
Importaciones (cantidades) (**)	6,8	7,1	3,0	-0,8	-13,5	-23,4
Importaciones de Bienes de Consumo (cantidades) (**)	6,6	5,9	4,3	0,9	-7,3	-26,9
Importaciones de Bienes de Capital (cantidades) (**)	6,3	23,7	-4,1	-5,3	-13,0	-28,3
Exportaciones (cantidades) (**)	5,6	0,3	-10,0	17,7	-16,9	-7,4
Oferta						
Actividad - EMAE (*)	2,0	1,4	1,9	1,3	0,1	-0,4
Industria - EMI (**)	4,1	-1,6	1,4	2,3	-1,0	-3,7
Construcción - ISAC (**)	2,1	2,0	0,4	0,3	-6,1	5,0
Servicios Públicos - ISSP (**)	6,2	1,8	-0,8	2,3	2,5	5,7

* Dato a enero ** Dato a febrero
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, ADEFA y UTDT

Gráfico III.3
Indicadores de Actividad
(var. i.a.)

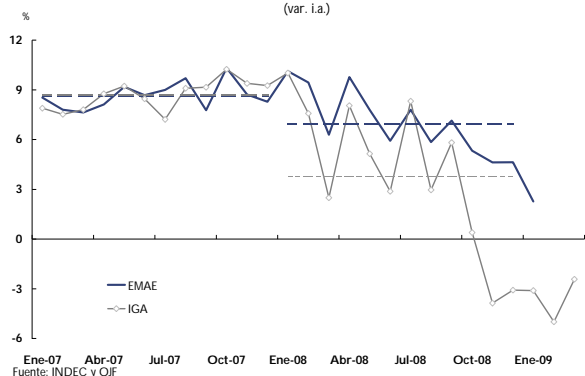
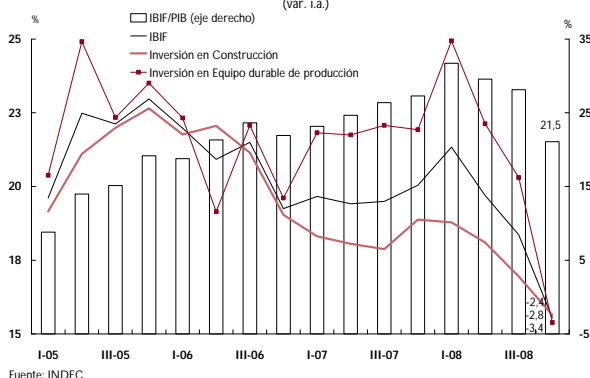


Gráfico III.4
Inversión por Componente
(var. i.a.)



III.2 Comportamiento del Gasto

Tal como se comenzó a registrar desde el último trimestre de 2008, la actividad económica continúa viéndose afectada por la crisis internacional, reduciendo así el impulso que venía exhibiendo el Producto a lo largo de los últimos seis años (ver Gráfico III.1). No obstante, y a diferencia de lo sucedido en anteriores shocks externos, la economía argentina mantiene fundamentos que permiten amortiguar los efectos disruptivos del deterioro del contexto externo sobre la economía local.

En términos generales, se observa una disminución de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), que es sólo en parte compensada por el aporte positivo de las Exportaciones Netas (XN). En tanto, el Consumo Privado muestra una desaceleración, ya que el marco de incertidumbre estaría llevando a las familias a incrementar su ahorro precautorio y a reducir la demanda de crédito, mientras que el Consumo Público mantiene la misma dinámica de crecimiento exhibida durante el año pasado (ver Gráficos III.2 y III.3).

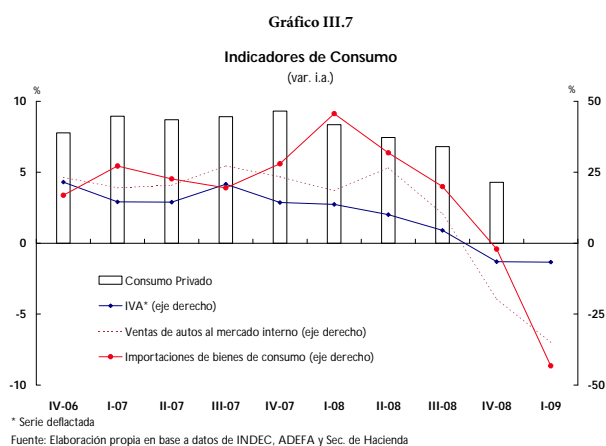
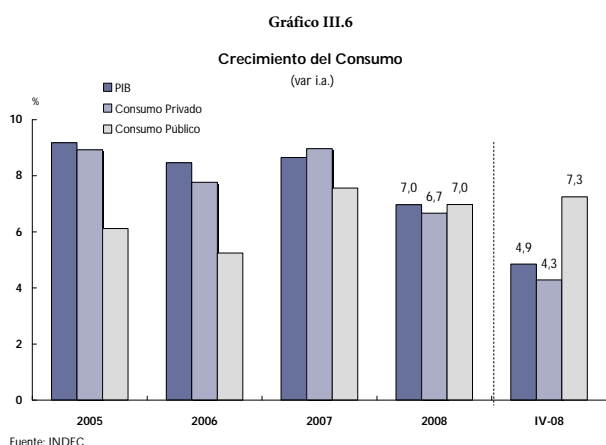
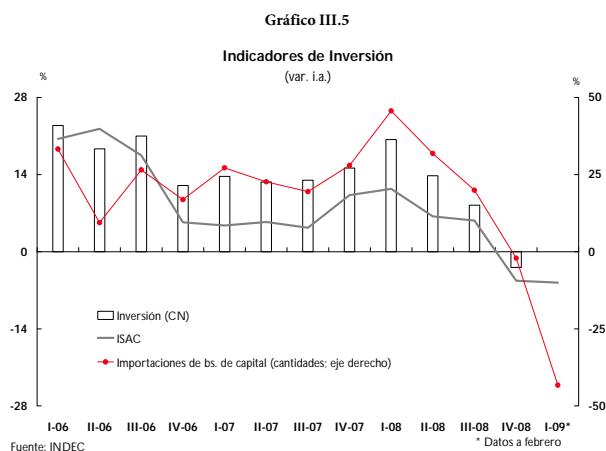
De este modo, se espera que la economía finalice el año con un ritmo más moderado que el proyectado en el Informe de Inflación anterior, aunque el resultado definitivo dependerá en buena medida de la duración e intensidad que tenga el ciclo recesivo a nivel internacional y sus efectos sobre la confianza local.

Inversión

La inversión resultó el componente del gasto más afectado por el cambio de la tendencia de la economía mundial. La IBIF, que ya a finales de 2008 había exhibido una contracción, se habría vuelto a reducir durante el primer trimestre de 2009, de acuerdo con diversos indicadores adelantados disponibles, aunque mantiene una elevada participación en la economía en términos históricos (ver Gráfico III.4).

El alto nivel de incertidumbre, conjuntamente con la menor demanda externa, llevaron a las firmas a revisar sus planes de expansión, principalmente en algunos segmentos de la economía relacionados con la producción de bienes transables.

En particular, el gasto en Equipo durable de producción muestra una contracción, destacándose la caída de las cantidades importadas de bienes de capital y sus piezas y accesorios. Asimismo, en lo referido al gasto en los bienes de capital locales se observa una disminución en la compra de material de transporte.



El dinamismo de la inversión en Construcción también se vio moderado, aunque en menor intensidad que lo registrado en el gasto de bienes de capital durable, manteniéndose en niveles históricamente elevados (ver Gráfico III.5). Los proyectos más afectados resultan las construcciones petroleras y las edificaciones con destinos comerciales e industriales, mientras que las construcciones para vivienda están sostenidas por las obras ya iniciadas.

Por otra parte, la evolución de la construcción durante 2009 tendría un importante soporte en la ejecución del Plan de infraestructura presentado por el Gobierno Nacional. En particular, el programa de “Obras para Todos los Argentinos”, que contempla proyectos vinculados a la energía, la minería, las comunicaciones, el transporte y las viviendas, duplicaría las inversiones públicas en infraestructura en el corriente año, de realizarse su plena ejecución. El plan ayudaría a compensar la reducción del gasto en inversiones residenciales y no residenciales de origen privado, cuyas perspectivas se han deteriorado desde fines del año pasado, según dan cuenta algunos indicadores adelantados como los permisos de nuevas obras.

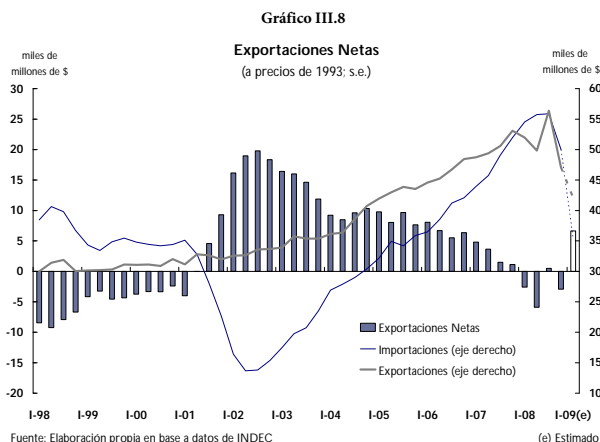
Si bien los gastos en bienes de capital y en construcción han sido afectados por el marco de incertidumbre, sus niveles aún se ubicarían por encima de las amortizaciones de capital, permitiendo que se continúe incrementando el acervo productivo del país.

Consumo

El consumo total sigue en ascenso, aunque exhibe un menor dinamismo desde fines del año pasado, principalmente en el componente privado (ver Gráficos III.2 y III.6).

En un marco de moderación del crecimiento económico y de mayor incertidumbre, las familias elevan su gasto a un menor ritmo que en trimestres previos. En particular, la caída de la confianza de los consumidores ha tenido como correlato una actitud de ahorro precautorio y una menor predisposición a la toma de nuevos préstamos. El menor dinamismo en el gasto de los hogares se concentra en el segmento de bienes durables, tal como lo reflejan las ventas de automóviles y en los centros de compras (ver Gráfico III.7). Por su parte, la adquisición de bienes de consumo básico sigue en expansión, de acuerdo con lo que indica la evolución de indicadores de ventas de supermercados, que mantienen variaciones positivas.

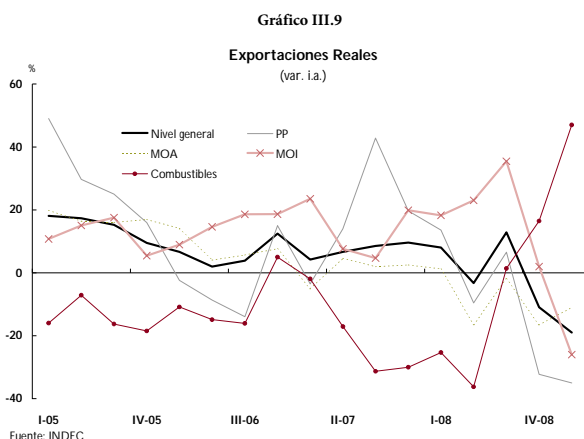
En tanto, el Consumo Público exhibe un elevado ritmo de expansión. Este comportamiento del gasto gubernamental



mental compensaría parcialmente la desaceleración del gasto de las familias, dando lugar a que el Consumo total se mantenga durante 2009 como el componente más dinámico del gasto.

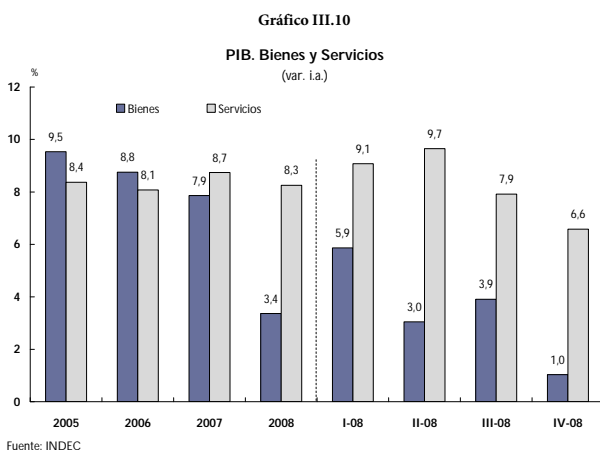
Exportaciones Netas

En línea con la profundización de la recesión mundial, la operatoria comercial se contrajo globalmente, situación que también se registra a nivel local. De todos modos, en el caso de nuestro país la mayor reducción se observa en las importaciones, debido a que la demanda de bienes intermedios para la industria o de bienes de capital y consumo durable es más elástica respecto del Producto que la demanda por nuestras exportaciones (compuesta mayormente por materias primas). Así, el saldo de los flujos comerciales actualmente contribuye positivamente al Producto, a diferencia de lo ocurrido a lo largo de los últimos años (ver Gráfico III.8).



En efecto, las Importaciones reales exhiben una retracción generalizada, debido a que los menores niveles de actividad de la industria y la reducción del gasto en inversión disminuyeron las importaciones de Bienes intermedios y de Bienes de capital, respectivamente.

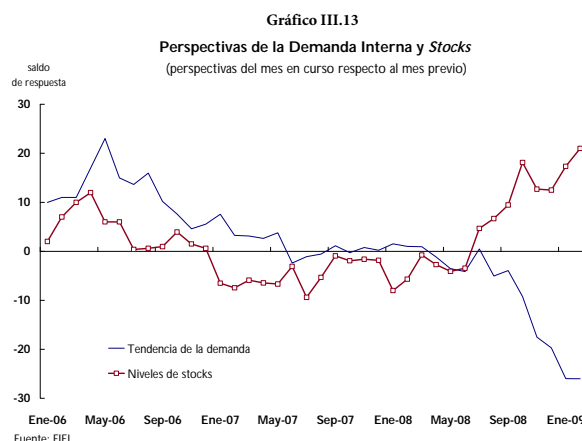
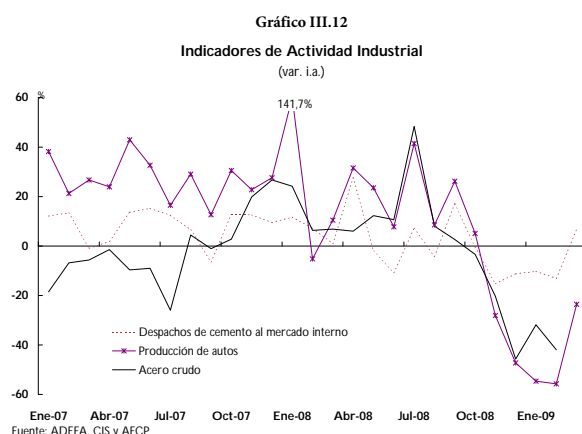
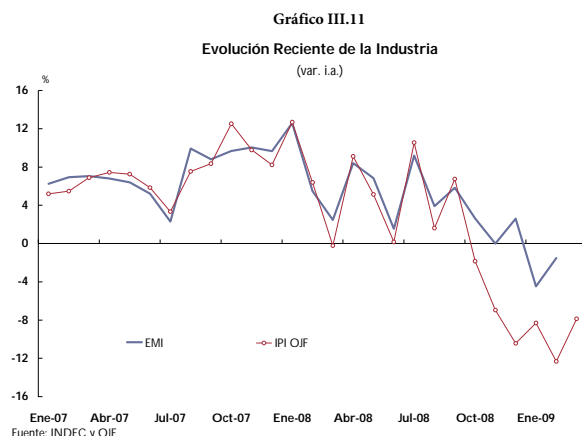
Por su parte, las cantidades de bienes exportados por el país también muestran una caída, aunque de menor magnitud que la de las compras externas. Se destacan las bajas en Productos primarios (PP) y Manufacturas de origen agropecuario (MOA), afectadas por la reducción de la cosecha agrícola. Por su parte, las cantidades exportadas de las Manufacturas de origen industrial (MOI), sin poder sustraerse de la brusca retracción de la demanda externa, exhiben una caída en cantidades inferior al registrado en las importaciones. Finalmente, las ventas de combustibles y lubricantes muestran un incremento medido en cantidades (ver Gráfico III.9 y Sección V).



III.3 Comportamiento de la Oferta

La crisis económica mundial ha impactado sobre el nivel de actividad local, afectando el dinamismo de la economía real desde el cuarto trimestre de 2008. En lo que va de 2009 la principal rama perjudicada ha sido la producción de bienes, dado que ante una situación de acumulación de stocks por encima de lo deseado, se ajustaron los niveles de producción de manufacturas. Distinta ha sido la evolución de los servicios, que ha continuado creciendo, aunque a tasas menores (ver Gráfico III.10).

En lo que resta de 2009 se espera que la producción de bienes siga exhibiendo un menor dinamismo, en la medida que el menor gasto en inversión y la cautela del



consumo se vean reflejados en el desempeño de la construcción y la industria. En tanto, los servicios continuarían expandiéndose, favorecidos por el alza de las telecomunicaciones. No obstante, la moderación del crecimiento del consumo interno y la disminución de la demanda de los sectores productores de bienes afectarían el ritmo de avance de otros servicios, tales como el comercio y el transporte.

Industria

Desde fines de 2008 la industria local sigue acomodando sus niveles productivos a la nueva realidad económica prevaleciente a nivel global. La menor demanda externa e interna, con la consiguiente acumulación de stocks no deseados, llevaron a las empresas a reducir la producción y la utilización de la capacidad instalada. Este menor dinamismo de la industria local está en consonancia con la tendencia en el resto del mundo (Gráfico III.11).

El menor dinamismo se origina fundamentalmente en los sectores transables, principalmente productores de bienes durables, los cuales justamente lideraron la expansión de los años previos. En este sentido, el sector automotriz mostró una importante caída en los primeros meses de 2009, frente a la fuerte contracción de la demanda interna y externa. Situación semejante es la experimentada por las industrias metálicas básicas, impulsadas por la disminución en la producción de acero crudo, mientras que también otros productos vinculados a la construcción, como el cemento, siguen con su tendencia a la baja.

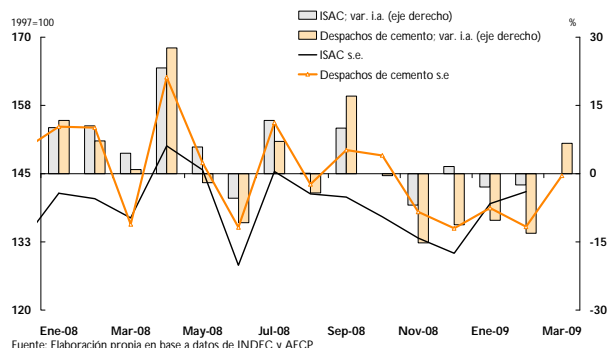
Sin bien las últimas cifras disponibles muestran una incipiente recuperación, las perspectivas para el sector no son claras en el corto plazo (ver Gráfico III.12). De acuerdo a las encuestas cualitativas de FIEL y del INDEC las expectativas sobre la demanda futura interna y externa aún son negativas, en tanto que los stocks continúan en niveles muy altos (ver Gráfico III.13).

Si bien la industria ha experimentado una caída de la actividad en la primera parte del año, se prevé una estabilización de los niveles productivos a medida que se vayan reduciendo los stocks no deseados.

Construcción

El sector de la construcción fue afectado por la incertidumbre a partir del último trimestre de 2008, evidenciando una caída de su actividad respecto de los niveles registrados un año atrás. La modesta recuperación, observada en los últimos datos disponibles, debería ser apuntalada por una reducción en la incertidumbre para

Gráfico III.14
Evolución de la Construcción

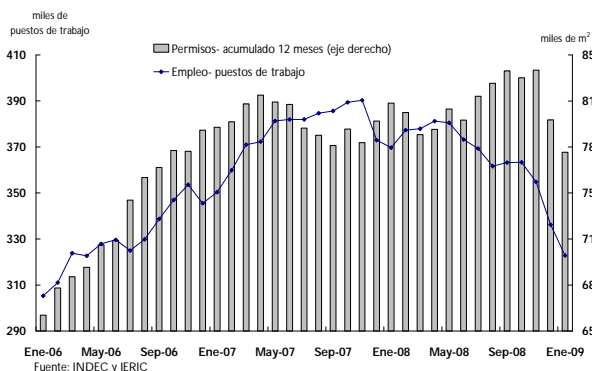


evitar que la demanda inmobiliaria siga cayendo, dado el contexto desfavorable para esta actividad (ver Gráfico III.14).

La pérdida de dinamismo en la construcción es impulsada principalmente por la baja de la actividad en los segmentos no residenciales. Particularmente, se redujeron las edificaciones con otros destinos, ya que la incertidumbre respecto a la demanda futura de productos industriales y las expectativas negativas respecto a la evolución del comercio habrían llevado a las empresas a limitar sus inversiones en inmuebles con esos usos. Asimismo, el dinamismo de las obras petroleras resultó afectado por la disminución del precio internacional del petróleo.

En tanto, el sector privado residencial no ha sido hasta el momento tan afectado por el contexto, permitiendo inclusive morigerar la caída de la actividad de la construcción, ante la continuidad de las obras en curso. Esta situación se ve reflejada en la utilización de los insumos de la construcción, donde se observa un crecimiento interanual de los materiales utilizados en la etapa final de las obras, tales como los pisos y revestimientos cerámicos y pinturas para la construcción, mientras que los empleados principalmente en los inicios, como el cemento y hierro redondo para hormigón, evidencian retracciones. Por su parte, también las obras viales estarían contribuyendo a sostener la actividad, a partir de una mayor inversión del Sector Público. En este sentido, el Plan de infraestructura, vinculado a obras en transporte, comunicaciones, energía, minería y viviendas, favorecería a sostener la actividad del sector, contemplando, entre otros puntos, más que duplicar la inversión pública en viviendas con respecto a 2008, de tener lugar su plena ejecución.

Gráfico III.15
Indicadores del Sector de la Construcción



Como resultado del desmejoramiento en las perspectivas para el sector, se revirtió el dinamismo con el que la construcción creaba empleos, situación que se agudizó en los últimos meses, principalmente entre las obras privadas (ver Gráfico III.15). No obstante, el mencionado empuje de la obra pública apunta a compensar la cautela del Sector Privado (reflejada en la evolución negativa de los permisos de edificación), brindando soporte a la ocupación en la construcción.

Sector Agropecuario

Las malas condiciones climáticas que afectaron al país durante el desarrollo de ciclo agrícola impactaron negativamente sobre la producción agropecuaria, ocasionando que el sector evidencie una reducción en su nivel de actividad.

Gráfico III.16
Cosecha de Granos

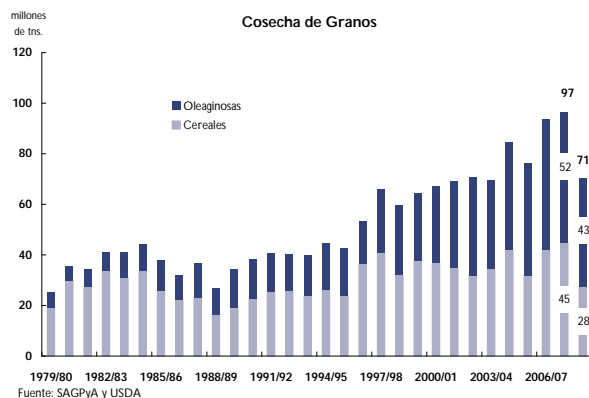
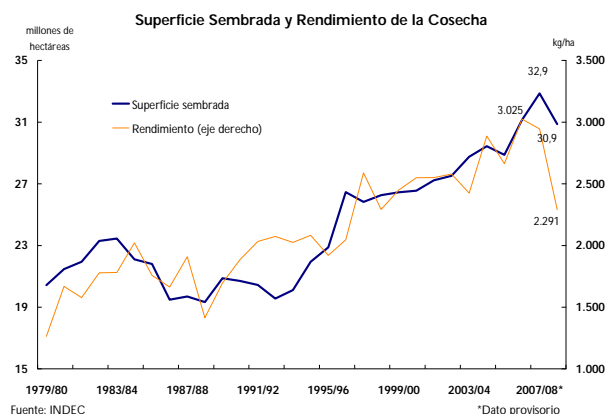


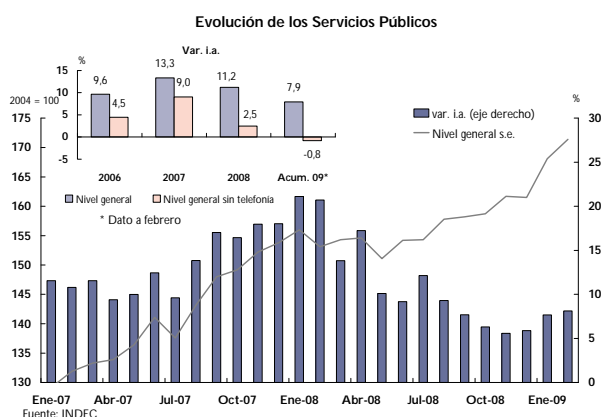
Gráfico III.17



En efecto, las proyecciones de la campaña 2008/9 fueron recortadas a la baja, lo que representa a su vez una disminución con respecto al ciclo anterior (ver Gráfico III.16). La caída entre cosechas estaría impulsada por la reducción en la producción de cereales, particularmente trigo y maíz. A su vez, también se prevé una baja en la producción de soja con respecto a la campaña previa, contrariamente a lo esperado en el anterior Informe de Inflación. La contracción de la cosecha está asociada principalmente a las malas condiciones climáticas que afectaron el normal desarrollo de los granos, ya sea por la falta de agua o por la presencia de heladas, y, en menor medida, a la reducción del uso de herbicidas y fertilizantes que habría incidido sobre los rindes (ver Gráfico III.17).

Para la próxima campaña se prevé que, bajo condiciones climáticas favorables, la producción de granos vuelva a ubicarse en niveles elevados, a pesar de que es posible una reducción del área sembrada. Asimismo, la producción podría seguir concentrada en la soja, teniendo en cuenta que en un contexto de menor capital operativo, las menores necesidades de inversión para la implantación de la oleaginosa representan una ventaja para su cultivo respecto de otros granos.

Gráfico III.18



Servicios

El consumo de servicios públicos sigue registrando subas sostenidas, respaldado principalmente por la expansión de las comunicaciones (ver Gráfico III.18).

El crecimiento del rubro telefonía, en particular de los servicios vinculados a la telefonía móvil, estaría permitiendo que los niveles de actividad del sector se mantengan elevados. No obstante, el consumo de otros servicios está evidenciando un crecimiento más moderado, previéndose que en el corto plazo se mantenga esta tendencia. En este sentido, la menor demanda de bienes industriales impacta negativamente en el consumo de electricidad, gas y agua, a la vez que la caída en la cosecha y el menor dinamismo en el intercambio comercial se refleja en una demanda más reducida en el sector de transporte de cargas.

IV. Empleo y Salarios

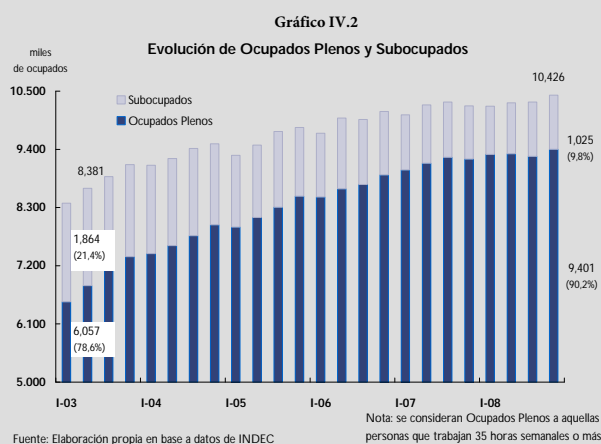
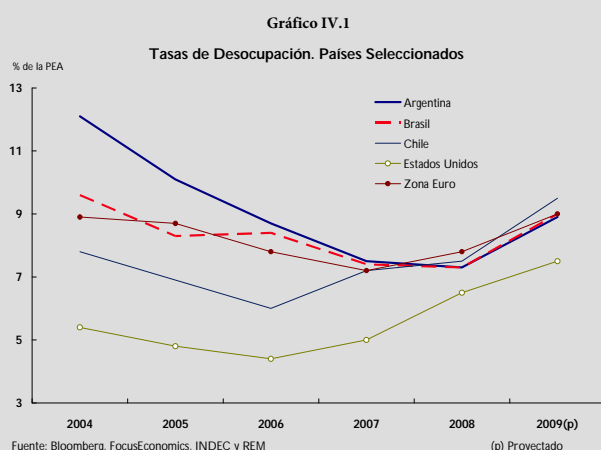
IV.1 Síntesis

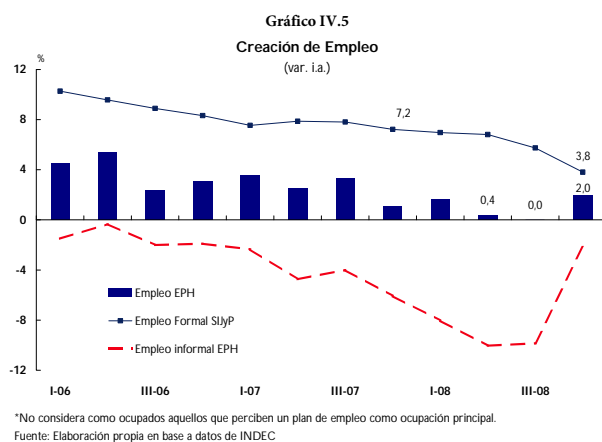
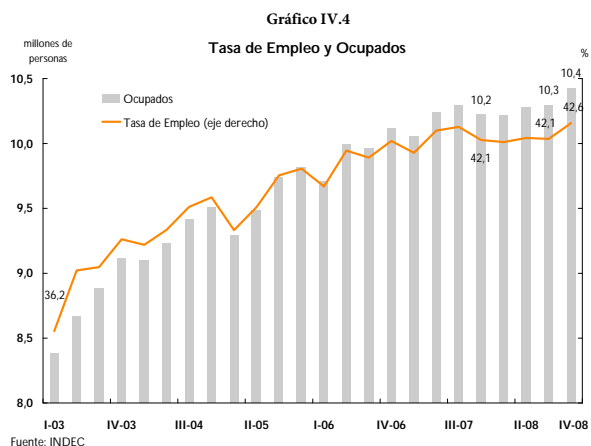
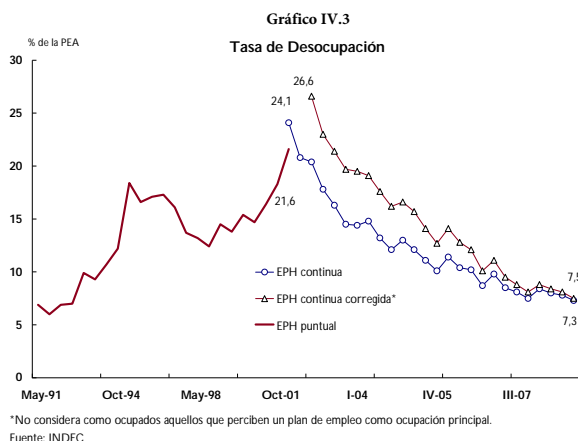
Luego de haber exhibido un descenso de la desocupación hasta finales del año pasado, los indicadores del mercado laboral han comenzado a dar muestras de un incipiente deterioro, en línea con lo observado en otras economías emergentes y desarrolladas.

Tras la fuerte creación de puestos de trabajo de los años previos, el deterioro en las perspectivas económicas internacionales habría llevado a las empresas a revisar los planes futuros de expansión. Este cambio en las expectativas a su vez se ha visto reflejado en un estancamiento del empleo formal en el margen, en un contexto de incremento de las suspensiones, principalmente focalizadas en aquellas ramas económicas más afectadas, como la construcción y la industria.

Por su parte, la participación de la población en el mercado de trabajo podría incrementarse levemente a lo largo del año, tal como sucedió a fines de 2008. Esto se debe a que las familias mostrarían una participación más activa ante el menor crecimiento esperado de los ingresos.

El comportamiento del mercado laboral se ve reflejado en la morigeración de las demandas salariales. En particular, dentro del sector formal las negociaciones colectivas durante el corriente año se han corrido hacia el segundo semestre debido a la incertidumbre generada por la crisis internacional. Adicionalmente, los resultados probables de las negociaciones serían más heterogéneos que en años previos debido a que el impacto de la crisis es diferenciado entre las ramas productoras de servicios y de bienes.





IV.2 Empleo

Los niveles de desocupación siguen siendo reducidos en términos históricos debido a la fuerte creación de nuevos puestos de trabajo tras seis años consecutivos de crecimiento. Sin embargo, el mercado laboral podría debilitarse durante el año debido al impacto de la crisis global sobre la economía nacional. En particular, las empresas han revisado sus planes de incorporación de nuevo personal en un contexto donde se han incrementado las suspensiones y en menor medida los despidos, en línea con lo observado en otras economías (ver Gráfico IV.1).

De este modo, se podría interrumpir la tendencia registrada hasta el año pasado cuando la Tasa de Desocupación se ubicó en 7,3% de la Población Económicamente Activa (PEA⁴) en el último trimestre, cayendo 0,2 puntos porcentuales (p.p.) con respecto a un año atrás. La mejora fue acompañada por una evolución similar de la tasa de desocupación corregida por planes de empleo, que fue de 7,5% de la PEA, marcando una reducción interanual de 0,6 p.p. (ver Gráfico IV.3). La caída de la desocupación habría permitido que dicha variable se ubique en los menores niveles en más de 15 años e incluso por debajo de los registros de economías avanzadas.

Desglosando las causas de la menor desocupación observada hasta fines de 2008, debe indicarse que la expansión del empleo ha sido el principal factor en explicar la tendencia descendente. Durante el año pasado la cantidad de ocupados creció 1,3% anual en promedio, lo que implicó una creación de alrededor de 196 mil puestos de trabajo en el total de los aglomerados urbanos y que la Tasa de Empleo se ubicara en un valor promedio récord de 42,2% de la población (ver Gráfico IV.4). El incremento de puestos de trabajo, de todos modos, se situó por debajo del promedio de los dos años previos (3,3%) y la elasticidad empleo-Producto se redujo a 0,2.

En este sentido, diversos indicadores laborales disponibles comienzan a dar cuenta de un incipiente deterioro del mercado de trabajo. Se destaca que en el margen la creación de nuevos puestos laborales se centra en posiciones que no realizan aportes a la seguridad social, a diferencia de lo que se venía registrando con anterioridad (ver Gráfico IV.5).

Asimismo, dentro del mercado laboral formal se profundizó la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la ocupación. De acuerdo al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP), el empleo registrado creció

⁴ Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.

Cuadro IV.1
Ocupados del Sector Registrado
(cuarto trimestre de 2008)

Rama de Actividad	Ocupados <i>personas</i>	Participación sobre total %	Variación interanual	
			Absoluta <i>personas</i>	en %
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	334.889	5,7	12.544	3,9
Pesca	11.694	0,2	-345	-2,9
Explotación de minas y canteras	49.536	0,8	2.607	5,6
Industria manufacturera	1.179.264	20,2	28.065	2,4
Electricidad, gas y agua	55.138	0,9	850	1,6
Construcción	403.561	6,9	-14.848	-3,5
Comercio	1.032.482	17,7	62.502	6,4
Hoteles y restaurantes	215.323	3,7	16.208	8,1
Transporte, almacén y comunicaciones	481.276	8,2	29.094	6,4
Intermediación financiera	170.692	2,9	6.545	4,0
Actividades inmobiliarias	733.601	12,5	9.891	1,4
Administración pública y defensa	24.360	0,4	789	3,3
Enseñanza	390.901	6,7	13.301	3,5
Servicios sociales y de salud	218.206	3,7	12.385	6,0
Otras actividades de servicios	470.140	8,0	5.441	1,2
Servicio doméstico	64.740	1,1	1.486	2,3
Empleadores no residentes	1.868	0,0	32	1,7
No clasificada	8.013	0,1	-9.534	-54,3
Subtotal	5.845.683	100,0	177.014	3,1
Sector público	1.250.354	21,4	85.654	7,4
Total	7.096.037	100,0	262.668	3,8

Fuente: INDEC

3,8% interanual (i.a.) en el cuarto trimestre del año, por debajo del 5,8% promedio anual.

Desagregando por sectores de actividad dentro del empleo privado formal, se observa que los productores de servicios siguen siendo los principales segmentos en contribuir a la creación de nuevos puestos laborales. Se destacan el comercio, los hoteles y restaurantes y la administración pública, que incrementaron su plantilla de personal. Distinta es la coyuntura de las empresas productoras de bienes, donde comenzaron a registrarse suspensiones y en menor medida despidos, principalmente dentro de algunas ramas industriales y en la construcción (ver Cuadro IV.1 y Gráfico IV.6).

Hacia delante, los datos proporcionados por el Indicador de Demanda Laboral (IDL) de la Universidad Torcuato di Tella acumulan varios meses de caída, señalando una menor cantidad de búsquedas de personal en todas las regiones relevadas (ver Gráfico IV.7).

Por su parte, luego de registrar una contracción a lo largo de la mayor parte de 2008, la oferta laboral comenzó a exhibir un incremento. En particular, la Tasa de Actividad ya aumentó 0,4 p.p. en el cuarto trimestre del año pasado, ascendiendo a 46% de la población (ver Gráfico IV.8). El alza en la oferta laboral se destacó principalmente dentro del Gran Buenos Aires (GBA) en tanto que en el resto de los Aglomerados del Interior del País (AIP) el aumento fue más moderado.

En síntesis, se proyecta que durante 2009 el menor crecimiento económico impacte en el mercado laboral, en un contexto de incremento de la desocupación a nivel mundial.

IV.3 Salarios e Ingresos

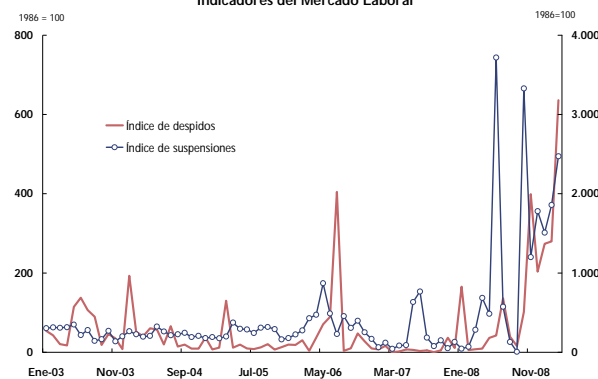
Los salarios reales continúan en ascenso, ante el incremento de las remuneraciones nominales y la desaceleración de la inflación (ver Gráfico IV.9).

Hasta el momento se evidencian escasos avances en materia de negociación salarial, donde la mayoría de los gremios se mantiene en la senda de negociar sumas fijas sin vistas aún de iniciar las paritarias, con el fin de mantener los puestos laborales. De este modo, el aumento de los salarios en el sector formal en el primer semestre sería uno de los menos elevados de los últimos años.

Distinta sería la evolución del segmento informal, donde el alza de los salarios nominales mantiene una suba por encima de la observada en el sector registrado desde el año pasado, en parte por una mayor demanda laboral del

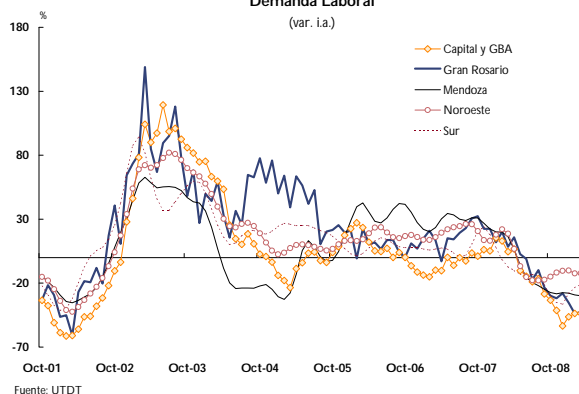
Gráfico IV.6

Indicadores del Mercado Laboral



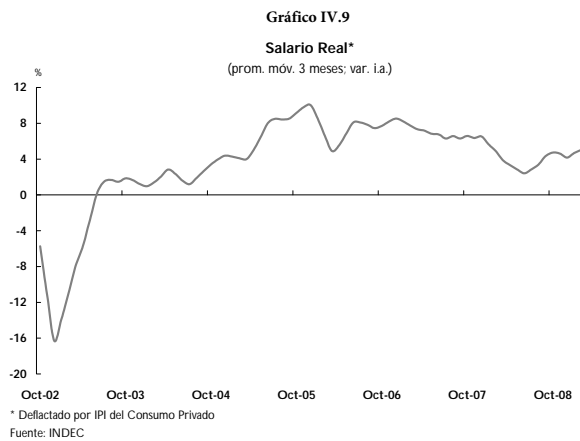
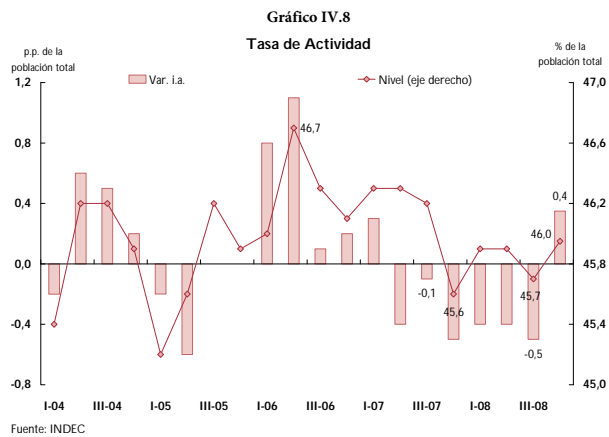
Fuente: Tendencias Económicas y Financieras

Gráfico IV.7
Demanda Laboral
(var. i.a.)



Fuente: UTDT

sector, aunque partiendo de niveles inferiores. De este modo, se estaría acortando la brecha entre los salarios de ambos segmentos que se abrió desde la salida de la crisis en 2002.



V. Sector Externo

V.1 Síntesis

El deterioro de la economía global repercute con fuerza sobre los volúmenes de comercio mundial. En este marco, las exportaciones argentinas de mercancías no escapan a la tendencia general y comenzaron el año con una contracción significativa, prolongando el deterioro exhibido durante los últimos meses de 2008. Las cantidades exportadas muestran importantes caídas, que resultan mayores en el caso de los productos de origen agropecuario (granos y derivados), respecto a las manufacturas de origen industrial, a la vez que los precios de exportación continúan reflejando la significativa corrección que tuvieron las cotizaciones internacionales de las materias primas en la segunda mitad del año pasado.

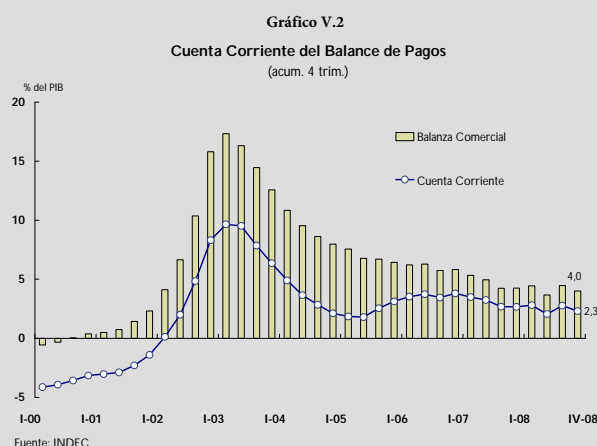
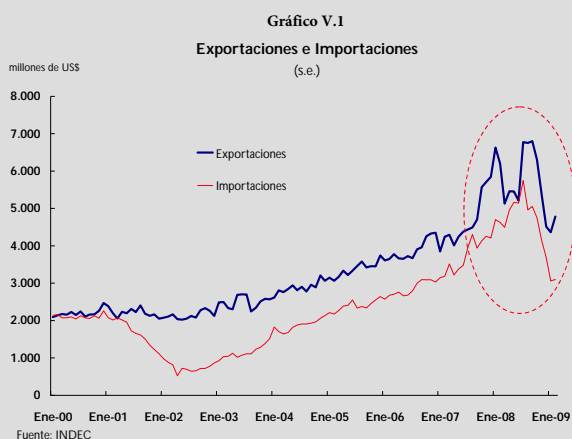
Las importaciones de bienes también registraron un fuerte retroceso en los primeros meses de 2009, extendido a todos los rubros y vinculado en parte a la desaceleración de la economía, que se traduce en menores compras externas de bienes de capital, intermedios y de consumo.

Para 2009 se prevé que las ventas externas presenten una disminución, vinculada en gran medida a la baja de los embarques de productos agrícolas, a partir de la menor cosecha de cereales y oleaginosas. Las perspectivas de las exportaciones industriales, incluyendo las automotrices, tampoco son positivas, afectadas por la abrupta caída de la demanda de bienes en los países de destino de nuestras ventas externas. A ello se sumaría el descenso de los precios con respecto a los máximos alcanzados en 2008. No obstante, la baja de las cantidades de las importaciones superaría la caída de las cantidades exportadas, particularmente en el caso de manufacturas de origen industrial (tendiendo a nivelar el saldo bilateral con Brasil, nuestro principal socio comercial), y ello contribuiría a acotar la contracción del superávit de la balanza comercial, que se mantendría así en montos significativos (en torno a los US\$8.500 millones, lo que implica niveles superiores a los esperados en el anterior **Informe de Inflación**).

En la balanza de servicios se espera una leve disminución del déficit en 2009, debido a una baja de los egresos por fletes a causa del menor volumen de intercambio de mercancías. Con respecto a la cuenta de Rentas de la inversión, se observaría un aumento del saldo negativo, vinculado en buena medida a los menores ingresos por intereses ganados.

Así, el saldo comercial de mercancías continuaría siendo el principal sostén del superávit de Cuenta Corriente, que si bien mostraría una contracción, pasando de 2,3% del PIB en 2008 a alrededor de 1% del PIB en 2009, alcanzaría el octavo año consecutivo de superávit, hecho inédito en la historia económica de nuestro país.

En 2009 la Cuenta Capital y Financiera continúa reflejando el sostenido egreso generalizado de fondos en los mercados emergentes en el marco de la actual crisis mundial, la más profunda en casi un siglo. Esta salida neta estaría explicada principalmente por la formación de activos externos del sector privado, aunque a un ritmo más moderado que en 2008.

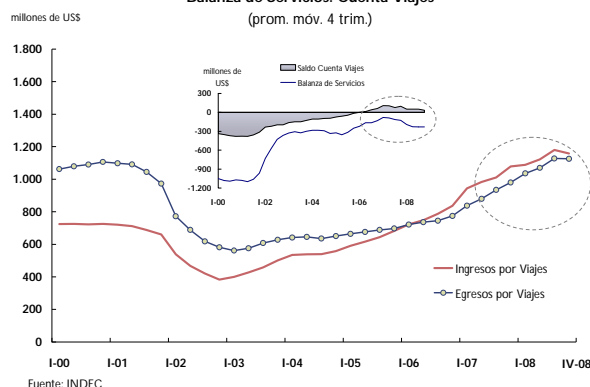


Cuadro V.1
Balance de Pagos. Cuenta Corriente
(millones de US\$)

	2007	I-08	II-08	III-08	IV-08	2008	Var. 2008 / 2007
Cuenta Corriente	7.103	1.636	695	3.451	1.806	7.588	485
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	2,7	2,4	0,9	4,4	2,2	2,3	-0,4
Mercancías	13.256	3.804	2.880	5.769	3.589	16.042	2.786
Exportaciones fob	55.780	16.008	17.464	21.434	15.682	70.588	14.808
Importaciones fob	42.525	12.205	14.585	15.665	12.093	54.548	12.023
Servicios reales	-500	-252	-362	-367	55	-926	-426
Exportaciones de servicios	10.341	3.038	2.772	3.012	3.197	12.019	1.678
Importaciones de servicios	10.841	3.290	3.134	3.379	3.142	12.945	2.104
Rentas	-5.927	-1.944	-1.841	-1.907	-1.797	-7.489	-1.562
Renta de la inversión	-5.854	-1.929	-1.828	-1.891	-1.780	-7.428	-1.574
Intereses	-614	-294	-374	-404	-426	-1.498	-884
Ganados	5.087	1.145	1.023	1.011	948	4.127	-960
Pagados	5.701	1.439	1.398	1.415	1.374	5.626	-75
Utilidades y Dividendos	-5.241	-1.635	-1.454	-1.487	-1.354	-5.930	-689
Ganados	1.487	396	355	382	355	1.488	1
Pagados	6.728	2.031	1.809	1.869	1.709	7.418	690
Otras Rentas	-74	-15	-13	-16	-17	-61	13
Transferencias corrientes	274	29	18	-44	-41	-38	-312

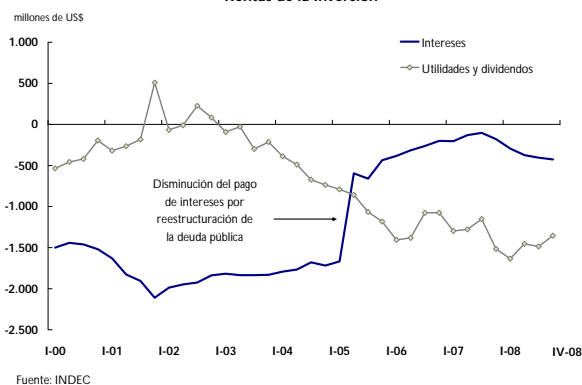
Fuente: INDEC

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



Fuente: INDEC

Gráfico V.4
Rentas de la Inversión



Fuente: INDEC

V.2 Cuenta Corriente

Luego de alcanzar en 2008 el séptimo año superavitario consecutivo (2,3% del PIB), el ciclo más largo en más de un siglo, la Cuenta Corriente continúa exhibiendo resultados positivos (ver Cuadro V.1). Si bien las exportaciones de mercancías comenzaron 2009 en baja, en un contexto de retracción generalizada del comercio mundial y menores precios de las materias primas, las importaciones también registran un retroceso, compensando las menores ventas externas y contribuyendo a mantener al excedente comercial de bienes como el principal sostén del superávit externo.

En cuanto a la balanza de servicios reales, la contracción de los volúmenes de intercambio de mercancías se traduce en una baja de los egresos por servicios de transporte (fletes y seguros). Estos factores permitirían compensar una eventual desaceleración de los ingresos por servicios profesionales, empresariales y técnicos, y de los ingresos por turismo receptivo, en un marco en el que se prevé una disminución de los flujos de turismo internacional en 2009 (ver Gráfico V.3).

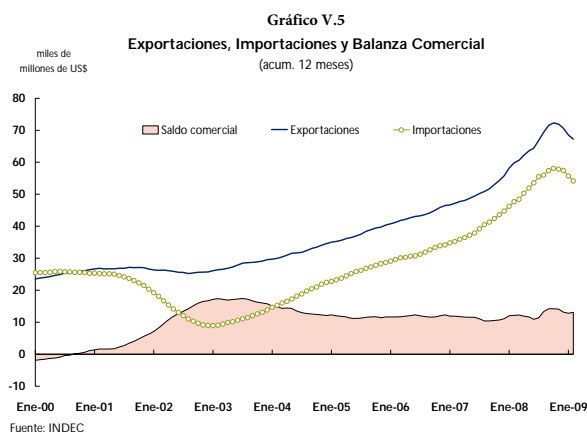
Con respecto a la cuenta de Rentas de la inversión, en 2009 se observaría un aumento del saldo negativo, principalmente por la disminución de los intereses ganados, tanto correspondientes a las Reservas Internacionales como a los activos externos del sector privado, en un contexto internacional de tasas de interés más bajas. El saldo de Utilidades y dividendos, por su parte, no mostraría grandes variaciones (ver Gráfico V.4).

De este modo, se espera que el saldo comercial de mercancías continúe sosteniendo el superávit de Cuenta Corriente, que ascendería a alrededor de 1% del PIB en 2009. Con este resultado se alcanzaría el octavo año consecutivo de superávit externo por primera vez en la historia de nuestro país.

Balanza Comercial⁵

Las ventas externas de mercancías comenzaron el año con una contracción, prolongando el deterioro exhibido sobre el final de 2008 (ver Gráfico V.5 y Cuadro V.2). Las exportaciones registraron una disminución de 30,4% interanual (i.a.) en el primer bimestre de 2009, a partir de una baja conjunta de precios (-14% i.a.) y de volúmenes exportados (-19% i.a.).

⁵ En esta sección de Balanza Comercial se consideran las importaciones *Cost of Insurance and Freight* (CIF; incluyendo el costo del seguro y fletes) 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.

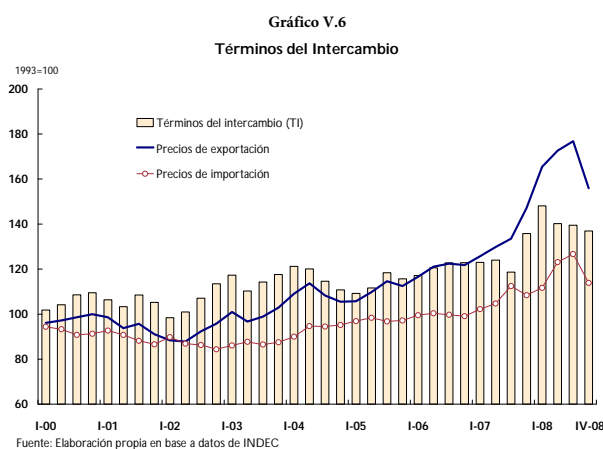


Cuadro V.2
Exportaciones por Grandes Rubros

Rubro	Primer bimestre					Contribución % a la var. i.a.
	millones de US\$		Variación % i.a.			
	2008	2009	Total	Precios	Cantidades	
Productos primarios	2.793	1.358	-51,4	-25	-35	42,8
MOA	3.840	3.107	-19,1	-9	-11	21,8
MOI	2.946	2.302	-21,9	5	-26	19,2
MOI sin Material de transporte	2.196	1.939	-11,7			7,7
Material de transporte	750	363	-51,6			11,5
Combustibles y energía	1.448	904	-37,6	-58	47	16,2
TOTAL	11.027	7.671	-30,4	-14	-19	100,0

Fuente: INDEC

Fuente: INDEC



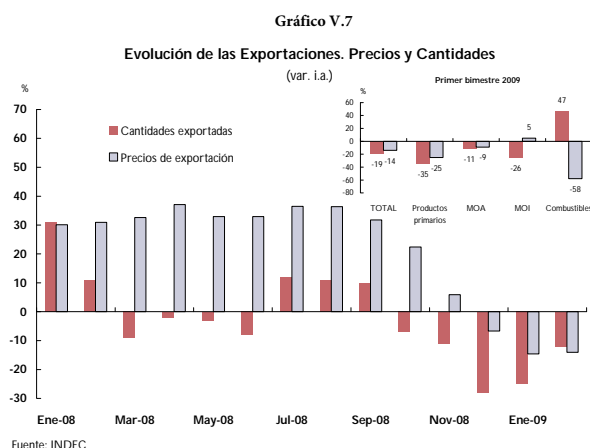
La caída de las cantidades despachadas abarca tanto los productos de origen agropecuario (granos y derivados) como de origen industrial, en un contexto de retracción generalizada del comercio mundial. En este sentido, se espera que el volumen de intercambio global de mercancías sufra en 2009 la primera reducción desde 1982 y la más pronunciada desde la Segunda Guerra Mundial (ver Sección II).

Adicionalmente, los precios de exportación continúan reflejando la importante corrección que tuvieron las cotizaciones de las materias primas en la segunda mitad de 2008 (ver Gráficos V.6 y V.7). Aunque permanecen en niveles históricamente elevados, los precios de los *commodities* no fueron ajenos al deterioro del contexto internacional, que los hizo caer de manera importante desde los máximos alcanzados a mediados del año pasado (ver Sección II).

La baja de las exportaciones de Productos primarios (PP) en lo que va de 2009 está explicada por una disminución conjunta de precios y cantidades vendidas. En particular, se observa una pronunciada reducción de los embarques de trigo, en parte debido a que durante el primer bimestre del año pasado los despachos habían sido inusualmente altos porque un cambio en los plazos normativos para concretar las operaciones hizo que se concentraran las ventas en esos meses. Asimismo, la contracción de los envíos de trigo responde a la caída del volumen cosechado durante la campaña 2008/09, como consecuencia de la sequía y de la menor superficie sembrada (ver Sección III). Por otra parte, también se produjo una importante retracción de las ventas de concentrado de cobre, principalmente debido al fuerte descenso de la cotización internacional, que cayó más de 50% desde los máximos alcanzados en la primera mitad de 2008.

Las Manufacturas de origen agropecuario (MOA), por su lado, muestran una disminución más moderada que la de los PP, tanto en cantidades como en precios. Los menores embarques de aceites y pellets oleaginosos explican una gran parte de la caída del rubro.

En tanto, una porción importante de la disminución de las exportaciones industriales corresponde a la baja de las ventas externas de la industria automotriz, en un contexto en el que el sector muestra un menor nivel de actividad y el mercado brasileño, principal destino de los automotores y autopartes argentinos, exhibe una desaceleración. En contraposición, las exportaciones de metales (acero y aluminio) y sus manufacturas registran una leve mejora en lo que va del año.



El rubro de Combustibles y energía es el único que presenta una suba de las cantidades exportadas en el primer bimestre de 2009 (47% i.a.), revirtiendo así la sostenida trayectoria descendente que venían exhibiendo los volúmenes despachados en los últimos años. Sin embargo, la disminución de los precios de exportación de este rubro (-58% i.a.), asociada al derrumbe del precio del petróleo en el segundo semestre de 2008, resulta suficiente para contrarrestar el aumento de las cantidades, dando lugar a una baja del valor exportado.

Las importaciones de bienes también registran un retroceso en el comienzo de 2009, extendido a todos los rubros y en parte vinculado a la evolución del nivel de actividad local (ver Cuadro V.3). En este sentido, la caída de la inversión viene asociada con una disminución de las compras de Bienes de capital, en tanto que la desaceleración de la actividad industrial se traduce en menores importaciones de Bienes intermedios. En cuanto a los Bienes de consumo, los bienes durables presentan un desempeño más débil que los no durables, fenómeno esperable dado que poseen una correlación más alta con el ciclo económico. Por su parte, los precios de importación registran una baja en lo que va de 2009, en buena medida relacionada con el abaratamiento del petróleo, que se refleja en los precios de los combustibles y algunos insumos industriales derivados del crudo, como las materias primas plásticas (ver Gráfico V.8).

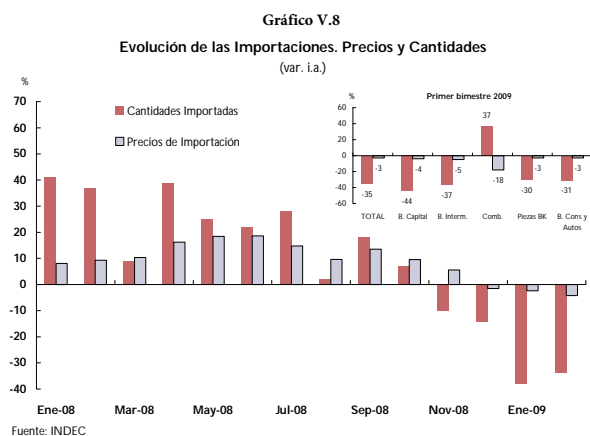
Cuadro V.3

Importaciones por Uso Económico

Uso Económico	Primer bimestre					Contribución % a la var. i.a.
	millones de US\$		Variación % i.a.			
	2008	2009	Total	Precio	Cantidad	
Bienes de capital	2.293	1.223	-46,7	-4	-44	32,8
Bienes intermedios	3.144	1.907	-39,3	-5	-37	37,9
Combustibles y lubricantes	229	258	12,7	-18	37	-0,9
Piezas y acc. para bienes de capital	1.425	969	-32,0	-3	-30	14,0
Bienes de consumo	974	747	-23,3	-3	-31	7,0
Vehículos automotores de pasajeros	606	301	-50,3			9,3
Resto	15	16	6,7	-	-	0,0
TOTAL	8.686	5.422	-37,6	-3	-35	100,0

Fuente: INDEC

En 2009 las ventas externas estarían afectadas en gran medida por los menores embarques de productos agrícolas, a partir de la baja de la cosecha de cereales y oleaginosas, y por la disminución de las exportaciones industriales. A ello se sumaría un nivel de precios de exportación inferior al registrado en 2008. No obstante, la baja esperada de las importaciones, asociada a la evolución de la absorción interna y una merma en los precios de algunos de los productos importados, contribuiría a compensar el descenso de las ventas y acotar así la contracción del excedente comercial, que se mantendría en terreno positivo, en torno a los US\$8.500 millones.



V.3 Cuenta Capital y Financiera

La Cuenta Capital y Financiera continúa afectada por el sostenido y generalizado egreso de fondos en los mercados emergentes, en el marco de la actual crisis mundial, la más profunda en casi un siglo. En este sentido, la volatilidad de los mercados financieros internacionales se encuentra todavía sustancialmente por encima del promedio histórico, a la vez que las perspectivas de flujos de capitales privados hacia las economías emergentes se han deteriorado considerablemente en los últimos meses (ver Sección II).

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

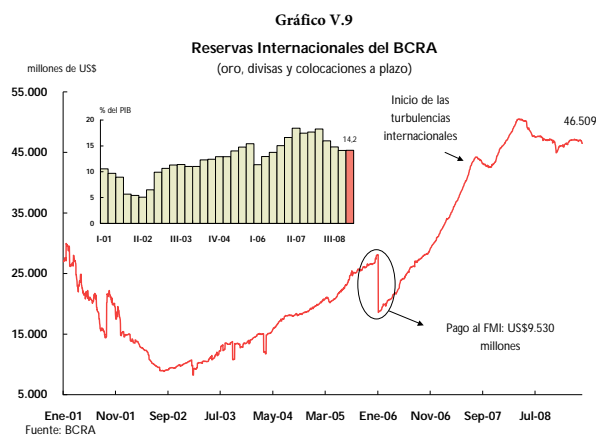
	2007	I-08	II-08	III-08	IV-08	2008	Var. 2008 / 2007
Cuenta capital y financiera	5.337	937	-2.090	-4.613	-3.425	-9.191	-14.528
Cta. capital y fin. (c/errores y omisiones)	5.996	1.890	-3.315	-3.501	-2.653	-7.579	-13.575
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	2,0	1,4	-2,8	-5,8	-4,2	-2,8	-4,8
Cuenta capital	117	44	13	77	1	135	18
Cuenta financiera	5.220	893	-2.103	-4.690	-3.426	-9.326	-14.546
Sector Bancario	1.567	249	535	1.085	351	2.220	653
Sector Público no Financiero	2.423	-508	850	-183	-412	-253	-2.676
Sector Privado No Financiero	1.230	1.152	-3.489	-5.591	-3.365	-11.293	-12.523
Errores y Omisiones Netos	659	953	-1.225	1.112	772	1.612	953
Variación de Reservas Internacionales	13.099	3.526	-2.621	-49	-847	9	-13.099

Fuente: INDEC

Desde mediados de 2007, cuando comenzaron las turbulencias financieras que derivaron en la actual crisis internacional, hasta fin de 2008, la salida acumulada en la Cuenta Capital y Financiera llega a US\$11.200 millones, con una formación acumulada de activos externos del sector privado de más de US\$28.000 millones (ver Cuadro V.4).

En este marco, debe tenerse en cuenta que los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED), aunque en bajos niveles, muestran un comportamiento más estable que en otros episodios de crisis, lo que ayuda a compensar parcialmente la salida derivada de la formación de activos externos privados.

La deuda externa total (pública y privada) alcanzó a fin de 2008 un nivel de US\$128.112 millones, con una reducción trimestral de US\$825 millones. Esta disminución del endeudamiento está originada principalmente en las ventas de títulos públicos por parte de no residentes en el mercado secundario. En términos interanuales, la deuda externa mostró un incremento de US\$3.537 millones, reflejo de un aumento de US\$9.400 millones en el endeudamiento privado que fue parcialmente compensado por una baja de US\$5.800 millones en la deuda externa pública. No obstante, en relación al Producto se observó a lo largo del año una fuerte reducción de la deuda externa total, que pasó de 47,8% a 38,9% del PIB, nivel que no se observaba desde mediados de 1996.

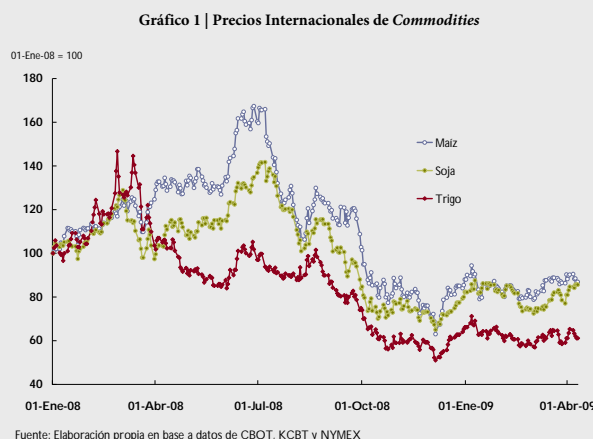


V.4 Reservas Internacionales

En un contexto internacional de fuertes presiones sobre los mercados emergentes, el stock de Reservas Internacionales se mantuvo en niveles históricamente elevados durante el primer trimestre del año. A fin de marzo, las Reservas totalizaban US\$46.509 millones, habiendo exhibido un incremento de US\$123 millones a lo largo de los primeros tres meses de 2009 (ver Gráfico V.9). En relación al Producto, las Reservas representan 14,2% del PIB, valor que supera ampliamente lo observado antes de la crisis de 2001-2002 y los máximos de la década pasada. Así, esta posición contribuye a garantizar la solidez externa de la economía.

Apartado 3 / Fundamentos para la estabilización de los mercados de commodities agrícolas

Luego de seis años consecutivos en alza, los precios de los *commodities* agrícolas experimentaron una abrupta caída durante la segunda mitad de 2008, asociada a la profundización de la crisis económica mundial (ver Gráfico 1). Sin embargo, sobre el final del año pasado y principios de 2009, cuando las bolsas y otros activos seguían cayendo, las cotizaciones lograron cierta estabilización, manteniéndose por encima de los niveles promedio de la última década. En este sentido, desde fines de 2008 una serie de factores de corto, mediano y largo plazo brindaron soporte a los precios, aunque por el momento el potencial de recuperación se encuentra limitado por la evolución de la crisis internacional.



Entre los factores de largo plazo, se destaca la expansión de la demanda de alimentos en los países emergentes. En los últimos años se observó un marcado incremento del consumo de alimentos ricos en proteínas, como carnes y lácteos, en países que experimentaron un acelerado crecimiento de su ingreso y su población, tal como China e India. Esta mejora de los niveles nutricionales se tradujo en un aumento de la demanda de granos para alimentación animal. De acuerdo a datos de la *Food and Agriculture Organization* (FAO), el consumo per capita de carne en China pasó de 20 kg. anuales en 1985 a más de 50 kg. anuales en la actualidad, a la vez que el consumo de lácteos ha crecido 70% sólo entre 2002 y 2006. Teniendo en cuenta que se requieren aproximadamente 3 kg. de grano para la producción de 1 kg. de carne porcina y 8 kg. de grano por cada kg. de carne vacuna, este cambio en los hábitos alimentarios ha repercutido significativamente en la demanda de cereales y oleaginosas a lo largo del último ciclo alcista.

En este contexto, la desaceleración económica mundial ha deprimido el uso de granos para forraje en los últimos meses, a medida que la incertidumbre y el debilita-

miento de los ingresos lleva a la población de bajos recursos a sustituir el consumo de alimentos caros, como la carne, por otros más accesibles, como el arroz. Sin embargo, esto no significa que el fuerte cambio estructural en la dieta de los países emergentes llevado a cabo durante la última década pueda revertirse completamente, ya que la modificación de los hábitos alimenticios responde en mayor medida a tendencias de largo plazo.

Otro de los fundamentos que jugó un papel importante en el ciclo alcista de los *commodities* agrícolas durante los últimos años y que pareció perder impulso a partir de la profundización de la crisis fue el sostenido desarrollo de la industria de biocombustibles. La retracción de la demanda de combustibles líquidos verificada desde mediados de 2008 debilitó las perspectivas del sector. A su vez, la caída del precio del petróleo, que arrastró consigo el valor del biodiesel y del etanol, resultó más pronunciada que la registrada en las cotizaciones de los granos que se utilizan como insumo, lo que dañó la rentabilidad de los fabricantes, sobre todo de los que habían pactado compras anticipadas de insumos cuando los precios se situaban en máximos históricos.

Cuadro 1 | Metas de Utilización de Biocombustibles

País	Objetivos
Alemania	6,75% para 2010, 8% para 2015 y 10% para 2020
Brasil	20-25% de etanol, 5% de biodiesel para 2010
Canadá	5% de biocombustible en la gasolina para 2010
China	15% de las necesidades energéticas del transporte para 2020
EE.UU.	aumentar un 300% (de 9 mil mill de galones a 36 mil mill) para 2020
Francia	7% para 2010, 10% para 2020
India	5-10% etanol y del 20% para el biodiesel (es una propuesta)
Italia	5,75% para 2010, 10% para 2020
Japón	500.000 kilolitros equivalentes de petróleo para 2010
Reino Unido	5% de biocombustible para 2010, 10% para 2020
Unión Europea	10% para 2020

Fuente: FAO

No obstante este empeoramiento de la situación del sector, la mayoría de los gobiernos de las naciones industrializadas, y también de algunos países en desarrollo, han profundizado su compromiso con la difusión de las energías renovables, prestando singular atención al sector de biocombustibles. De esta manera, en los últimos meses se han reforzado y ampliado las medidas gubernamentales destinadas a promover la producción y el uso de bioenergía, motivadas en cada caso por factores de diversa índole, como la diversificación de las fuentes energéticas, la reducción de la dependencia del petróleo, la disminución de las emisiones de gases contaminantes y la promoción del desarrollo de zonas rurales (ver Cuadro 1). En base a las políticas implementadas, se espera que la demanda de granos para elaboración de biocom-

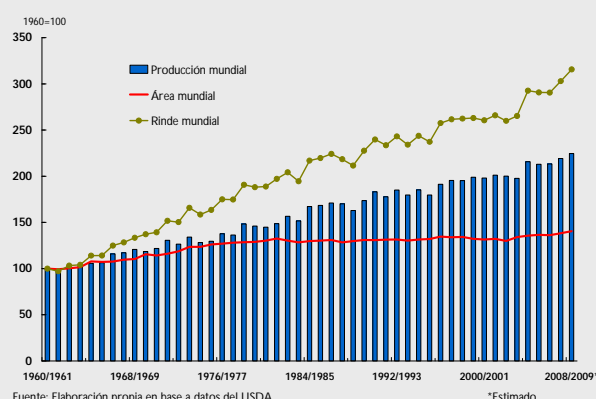
bustibles se mantenga en expansión y siga siendo un importante determinante de la evolución de los precios agrícolas.

Por otro lado, más allá del impacto negativo sobre los precios que tuvo inicialmente la fuerte contracción crediticia derivada de la crisis, este fenómeno podría terminar dando impulso a los precios, en la medida que obstaculiza y encarece la financiación de la próxima campaña agrícola, lo que se traduciría en un menor dinamismo de la oferta de granos. En una primera etapa, la desaparición del crédito resultó un factor determinante del derrumbe de los precios en el segundo semestre de 2008, principalmente a través de la disrupción que generó en el comercio internacional de mercancías por la dificultad para obtener cartas de crédito y otros instrumentos de financiación para las operaciones de comercio exterior (ver Apartado 3 del **Informe de Inflación** anterior).

Sin embargo, a medida que se aproxima la próxima campaña y los agricultores definen su estrategia productiva, se hace más evidente el impacto que puede tener la escasez de crédito sobre la producción. En particular, una inadecuada oferta de financiamiento a tasas razonables limitaría la inversión del sector rural, provocando una menor aplicación de tecnología (semillas genéticamente modificadas, fertilizantes y agroquímicos) y una disminución de la superficie cultivada para la próxima temporada, con el consecuente impacto en la producción global de granos. Esto implicaría un desvío de la tendencia observada en los últimos años de sostenida expansión de los rindes y del área cultivada (ver Gráfico 2).

estabilizar las cotizaciones luego de la brusca caída observada en la segunda mitad de 2008. También contribuyeron en este sentido algunos inconvenientes climáticos en importantes regiones productoras, como la sequía que afectó principalmente los cultivos de soja y maíz en Sudamérica y la falta de humedad en zonas trigueras de EE.UU., a lo que más recientemente se agregó la estabilización de otros mercados de activos. La presencia de estos factores induce a esperar que se retome la trayectoria ascendente de los precios, aunque por el momento las débiles perspectivas económicas a nivel global impedirían una recuperación acelerada en el corto plazo.

Gráfico 2 | Producción Mundial de Granos



Asimismo, el estancamiento de la inversión productiva se da en un contexto de inventarios en niveles relativamente bajos, lo que deja a los mercados más expuestos a eventuales *shocks* climáticos. En particular, la relación *stock/consumo* se encuentra 30% por debajo del promedio de los últimos 20 años para el maíz y 20% por debajo en el caso del trigo.

En síntesis, los mercados de materias primas agrícolas presentan algunos fundamentos sólidos que permitieron

VI. Finanzas Públicas

VI.1 Síntesis

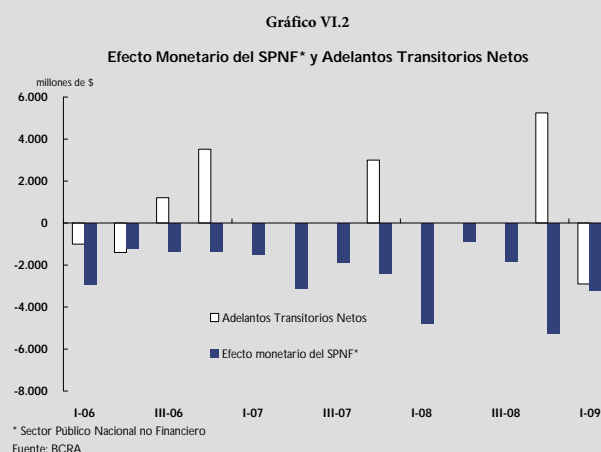
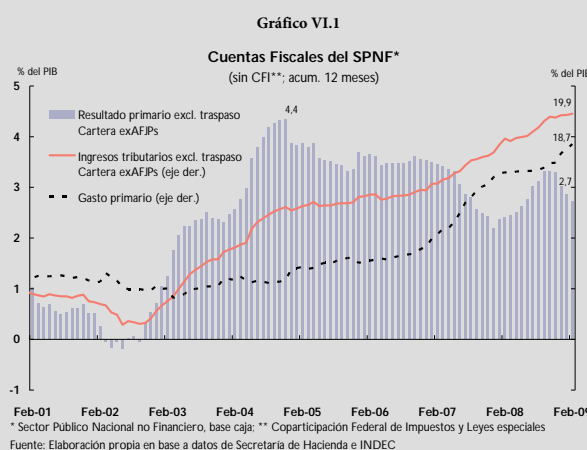
Las finanzas públicas nacionales continuaron exhibiendo resultados primarios superavitarios, aunque algo menores, recogiendo el impacto de la profundización de la crisis internacional y su incidencia sobre la economía local. Así, durante el primer trimestre de 2009, los principales tributos mostraron una intensificación de la desaceleración que había comenzado en el último trimestre de 2008. En tanto, y al igual que en la mayor parte del mundo, el gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) siguió creciendo influido por las medidas adoptadas para atenuar los efectos del escenario externo adverso.

La Recaudación tributaria nacional creció 16% interanual (i.a.) entre enero y marzo, exhibiendo una desaceleración respecto de los trimestres anteriores, impulsada principalmente por los recursos de la Seguridad Social. En sentido opuesto incidieron los Derechos de exportación, los cuales respondieron a la evolución de los volúmenes y precios del comercio exterior. Por su parte, las erogaciones primarias se habrían elevado a tasas cercanas al 30% i.a., por debajo del ritmo de ejecución de 2008, influidas principalmente por el Gasto previsional, las Remuneraciones y el Gasto de capital. En tanto, las Transferencias al sector privado continuaron perdiendo participación sobre el total de los gastos.

Para el resto de 2009 se proyecta que la presión tributaria se eleve ligeramente. Entre los tributos más afectados por el negativo contexto externo y el consecuente menor dinamismo de la actividad económica, se destacarían los Derechos de exportación. Sin embargo, esos efectos serían compensados por mayores ingresos de la Seguridad Social, asociados a la creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA). De esa manera, el superávit primario continuaría siendo significativo durante 2009, aunque resultará desafiante alcanzar el 3,27% del PIB previsto en el Presupuesto 2009, formulado antes del recrudecimiento de la crisis internacional, a fines del pasado año.

En el primer trimestre del año el Tesoro Nacional (TN) canceló en términos netos deuda intra sector Público y Adelantos Transitorios del BCRA al TN. También se efectivizó un canje de Préstamos Garantizados Nacionales por aproximadamente \$15.600 millones en el tramo local y \$3.400 millones en el internacional, contemplando más de 80% de las especies con vencimiento entre 2009 y 2011. A tal fin, se emitieron bonos y pagarés de tipo bullet en pesos a 5 años (vencimiento en 2014). El resultado de la operación significó una importante reducción de los servicios de deuda del corriente año, de casi \$6.500 millones, representando más de 10% de las necesidades de financiamiento para 2009.

Los principales vencimientos remanentes del sector público se concentran fundamentalmente en el tercer y cuarto trimestre, en su mayor parte por los servicios del BODEN 2012 y del cupón ligado al PIB. La cobertura de esas necesidades está asegurada, a partir de fuentes financieras domésticas y diversas estrategias de manejo de pasivos.



VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

Ingresos

El desempeño de la Recaudación tributaria nacional recoge los cambios en el contexto local derivado de la profundización de la crisis internacional. En efecto, los recursos tributarios siguieron desacelerándose al crecer durante el primer trimestre del año 16% interanual (i.a.), luego del 25% i.a. que se había registrado en el último trimestre de 2008 (ver Cuadro VI.1). De todas formas, en el acumulado de los últimos 12 meses los recursos tributarios representaron aproximadamente 26,2% del PIB, alcanzando un nuevo récord histórico.

Los ingresos de la Seguridad social, que contemplan los aportes personales destinados al Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), mostraron un comportamiento diferenciado, siendo el componente más dinámico y explicando tres cuartas partes de la suba interanual de la recaudación total. Si se descuentan los ingresos asociados a la creación del SIPA, la recaudación total habría crecido 10% i.a.. En tanto, los Derechos de exportación fueron los más afectados por la evolución del contexto macroeconómico. El desempeño real de los recursos tributarios también evidenció un menor dinamismo en su tasa de crecimiento (ver Gráficos VI.3 y VI.4).

Para el resto de 2009 se proyecta que la presión tributaria se eleve ligeramente, en un contexto de desaceleración del nivel de actividad económica y de los precios. En efecto, los mayores ingresos de la Seguridad Social serían parcialmente compensados por la evolución que exhibirían los tributos más afectados, como los Derechos de exportación.

El desempeño de los ingresos de la Seguridad social continuó destacándose frente al del resto de los recursos tributarios, al crecer 64% i.a. en los primeros tres meses del año, influenciados principalmente por los ingresos originados en la creación del SIPA y por las subas de la remuneración imponible. De esta forma, en 2009 los ingresos de la Seguridad social superarían 6% del PIB, más de 1 punto porcentual (p.p.) por encima del nivel de 2008 (ver Gráfico VI.5).

Los Derechos sobre el comercio exterior reflejaron el impacto de la crisis internacional sobre los volúmenes y precios de los principales bienes comercializados. En el primer trimestre del año, los Derechos de exportación se redujeron 13% i.a. luego de crecer 76% i.a. durante 2008, destacándose el impacto negativo de los tributos originados en las ventas externas de combustibles minerales y

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

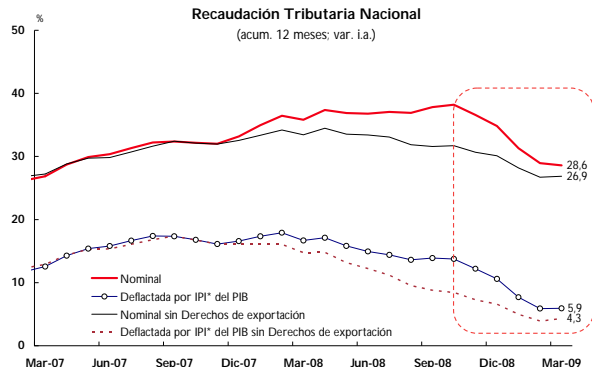
Impuesto	Acum. a Marzo		Diferencia		Contrib. Acum. %
	2008 (A)	2009 (B)	Absoluta (B)-(A)	% (B)/(A)-1	
Ganancias	10.793	11.079	286	2,7	3,0
IVA Total (1)=(2)+(3)	19.675	20.929	1.254	6,4	
IVA DGI (2)	11.871	14.785	2.914	24,5	
IVA DGA (3)	7.804	6.144	-1.660	-21,3	
Devoluciones de IVA (4)	1.275	785	-490	-38,4	
IVA (5)=(1)-(4)	18.400	20.144	1.744	9,5	18,1
Ganancia mínima presunta	297	391	94	31,6	1,0
Bienes personales	259	390	130	50,4	1,4
Derechos de importación	2.029	1.656	-372	-18,4	-3,9
Derechos de exportación	7.940	6.891	-1.050	-13,2	-10,9
Combustibles	2.257	2.377	120	5,3	1,2
Internos	1.355	1.615	259	19,1	2,7
Seguridad social*	11.350	18.598	7.248	63,9	75,3
Créditos y débitos en ctas. bancarias	4.359	4.645	286	6,6	3,0
Otros	-17	865	882	-5.179,0	9,2
TOTAL*	59.023	68.651	9.629	16,3	

*A partir de diciembre de 2008 comenzaron a registrarse los nuevos aportes al SIPA

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

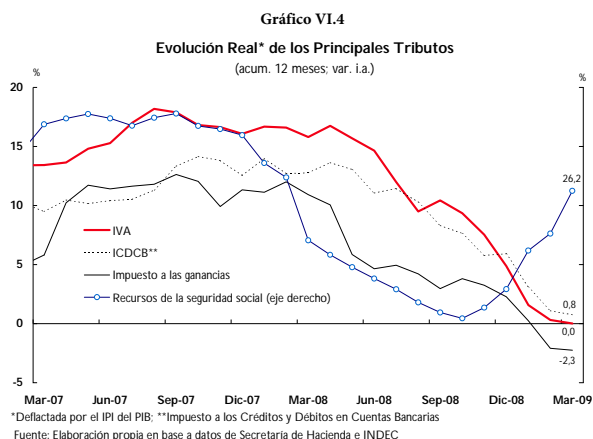
Gráfico VI.3

Recaudación Tributaria Nacional
(acum. 12 meses; var. i.a.)



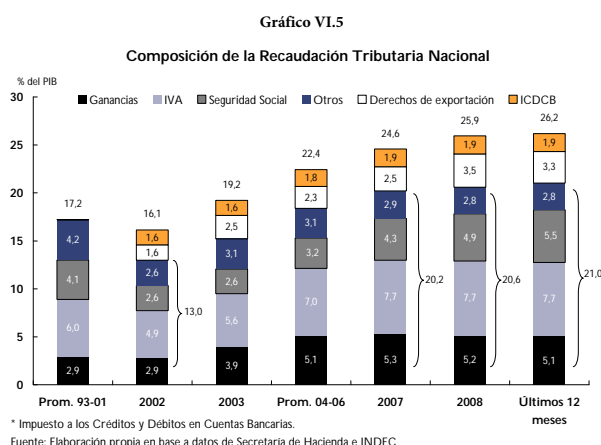
* Índice de Precios Implícitos

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



cereales. Así, en los últimos 12 meses los gravámenes sobre las exportaciones representaron aproximadamente 3,3% del PIB (+0,4 p.p. interanuales), pudiendo disminuir esta participación en alrededor de 0,3 p.p. hacia fines de año (ver Sección V y Gráfico VI.6).

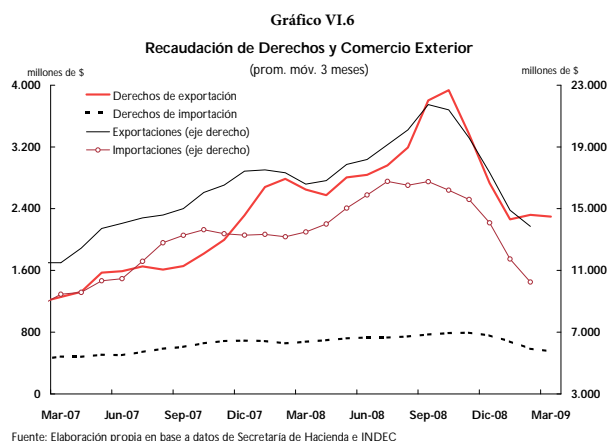
En línea con el desempeño de los niveles de actividad y precios, los ingresos del Impuesto al Valor Agregado (IVA) mostraron una desaceleración al subir 9% i.a. en el primer trimestre de 2009 tras crecer 28% i.a. en 2008 y 14% i.a. en el último trimestre del año pasado (ver Gráfico VI.7). Si bien en un contexto de contracción del comercio exterior resulta previsible una reducción gradual de las devoluciones del tributo, éstas decrecieron 38% i.a. en el trimestre. Sin el efecto de las devoluciones, la recaudación nominal del IVA habría mejorado sólo 6% i.a.. Por otra parte, la evolución de la porción del tributo ligada al mercado doméstico se diferenció notablemente de la vinculada al comercio exterior. En efecto, el IVA Dirección General Impositiva (IVA DGI) moderó su dinamismo respecto del año anterior, aunque siguió creciendo a tasas elevadas (25% i.a.). En tanto, el IVA Dirección General de Aduanas (IVA DGA) registró una contracción interanual de 21% i.a., de acuerdo con la evolución que habrían exhibido las importaciones en el período. De esta forma, la recaudación del IVA en los últimos 12 meses significó cerca de 7,7% del PIB, proyectándose que se reduzca en torno a 0,3 p.p. esa proporción al finalizar el año.



Los recursos del Impuesto a las ganancias subieron sólo 3% i.a. influenciados por la eliminación de la escala para la disminución creciente de las deducciones computables para la determinación del tributo, la modificación de los aportes al sistema de Seguridad social para personas físicas en relación de dependencia⁶, y el desempeño de la economía doméstica. Así, en los últimos doce meses los ingresos del tributo habrían alcanzado alrededor de 5,1% del PIB (-0,2 p.p. interanuales). Se estima que en lo que queda del año el tributo perdería alrededor de 0,2 p.p. de participación en el Producto.

El mayor volumen de transacciones bancarias gravadas determinó que los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) crecieran 7% i.a. en términos nominales entre enero y marzo. Para los siguientes trimestres de 2009, la recaudación del tributo podría reducirse levemente en términos del Producto

⁶ Durante 2008 se implementó una serie de medidas que permiten computar mayores deducciones por aportes en el impuesto. Al respecto, se destaca el incremento del porcentaje a aplicar sobre la base previsional para los trabajadores en relación de dependencia afiliados al anterior régimen de capitalización (con efectos desde febrero de 2008), el aumento de la base imponible previsional máxima para el cálculo de los aportes previsionales (efectiva a partir de agosto de 2008) y el incremento de la base imponible máxima para el cálculo de los aportes al Sistema Nacional del Seguro de Salud y al Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSSJP, ex PAMI) con efecto a partir de diciembre de 2008.



respecto al ratio alcanzado durante 2008 (hasta aproximadamente 1,7%).

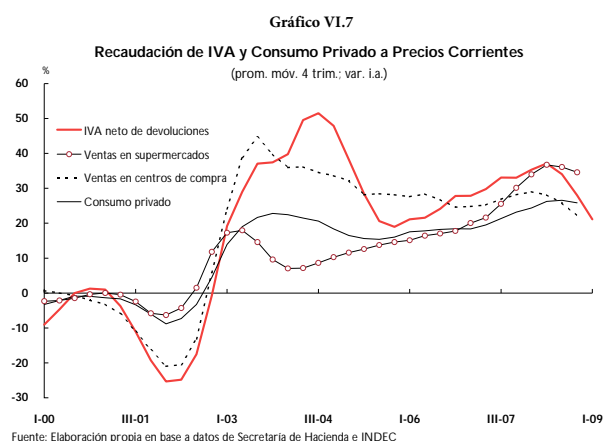
Los ingresos tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), sin considerar los recursos de la Seguridad social, habrían registrado reducciones nominales en torno a 1% en los primeros tres meses del año, debido principalmente a la incidencia plena de la caída de los Derechos de exportación.

Gasto y Resultado

Durante el primer trimestre de 2009 el gasto primario habría continuado creciendo en torno a 30% i.a., moderándose el ritmo de expansión respecto de lo ocurrido en todo 2008. Las subas aplicadas a las Prestaciones previsionales, a las Remuneraciones y la evolución del Gasto de capital explicarían en conjunto cerca de tres cuartas partes del crecimiento nominal de las erogaciones primarias (ver Gráfico VI.8). En tanto, de acuerdo a lo previsto, los subsidios al sector privado comenzaron a perder participación en el total del gasto. De todas formas, en el acumulado de los últimos 12 meses el gasto primario representó aproximadamente 24,9% del PIB, alcanzando un nuevo máximo histórico (ver Gráfico VI.9).

El gasto en Prestaciones previsionales se habría elevado alrededor de 27% i.a. en los primeros tres meses de 2009, impulsado principalmente por las subas de los haberes otorgadas en marzo y julio de 2008⁷ y la aplicación a partir de marzo de 2009 de la movilidad de las prestaciones, que implicó una suba de los montos de los beneficios de 11,69%⁸. Si bien en los últimos 12 meses el gasto previsional representó cerca de 6,3% del PIB, durante el resto de 2009 se verificaría una suba interanual superior a 0,3 p.p. del Producto.

Las Remuneraciones del sector público habrían subido cerca de 46% i.a. en el primer trimestre del año, por encima de lo verificado en todo 2008 (33% i.a.), impulsadas principalmente por la plena incidencia de los aumentos salariales otorgados durante junio y agosto de 2008 (10% y 9,5%, respectivamente), así como por la aplicación de nuevos convenios sectoriales. Además, impactó el alza del empleo público⁹ durante el período, que contempla la absorción estatal de parte del personal de las ex Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP).

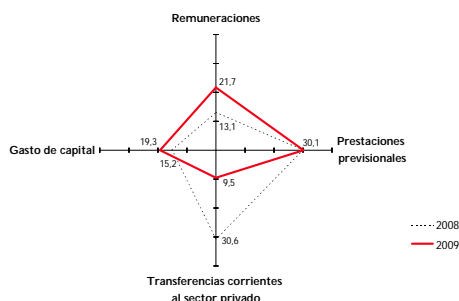


⁷ Se dispusieron subas de 7,5% en marzo y en julio de 2008 (Decreto N° 279/2008).

⁸ Ley N° 26.417.

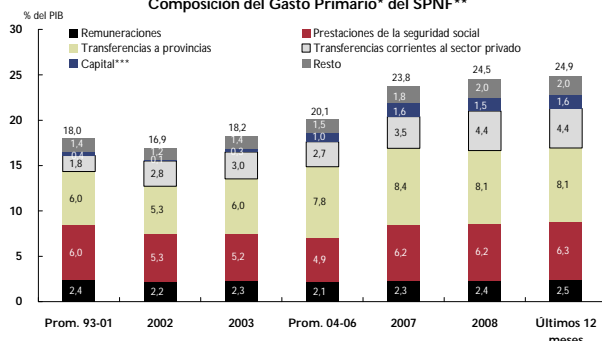
⁹ Según el INDEC los puestos de trabajo del Sector Público Nacional crecieron alrededor de 7% i.a. durante 2008.

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



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

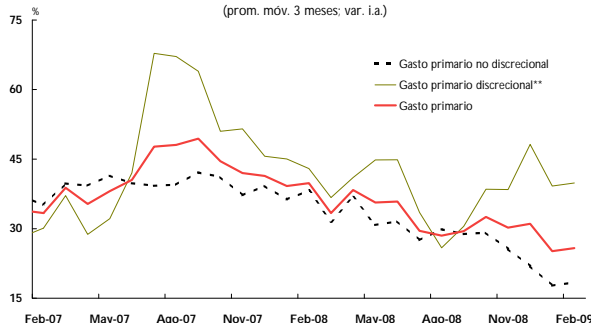
Gráfico VI.9
Composición del Gasto Primario* del SPNF**



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

Gráfico VI.10

Gasto Primario del SPNF*
(prom. móv. 3 meses; var. i.a.)



* Sector Público Nacional no Financiero; ** Excluye Transferencias automáticas a provincias y a universidades, Remuneraciones y Prestaciones de la seguridad social
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

El Gasto de capital habría mostrado un aumento cercano a 45% i.a., con un dinamismo significativo de la Inversión real directa, asociada a la construcción de obras viales y centrales de generación de energía eléctrica e infraestructura sanitaria, y de las Transferencias de capital, vinculadas a planes de viviendas y obras viales provinciales. Para lo que resta del año, la evolución del Gasto de capital dependerá del cronograma de ejecución del Plan de Infraestructura anunciado por el Gobierno a fines de 2008.

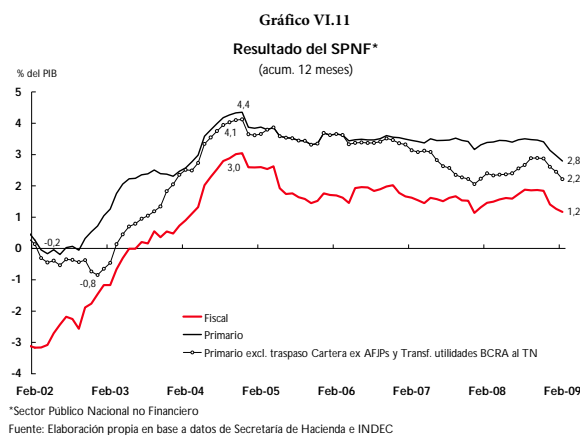
Las Transferencias corrientes al sector privado, asociadas principalmente a subsidios al transporte público de pasajeros, a la generación de energía eléctrica y al consumo interno de agroalimentos, a las asignaciones familiares y los planes de empleo, se habrían incrementado a una tasa cercana a 12% i.a.. La moderación en su ritmo de crecimiento se habría registrado en un marco de desaceleración económica y luego de la reducción de los costos de los combustibles empleados en la generación de energía eléctrica y las actualizaciones en las tarifas de los principales servicios públicos que aplicó el Gobierno Nacional. Así, los giros corrientes al sector privado en los últimos 12 meses habrían representado alrededor de 4,4% del Producto, previéndose que hasta fines de 2009 reduzcan más de 0,3 p.p. su participación en el PIB.

El gasto discrecional¹⁰ habría aumentado cerca de 26% i.a. en el trimestre, por debajo de lo registrado en 2008 (41% i.a.). La desaceleración se explicó básicamente por la evolución mencionada de las Transferencias corrientes al sector privado (ver Gráfico VI.10). En sentido opuesto habría incidido el crecimiento del Gasto de capital, así como los giros no automáticos a las provincias (cerca de 63% i.a. vs. 12% i.a. durante 2008), que mostraron cierto impulso en el marco de la desaceleración del ritmo de crecimiento de la recaudación tributaria provincial y de los recursos coparticipados a los distritos subnacionales.

En este contexto de deterioro de los ingresos provinciales, las Transferencias discrecionales de capital a los gobiernos provinciales habrían crecido 44% i.a. entre enero y marzo de 2009, al tiempo que las corrientes habrían subido cerca de 96% i.a., mientras que en 2008 aumentaron 12% i.a. y 13% i.a., respectivamente. Asimismo, durante marzo el Gobierno anunció la creación del Fondo Federal Solidario¹¹, que distribuirá entre las provincias, con el criterio de la Coparticipación Federal de Impuestos (CFI), el 30% de los ingresos por Derechos de exportación de la soja y sus derivados, pudiendo destinarse esos recursos únicamente para impulsar la inversión pública subnacional.

¹⁰ Excluye Transferencias automáticas a provincias, Prestaciones previsionales, Transferencias corrientes a universidades y Remuneraciones.

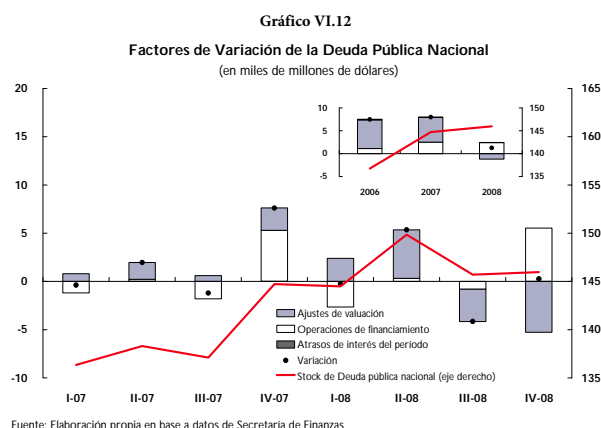
¹¹ Decreto N° 206/2009.



En el marco de la crisis internacional, el resultado primario del SPNF sería afectado por el efecto combinado de un menor crecimiento de los ingresos y los mayores gastos orientados a impulsar el nivel de actividad económica local. No obstante, el resultado primario del SPNF continuaría ubicándose en terreno positivo durante 2009 (ver Gráfico VI.11).

A diciembre de 2008 la Deuda Pública Nacional (DPN) totalizó US\$145.975 millones, representando 48,5% del PIB. Durante el cuarto trimestre de 2008 la DPN prácticamente no varió, dado que los ajustes por valuación casi compensaron la suba por operaciones de financiamiento netas (ver Gráfico VI.12).

En el último trimestre del año pasado se efectuó la recompra de deuda con exceso de crecimiento. En tanto, en el primer trimestre del año, el TN canceló en términos netos deuda intra sector Público y Adelantos Transitorios del BCRA. También se efectivizó un canje de Préstamos Garantizados Nacionales por aproximadamente \$15.600 millones en el tramo local y \$3.400 millones en el internacional, con una adhesión mayor al 90% y contemplando más de 80% de las especies con vencimiento entre 2009 y 2011. A tal fin, se emitieron bonos y pagarés de tipo bullet en pesos a 5 años (vencimiento en 2014). El resultado de la operación significó una reducción de los servicios de deuda del año por casi \$6.500 millones, representando más de 10% de las necesidades de financiamiento para 2009.



Los principales vencimientos remanentes del sector público se concentran fundamentalmente en el tercer y cuarto trimestre, originados en su mayor parte por los servicios del BODEN 2012 y del cupón ligado al PIB. Las fuentes financieras domésticas y diversas estrategias de manejo de pasivos permiten la cobertura de los compromisos del año.

VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

VII.1 Síntesis

El Banco Central continuó tomando medidas tendientes a contrarrestar los efectos adversos que la mayor incertidumbre en la coyuntura internacional impone sobre el crédito y la actividad económica. Con ese objetivo, se mantuvo el control sobre la inyección neta de fondos realizada a través de operaciones de mercado, a efectos de evitar tasas de interés en niveles inadecuados. También se continuó con la estrategia de flotación administrada del tipo de cambio, evitando fluctuaciones excesivas, que pudiesen generar incertidumbre y afectar tanto las decisiones de consumo e inversión como el poder de compra de los asalariados. Además, el BCRA y el Banco Popular de China celebraron un acuerdo de swap de monedas por una suma equivalente a unos US\$10.000 millones. Se trata de un contrato contingente para que los dos bancos centrales dispongan de liquidez en la moneda del otro país, y que se utilizará sólo cuando resulte necesario y adecuado. La posibilidad de acceder a una significativa suma de yuanes equivale en la práctica a reforzar la posición financiera del país, factor que contribuye a fortalecer la confianza y la percepción de solidez que hoy goza la situación externa de Argentina.

En marzo de 2009 el saldo promedio de los medios de pago totales (M2) alcanzó \$167.400 millones, registrando en términos interanuales (i.a.) un crecimiento de 11,7%, dentro de los límites establecidos en el Programa Monetario (PM) 2009 para este trimestre. Asimismo, el promedio mensual del M2 privado se ubicó en \$140.200 millones (2,9% i.a.), dentro del rango previsto por las estimaciones contenidas en el PM 2009. En función del compromiso asumido de dar a conocer una estimación a 12 meses vista de los agregados M2 y M2 privado, con el fin de extender el horizonte de certidumbre respecto a las condiciones monetarias y financieras locales, el Banco Central informó que estima que la variación interanual del M2 se ubicará en marzo de 2010 en torno a 8,5% y la del M2 privado en torno a 9,3%. Si bien este último guarismo es levemente inferior al establecido en el Programa Monetario para fin de año, implica una recuperación importante respecto al ritmo de expansión registrado en marzo. En efecto, esas estimaciones son consistentes con una recuperación en el dinamismo del crédito, proceso que ha comenzado, aunque de manera gradual, en los dos últimos meses.

La holgada situación de liquidez bancaria que continuó prevaleciendo favoreció a la baja tanto de las tasas de interés pasivas como de las activas, cuyo descenso fue en general aún más pronunciado. La tasa BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) de bancos privados promedió en marzo 12,2%, con una caída de 6,8 puntos porcentuales (p.p.) respecto de diciembre, y la tasa de interés de bancos privados por colocaciones minoristas promedió 12,1%, 4,5 p.p. por debajo de diciembre. Por su parte, la tasa de interés de adelantos se ubicó en marzo en 20,6%, con un descenso trimestral de 7,1 p.p., mientras que la tasa de interés de documentos a sola firma alcanzó 19,2%, 6,7 p.p. por debajo de diciembre.

Los préstamos en pesos al sector privado mostraron un aumento trimestral de \$1.210 millones (1,1%), presentando un incremento de 16% i.a., lo que implicó cierta desaceleración en su ritmo de crecimiento. Con el objeto de evitar comportamientos excesivamente precautorios por parte de los bancos y fomentar el empleo de sus recursos excedentes en moneda extranjera para el financiamiento de la actividad exportadora, el BCRA habilitó un nuevo instrumento que les permitirá a los bancos licitar una prima que les dará derecho a ejercer una opción de acceso a pases en moneda extranjera, en condiciones preestablecidas, en el caso de que hayan incrementado sus financiaciones al comercio exterior y sufrido caída de sus depósitos en dólares. Además, para favorecer la recuperación de la dinámica del crédito, el BCRA dispuso la licitación de swaps de tasa de interés fija por variable. Esta herramienta permite crear una referencia para la estructura temporal de tasas de interés nominales a plazos superiores a los que actualmente se operan en el mercado.

Gráfico VII.1

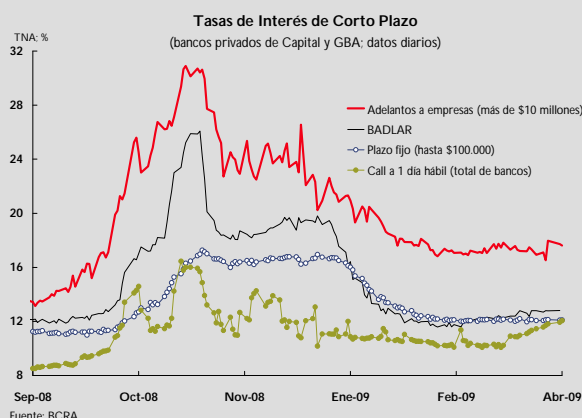
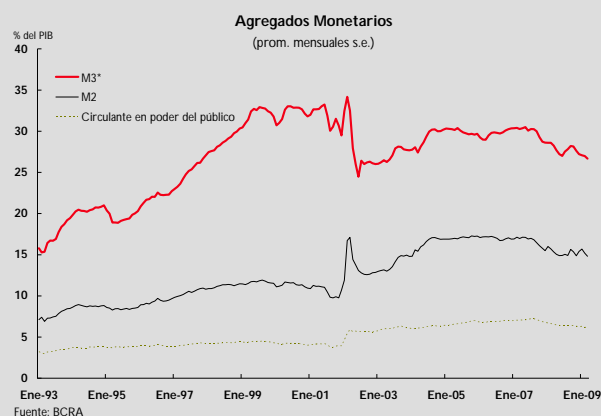


Gráfico VII.2



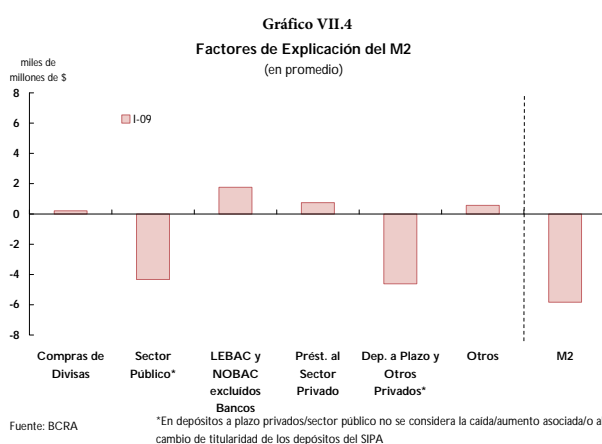
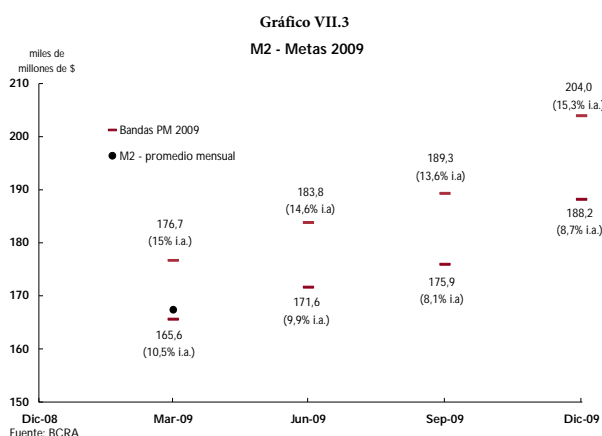
VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

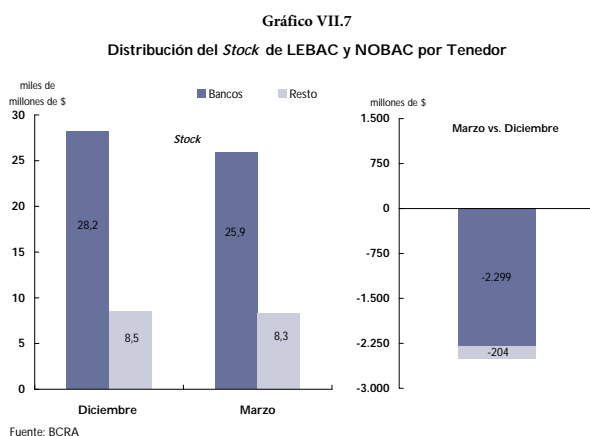
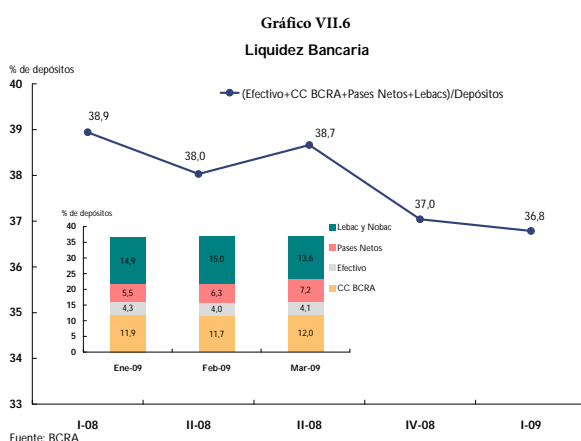
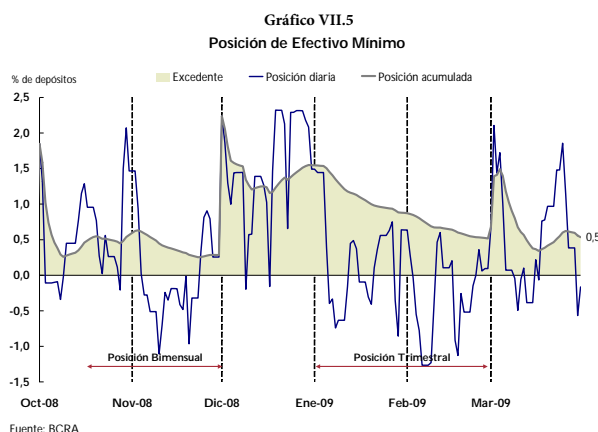
Durante el primer trimestre de 2009, el BCRA continuó utilizando plenamente los mecanismos de estabilización que desarrolló durante los últimos años y que llevaron a la normalización de los mercados financieros. En particular, en este trimestre, ante un aumento de la demanda de divisas, mantuvo una activa participación en el mercado cambiario con el fin de evitar movimientos bruscos que pudiesen afectar las expectativas. Paralelamente, continuó esterilizando el efecto monetario contractivo de las ventas de divisas mediante la inyección de liquidez, principalmente vía recompras de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC) en el mercado secundario y su renovación por montos menores a los vencimientos que se registran semanalmente. De este modo, las principales variables monetarias reflejaron un impacto acotado de la adversa coyuntura externa, sin generar mayores dificultades al BCRA para mantener el equilibrio en el mercado monetario.

En marzo de 2009 el saldo promedio de los medios de pago totales (M2) alcanzó \$167.400 millones, registrando en términos interanuales (i.a.) un crecimiento de 11,7%. De esta manera, el M2 total se ubicó dentro de los límites establecidos en el Programa Monetario (PM) 2009 para este trimestre (ver Gráfico VII.3). Análogamente, con un promedio mensual de \$140.200 millones, el M2 privado se ubicó dentro del rango previsto en las estimaciones contenidas en el PM 2009.

Durante el primer trimestre del año el M2 disminuyó 3,4%, reducción parcialmente explicada por una menor demanda estacional en los medios de pago. No obstante los factores relacionados con el calendario, durante el primer trimestre de 2009 una serie de razones adicionales contribuyeron a explicar la caída. Entre éstas debe destacarse el buen desempeño que tuvieron los depósitos a plazo del sector privado. Adicionalmente, se suma el efecto contractivo de las operaciones del sector público, ya que el Tesoro Nacional (TN) empleó depósitos en pesos para adquirir divisas con el fin de afrontar futuros vencimientos de deuda en moneda extranjera. A su vez, la profundidad de la crisis internacional se tradujo en conductas prudentes de los agentes económicos, lo que se reflejó en un acotado crecimiento de los préstamos al sector privado y en una menor demanda de dinero (ver Gráfico VII.4).

El Banco Central continuó tomando medidas tendientes a mitigar la incertidumbre. En este sentido, el BCRA y el Banco Popular de China (BPC) han celebrado un acuerdo para realizar un *swap* de monedas por un monto equivalente a unos US\$10.000 millones (ver Apartado 4). La posibilidad de acceder a una significativa suma de





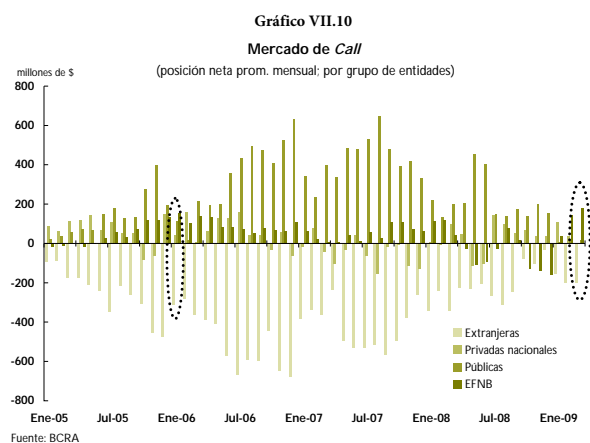
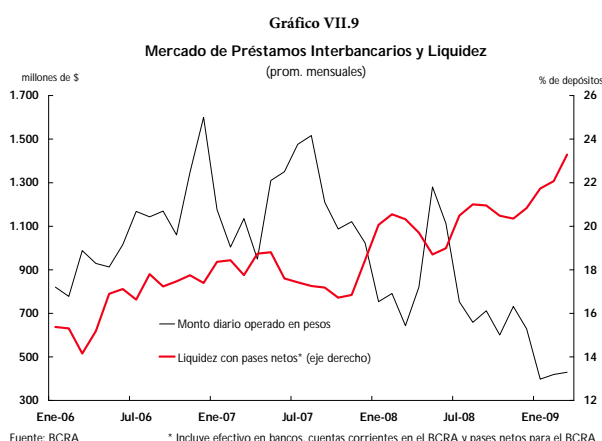
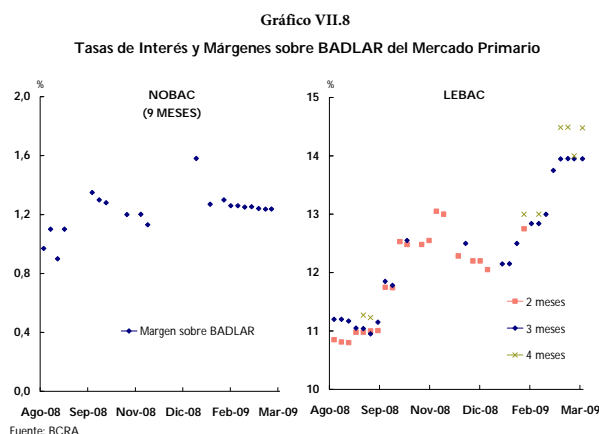
yuanes equivale en la práctica a poder fortalecer la posición financiera del país, que a su vez refuerza la confianza y la percepción de solidez que hoy goza la situación externa de Argentina. Otra medida, tendiente a fomentar la estabilidad financiera y la dinámica del crédito, fue disponer la licitación de *swaps* de tasa de interés fija por variable. Esta herramienta permite crear una referencia para la estructura temporal de tasas de interés nominales a plazos superiores a los que actualmente se operan en el mercado.

Adicionalmente, con el objeto de evitar comportamientos excesivamente precautorios por parte de los bancos y fomentar el empleo de sus recursos excedentes en moneda extranjera para el financiamiento de la actividad exportadora, el BCRA habilitó, a partir de marzo, un nuevo instrumento. Éste les permitirá a los bancos licitar una prima que les dará derecho a ejercer una opción de acceso a pases en moneda extranjera, en condiciones preestablecidas, en el caso de que hayan incrementado sus financiaciones al comercio exterior y sufrido una caída de sus depósitos en dólares.

La posición de Efectivo Mínimo (EM) en moneda extranjera presentó un excedente del 42% de los depósitos en dólares para los dos primeros meses del año, y 40% para marzo. Tal baja estuvo asociada principalmente al incremento de los préstamos en dólares, a la constitución de pases en moneda extranjera con el BCRA y a la cancelación de líneas del exterior por parte de las entidades financieras. Por su parte, la posición trimestral de EM en pesos (diciembre 2008 – febrero 2009) finalizó con un excedente de 0,5% del total de los depósitos en pesos, igual que la de marzo (ver Gráfico VII.5).

El ratio de liquidez (definido como la suma del efectivo en bancos, las cuentas corrientes de los bancos en el BCRA y la tenencia de pases netos concertados con el BCRA como porcentaje del total de los depósitos en pesos) se incrementó 1,8 puntos porcentuales (p.p.) hasta ubicarse en 22,3%. En tanto, a lo largo del trimestre se produjo una sustitución de tenencias de LEBAC y NOBAC por pases con el BCRA. En este sentido, considerando las tenencias de LEBAC y NOBAC, el ratio de liquidez más amplio se mantuvo en niveles similares al trimestre anterior, siendo de 36,8% del total de los depósitos en pesos (ver Gráfico VII.6).

Por último, en función del compromiso asumido de dar a conocer una estimación a 12 meses vista de los agregados M2 y M2 privado, con el fin de extender el horizonte de certidumbre respecto a las condiciones monetarias y financieras locales, el Banco Central informó que estima que la variación interanual del M2 se ubicará en marzo



de 2010 en torno a 8,5% y la del M2 privado en torno a 9,3%.

Tasas de Interés

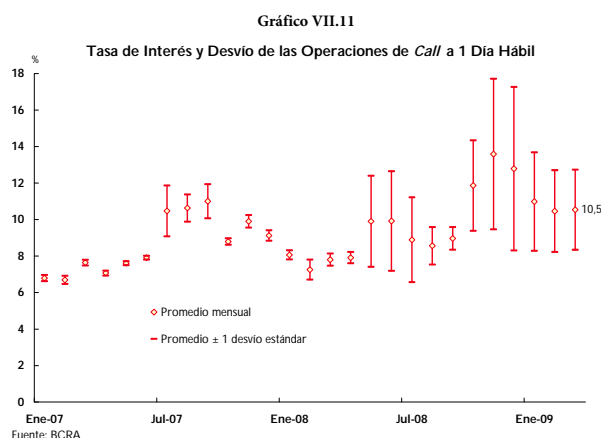
Las tasas de interés de las operaciones de pase del Banco Central a tasa fija se mantuvieron en los mismos niveles que en diciembre, tanto para las operaciones activas como para las pasivas. De este modo, las tasas de interés de pases pasivos permanecieron en 10,5% y 11% para 1 y 7 días, respectivamente, mientras que las tasas de interés de pases activos de 1 y 7 días se ubicaron en 12,5% y 13%, respectivamente. No obstante, en un contexto de fuertes caídas de las tasas de interés del mercado, el BCRA incrementó, en dos oportunidades, el *spread* sobre sus operaciones de pase activo en pesos a tasa variable, llevándolo desde 0 p.p. a 2 p.p. sobre BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate).

El BCRA continuó colocando LEBAC y NOBAC en el mercado primario, aunque por montos inferiores a los vencimientos. El *stock* total de títulos que emite el BCRA se redujo 8,4% respecto del último período de 2008 y se ubicó a fines de marzo en un Valor Nominal (VN) de \$34.200 millones. Por tipo de tenedor, los mayores participantes continúan siendo los bancos (75,7% del total de títulos) que, sin embargo, disminuyeron 8,2% sus tenencias con respecto a los valores registrados en diciembre de 2008 (ver Gráfico VII.7).

En lo que respecta al mercado primario de las NOBAC, los montos adjudicados corresponden principalmente a instrumentos a 9 meses de plazo, mientras que los márgenes pagados sobre la tasa BADLAR fueron disminuyendo levemente a lo largo del trimestre. En el caso de las LEBAC, se destacaron las colocaciones a tres y cuatro meses, aumentando sus tasas de interés de corte durante todo el período (ver Gráfico VII.8). Asimismo, durante el trimestre, el BCRA continuó realizando operaciones en el mercado secundario.

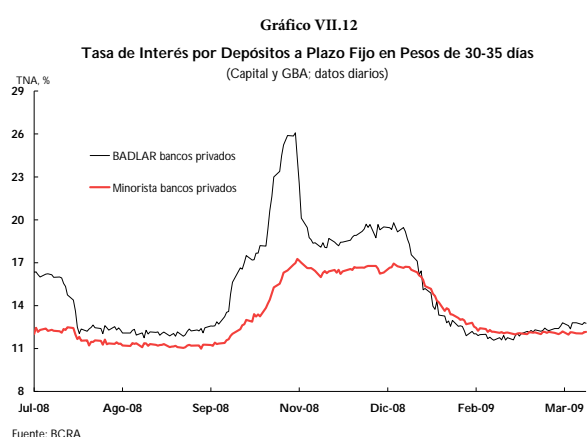
La tasa de interés del mercado interbancario tuvo una tendencia decreciente a lo largo de todo el trimestre. En efecto, la tasa de interés promedio del mercado interbancario se redujo en el trimestre en 3,3 p.p. finalizando marzo en 10,7%. El volumen operado en el mercado interbancario continuó en niveles acotados, habiendo promediado en el trimestre los \$416 millones diarios. Incluso, en enero el monto operado promedio diario alcanzó el mínimo de los últimos cuatro años. Parte de este menor monto operado puede atribuirse a un efecto estacional relacionado con la menor demanda de crédito del período estival junto con la holgada liquidez del sistema financiero (ver Gráfico VII.9). Otro hecho poco

habitual es que las entidades financieras no bancarias (EFNB) fueron durante febrero y marzo las principales oferentes del mercado, cosa que no ocurría desde enero de 2006 (ver Gráfico VII.10).



En lo que respecta a las operaciones pactadas a 1 día hábil, la tasa de interés se redujo en 2,2 p.p. a lo largo del trimestre para finalizar en 10,5%. En este segmento del mercado también se observó una reducción en la dispersión que, aunque pasó de 4,5% a 2,2%, continúa en valores elevados en relación a un año atrás (ver Gráfico VII.11). Esto es atribuible, en un contexto de poco volumen negociado, a la mayor participación de las EFNB en el mercado.

Durante el trimestre, las tasas de interés pasivas de los bancos mostraron una significativa caída, tanto en el tramo mayorista como minorista de corto plazo. Esta reducción se dio en un marco de cómoda posición de liquidez de los bancos y de fuerte recuperación de las colocaciones a plazo fijo. El promedio mensual de marzo de la BADLAR de bancos privados se ubicó en 12,2%, con una caída de 6,8 p.p. respecto al nivel promedio registrado en diciembre. Por su parte, las tasas de interés pagadas por los bancos privados por las colocaciones minoristas (montos inferiores a \$100.000) alcanzaron un nivel promedio de 12,1%, 4,5 p.p. por debajo de diciembre (ver Gráfico VII.12). Cabe señalar, que durante los dos primeros meses del trimestre la tasa de interés minorista se ubicó por encima de la tasa mayorista, lo que es síntoma de una situación de muy elevada liquidez.



El fuerte descenso de las tasas de interés pasivas se trasladó en buena medida a la mayoría de las tasas de interés activas, e incluso la caída en las líneas de muy corto plazo superó el descenso de las tasas de interés pasivas. En particular, el promedio de la tasa de interés de adelantos se ubicó en marzo en 20,6%, con un descenso trimestral de 7,1 p.p., mientras que el promedio de la tasa de interés para los préstamos otorgados bajo la forma de documentos a sola firma alcanzó 19,2%, 6,7 p.p. por debajo del nivel registrado en diciembre (ver Gráfico VII.13). En lo que respecta a las tasas de interés de los préstamos relacionados con el consumo, la correspondiente a los préstamos personales presentó un leve descenso de 0,3 p.p., alcanzando un valor de 35,2%.

Entre las financiaciones de mayor plazo, la tasa de interés de préstamos hipotecarios alcanzó en marzo un promedio mensual de 15,9%, con una caída de 0,3 p.p. respecto al nivel observado en diciembre. A diferencia de otros tipos de financiamiento, la tasa de interés correspondiente a las financiaciones con garantía prendaria se ubicó en 22,2%, con una suba trimestral de 1,1 p.p..

Apartado 4 / La creciente cooperación de los bancos centrales frente a la crisis internacional

A partir del comienzo de la actual crisis internacional, los bancos centrales se concentraron en la búsqueda de herramientas que les permitieran enfrentar un contexto de excepcional volatilidad en los mercados financieros y de serias amenazas en términos de estabilidad financiera a mediano plazo. Entre esas acciones, sobresalió el fuerte incremento en la utilización de una herramienta que se utilizaba de manera muy limitada hasta ese momento, el de los *swaps* de monedas entre las Autoridades Monetarias de los distintos países. En efecto, con la intensificación de las turbulencias financieras, luego de la quiebra de *Lehman Brothers*, se reforzaron las líneas de *swap* de monedas existentes, al tiempo que se celebraron nuevos acuerdos, presentándose Estados Unidos y China con una participación activa en este frente. Estos acuerdos contingentes consisten en un canje de monedas entre los bancos centrales involucrados que permite garantizar la provisión de liquidez en la moneda del otro país, en caso de que el uso de la línea sea necesario. Aún en un escenario en el que los fondos disponibles no se utilicen, la firma del acuerdo posee el potencial de impactar positivamente en las expectativas de los agentes económicos al reforzar la posición de los bancos centrales para proveer de la liquidez necesaria al mercado, garantizando así la estabilidad del sistema financiero. El hecho de que la línea exista no implica costos, los mismos se generan sólo si los fondos son utilizados.

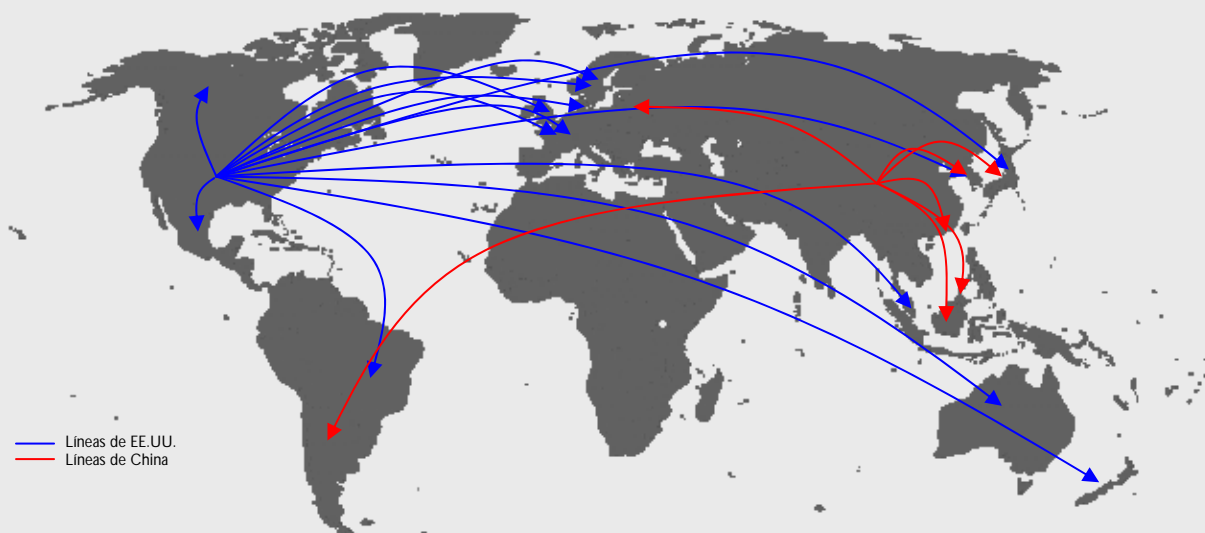
Así, la Reserva Federal de Estados Unidos (*Fed*) acordó diversas líneas bilaterales con los bancos centrales de economías industrializadas, tales como el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Japón (BoJ), el Banco Nacional de Suiza (BNS) y el Banco de Inglaterra (BoE), al tiempo que se reforzaron y reformularon los acuerdos vigentes entre China, Japón y Corea.

Desde septiembre del año pasado, la profundización de las turbulencias financieras dio lugar a que los acuerdos pre-existentes se vigorizaran, extendiendo los plazos, incrementando los montos y ampliando el alcance a otros países. Así, la *Fed* celebró nuevos acuerdos con países emergentes, incluyendo Brasil, México, Corea y Singapur. Al mismo tiempo, China hizo extensivas sus líneas de *swap* a otros países de la región, destacándose los casos de Malasia e Indonesia (ver Gráfico 1).

Las líneas de *swap* firmadas inicialmente por la *Fed* incluían sólo a economías avanzadas, respondiendo al hecho de que ellas fueron el epicentro en la crisis internacional reciente, y era en estos países donde los mercados financieros presentaban elevados niveles de iliquidez. La profundización de la crisis hacia el cuarto trimestre de 2008, que comenzó a impactar fuertemente en los países emergentes, sobre todo en aquellos con elevada exposición a los flujos externos de corto plazo, llevó a la autoridad monetaria de Estados Unidos a extender sus líneas de *swap* a economías en desarrollo.

Si bien cada acuerdo bilateral es un contrato privado, por lo que algunas cláusulas específicas varían de caso en caso, existen ciertas características comunes. En todos los casos, las líneas de *swap* de moneda son acuerdos contingentes, por lo que no implican obligación de uso. En la medida que los fondos no son utilizados, la disponibilidad contingente de los mismos no genera costos. Una vez que uno de los bancos centrales involucrados solicita la utilización de la línea acordada, se pone en marcha la operatoria en dos etapas. En la primera, uno de los dos bancos centrales implicados pide los fondos disponibles a través de la línea de *swap* y canjea la cantidad equivalente de su moneda (euros, reales, etc.) al tipo de cambio prevaleciente en el

Gráfico 1 | Líneas de Swaps entre Países



Fuentes: Elaboración propia en base a información de la Reserva Federal de Estados Unidos, Banco Popular de China y BCRA

mercado. Al momento de deshacer la operación, los bancos centrales deberán devolver los mismos montos recibidos originariamente, es decir, el riesgo cambiario corre por cuenta del banco central que solicita la operación de *swap*. La segunda transacción es la inversa de la primera. En ese momento, el banco central que utilizó los fondos paga los intereses correspondientes al monto utilizado.

El uso de las líneas de *swap* responde a la necesidad de disponer de liquidez en moneda extranjera sobre el país/región del banco central solicitante. Así, cuando utiliza la línea, la autoridad monetaria solicitante inyecta los fondos al mercado. En ciertos casos, como el del BCE, la forma de inyectar los fondos es a través de la subasta de los mismos en el sistema financiero local.

La tasa de interés mínima que los bancos centrales cobran al sistema financiero doméstico en esas subastas puede ser idéntica a la tasa acordada con el banco central proveedor de los fondos. Sin embargo, los bancos centrales involucrados pueden fijar un margen por sobre la tasa inicial. Así, por ejemplo, el BCE no incluye *spread* sobre los dólares provenientes de las operaciones de *swap* con la *Fed*, mientras que Corea incluye un margen de 150 puntos básicos (p.b.).

Recientes estudios sobre los determinantes por los cuales los bancos centrales de los países centrales han acordado líneas de *swaps* con bancos centrales de países emergentes arrojan interesantes resultados. Así, por ejemplo, en el caso de la *Fed*, se han señalado como determinantes a los siguientes¹²:

- el grado de exposición de los bancos norteamericanos
- el vínculo comercial con Estados Unidos
- el grado de apertura a los flujos de capital
- la duración de los procesos históricos de *default*
- la presencia de empresas norteamericanas en el país

Conforme a los autores, en el caso de Brasil el objetivo de la firma de la línea fue el de fortalecer la solidez de la economía brasilera. El acuerdo, que originalmente iba hasta el 30 de abril de 2009, fue extendido en febrero pasado hasta el 30 de octubre de 2009. El monto total asciende a US\$30.000 millones, pudiendo el mismo distribuirse en distintas operaciones y en diferentes momentos del tiempo. Sin embargo, el Banco Central de Brasil (BCB) dispuso el uso de un máximo de US\$5.000 millones por operación, posterior a la aprobación del Subcomité de Monedas Extranjeras.

Si bien al presente todas las operaciones de canje de monedas extendidas por la *Fed* tienen vencimiento el 30 de octubre de 2009, inicialmente existían diversos plazos para los acuerdos, los cuales se fueron extendiendo hasta la homogenización del vencimiento.

¹² Véase, "Selective Swap arrangements and the global financial crisis: Analysis and interpretation", Joshua Aizenman y Gurnain Kaur Pasricha, Marzo 2009, NBER.

Recientemente, la autoridad monetaria de Estados Unidos, el BCE, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco Nacional de Suiza firmaron un nuevo acuerdo, que está dirigido a entregarle liquidez en las respectivas monedas (euros, libras, yenes y francos suizos) a la *Fed*, más que dar liquidez en dólares a esos bancos centrales. Esta nueva medida, que vence también en octubre del presente año, confirma que se trata de acuerdos recíprocos, aunque no se prevé que sea utilizada dada la baja exposición del sistema financiero norteamericano a estas monedas extranjeras.

Por otra parte, desde el año 2001, en el marco de la Iniciativa *Chiang Mai*, Corea mantiene una línea de *swap* con China y Japón. Este acuerdo implica el compromiso de las partes de otorgar moneda al país necesitado en caso de una situación de elevada demanda de divisas. Hasta diciembre de 2008, la línea con China estaba compuesta por dos tramos: el *swap* won-yuanes por el equivalente a US\$26.000 millones y un segundo tramo won-dólares por US\$4.000 millones, con una vigencia hasta noviembre de 2011. La línea pactada entre Corea y Japón consistía de un *swap* won-yen por el equivalente a US\$20.000 millones, con vigencia a abril de 2009, aunque se espera una extensión del plazo.

Los compromisos celebrados entre Corea, China y Japón se encuentran enmarcados en un proyecto más amplio que estas relaciones bilaterales, cuyo objetivo es incrementar los acuerdos multilaterales de divisas ya existentes para garantizar la estabilidad financiera de la región asiática. En este sentido, recientemente estos países junto con las economías de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN) acordaron expandir el tamaño propuesto de la línea de *swaps* multilaterales a US\$120.000 millones, para ampliar las reservas mancomunadas de la región ante la actual coyuntura mundial.

El yuan es una de las divisas con mayor potencial de desarrollo y está llamada a jugar un rol significativo en el rediseño actual del sistema financiero internacional. China es la economía con mayor dinamismo en las últimas décadas, con una creciente participación en la economía mundial. El crecimiento de sus exportaciones y la afluencia de inversión extranjera le permitió acumular una elevada posición de Reservas Internacionales. Así, el yuan está comenzando a tener mayor participación en los mercados monetarios y gozará de creciente liquidez en los mercados internacionales.

En este marco, el Banco Popular de China y el BCRA firmaron un acuerdo de *swap* de monedas por un plazo de 3 años cuyo monto asciende a 70.000 millones de yuanes/ 38.000 millones de pesos. De esta manera, es la primera vez que China realiza este tipo de operación con una economía latinoamericana, ya que hasta el momento sólo las había celebrado con otros países asiáticos y europeos. Este acuerdo contribuye a mejorar la confianza y la percepción de solidez que hoy goza la posición externa de Argentina.

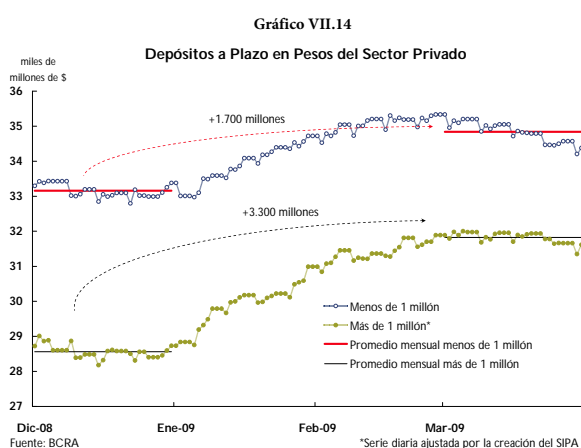
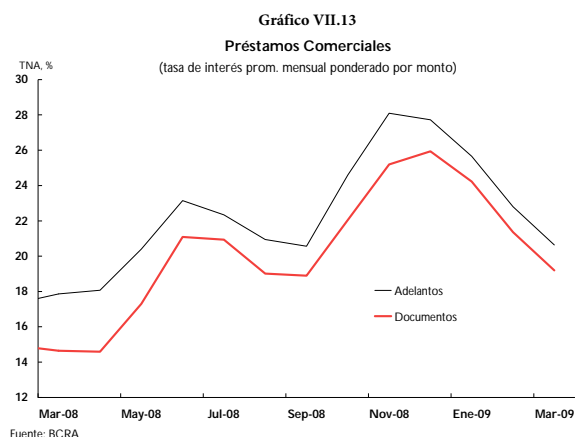
VII.3 Agregados Monetarios Amplios y Crédito

En el primer trimestre de 2009 el agregado en pesos más amplio, M3, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos, disminuyó 0,6% (\$1.600 millones) y finalizó el período con un crecimiento interanual de 4,5%. La reducción trimestral del M3 estuvo explicada por la caída de los medios de pago, dado que los depósitos a plazo registraron un crecimiento trimestral del 7% (\$5.600 millones).

Los depósitos a plazo en pesos del sector privado aumentaron \$5.000 millones en el primer trimestre¹³, con crecimiento tanto en las colocaciones del segmento mayorista como en el minorista (ver Gráfico VII.14). No obstante, debe mencionarse que el incremento estuvo concentrado en los dos primeros meses del trimestre, mientras que en marzo los mayoristas crecieron a un ritmo menor y los minoristas registraron un leve descenso. Por otra parte, el aumento de los depósitos a plazo del sector público fue de \$600 millones.

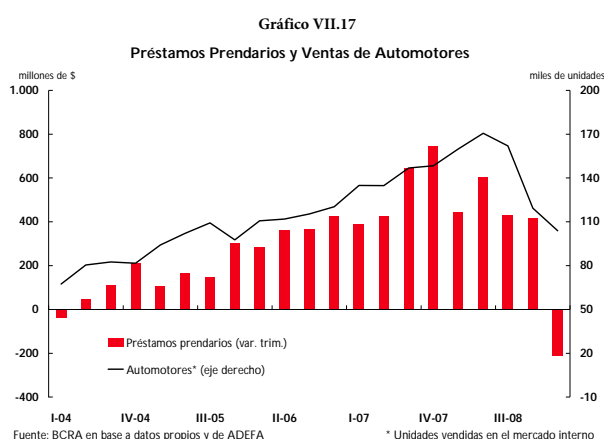
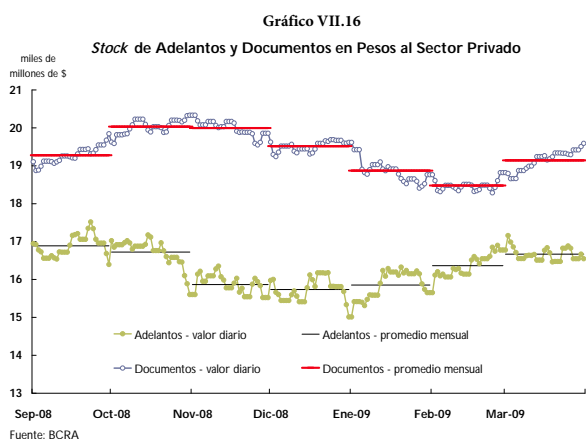
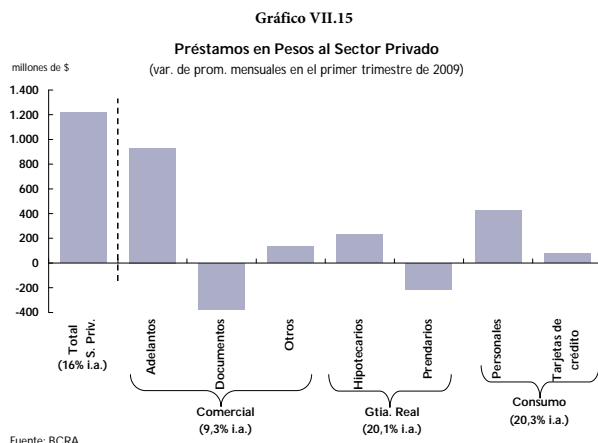
En el segmento en moneda extranjera, los depósitos totales aumentaron 13%, principalmente a través de colocaciones del sector privado. Desde principios de febrero los depósitos privados en moneda extranjera han presentado un creciente dinamismo evidenciado por el significativo incremento en los depósitos a plazo y en cajas de ahorro, que en el trimestre se incrementaron 13% y 7,6%, respectivamente. De esta forma, el agregado más amplio, M3*, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos y en moneda extranjera, presentó un avance de 1,6%, denotando que el público se encuentra confiado en la solidez del sistema bancario.

Por último, durante el trimestre la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) continuó con el proceso de licitaciones de depósitos a plazo fijo, en el marco de la serie de subastas que viene realizando destinadas a brindar fondeo a las entidades financieras para el otorgamiento de préstamos. En el segmento en moneda local, se otorgaron \$600 millones para el financiamiento de la industria autopartista, del consumo y la refacción y ampliación de hogares y oficinas. En tanto, se incorporó una línea en moneda extranjera, por la que se adjudicaron US\$50 millones, cuyo destino fue la prefianciación de exportaciones.



¹³ Estas cifras se encuentran corregidas por el efecto del cambio de titularidad de los depósitos a partir de la creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA).

Crédito al Sector Privado¹⁴



Influenciados parcialmente por factores de orden estacional relacionados al receso estival, los préstamos en pesos al sector privado mostraron en el primer trimestre de 2009 un aumento de \$1.210 millones (1,1%), presentando en términos interanuales un incremento de 16% (ver Gráfico VII.15). Además de los factores asociados al calendario, la profundización de la crisis internacional y su inevitable impacto en la economía doméstica, generaron conductas prudentes que afectaron tanto a la oferta como a la demanda de crédito.

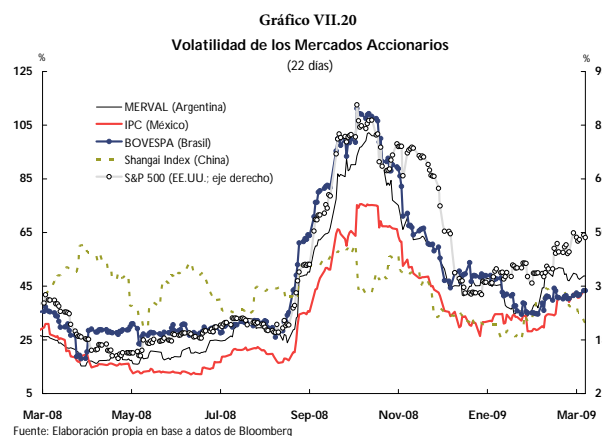
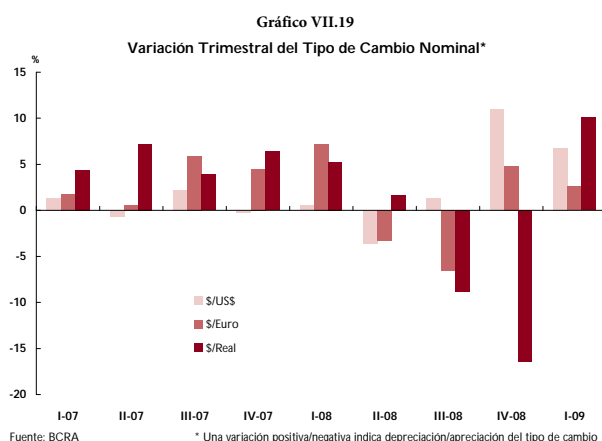
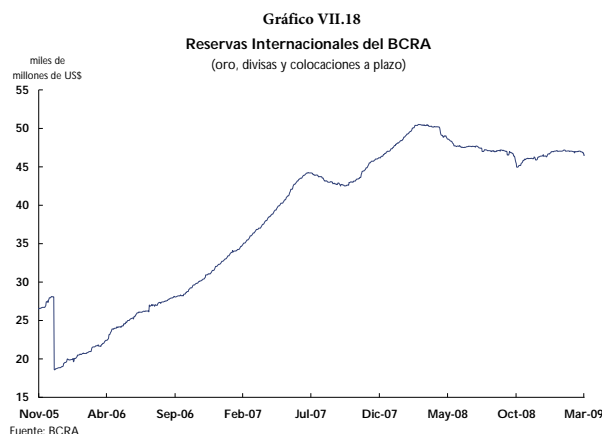
Las financiaciones más vinculadas con la actividad comercial presentaron en el trimestre un avance de \$690 millones (1,7%), variando en términos interanuales 9,3%. Los adelantos en cuenta corriente crecieron \$930 millones (5,9%), impulsados principalmente por el avance durante los dos primeros meses del trimestre. En tanto, las financiaciones instrumentadas con documentos retrocedieron \$380 millones (1,9%), aunque mostraron desde fines de febrero un significativo dinamismo explicado por los documentos a sola firma (ver Gráfico VII.16). Finalmente, las restantes financiaciones comerciales registraron un crecimiento de \$140 millones (2,8%).

Por su parte, los créditos destinados fundamentalmente al consumo se incrementaron \$500 millones (1,2%), creciendo en los últimos doce meses 20,3%. Los préstamos personales ascendieron \$430 millones (1,5%), mostrando en los últimos días de marzo un creciente dinamismo, mientras que las financiaciones con tarjetas de crédito avanzaron \$70 millones (0,5%).

Los préstamos con garantía real permanecieron prácticamente estables en el trimestre, aumentando \$20 millones (0,1%), con un crecimiento de 20,1% respecto a igual período del año previo. Los créditos prendarios cayeron \$210 millones (2,8%), acompañando la disminución en las ventas de automotores al mercado interno (ver Gráfico VII.17). En tanto, los préstamos hipotecarios ascendieron \$230 millones (1,3%) suavizando su ritmo de expansión.

En este contexto, se espera que las licitaciones de *swaps* de tasas de interés recientemente implementadas contribuyan a apuntalar la dinámica del crédito, al crear una

¹⁴ Al igual que en los trimestres pasados, en los últimos meses se han producido movimientos contables, ocasionados por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros. En el momento de la conformación de un fideicomiso financiero con cartera de préstamos de un banco, esa parte de la cartera se quita del rubro "Préstamos" en el balance y se transfiere al fideicomiso. Análogamente, cuando se transfieren préstamos desde un fideicomiso a la cartera de préstamos de un banco los créditos trasladados se registran en el rubro "Préstamos" del balance. Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por este tipo de operatoria que, si bien altera los saldos contables, no afectan al stock de financiaciones otorgadas.



referencia para la estructura temporal de tasas de interés nominales a plazos superiores a los que actualmente se operan en el mercado.

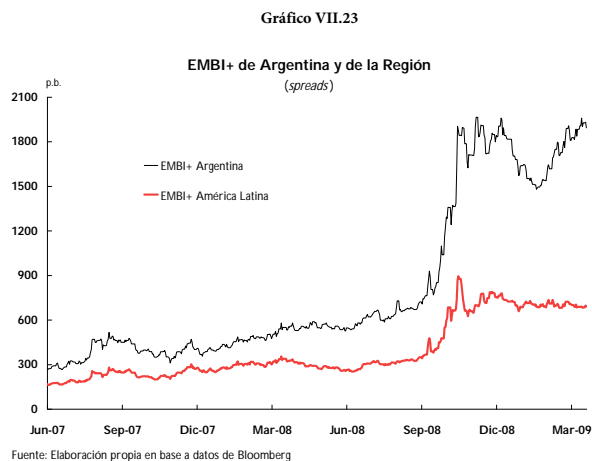
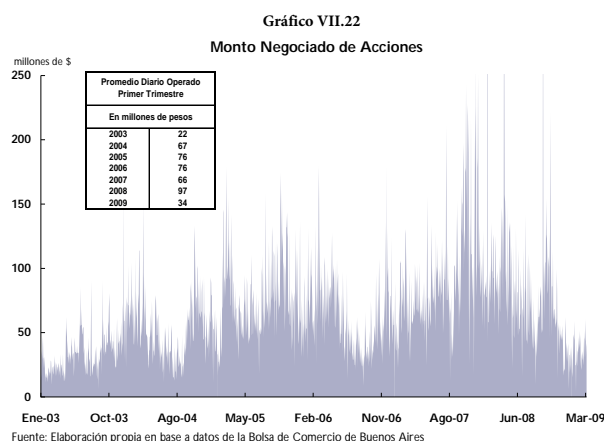
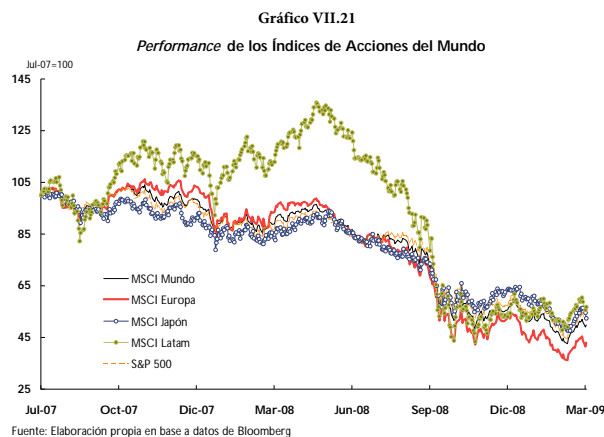
Los préstamos en moneda extranjera al sector privado avanzaron en el último trimestre US\$100 millones (1,7%), registrando en términos interanuales una variación de 12,2%. Como se mencionó previamente, con el objeto de aplicar los recursos excedentes en dólares en los bancos hacia préstamos al sector exportador, a comienzos de marzo el BCRA aprobó una nueva operatoria por la cual comenzará a efectuar licitaciones de acceso a pases en moneda extranjera, en la medida que la entidad solicitante haya incrementado sus préstamos en moneda extranjera y registre una caída de depósitos en dólares.

VII.4 Mercado de Cambios

El *stock* de Reservas Internacionales se incrementó US\$123 millones en el primer trimestre del año, totalizando US\$46.509 millones (ver Gráfico VII.18). Entre los factores que explican tal aumento se encuentra la suba del saldo de las cuentas en moneda extranjera en el BCRA derivada del alza de depósitos en dólares en las entidades, junto a operaciones del sector público. Efecto contrario tuvo el rol del BCRA en Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), que fue vendedor neto, especialmente durante la segunda mitad del trimestre, con el fin de atender la demanda de divisas y morigerar la volatilidad del valor del peso. Cabe mencionar que el *stock* de Reservas Internacionales se ubicó en valores adecuados, y por encima de los observados en períodos críticos anteriores, tanto en términos de los pasivos del Banco Central y del sistema financiero, como del Producto nominal.

En el mercado de cambios, el peso se depreció en el primer trimestre respecto del Dólar Estadounidense, del Euro y del Real, 6,8%, 2,6% y 10,1%, respectivamente, en un contexto de apreciación de las últimas dos monedas respecto a la primera (ver Gráfico VII.19). El Dólar norteamericano mayorista (Referencia) cotizó en promedio \$3,65 en marzo, mientras que el Euro lo hizo en \$4,76. Por su parte, la cotización del Real fue de \$1,58.

En términos reales el peso se depreció 1,5% (febrero 2009 vs. diciembre 2008), de acuerdo con el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM). En tanto, la variación interanual del Índice fue de -9,3%, indicando una apreciación real del peso en relación con la canasta de monedas de sus principales socios comerciales. Cabe señalar que las distintas metodologías empleadas por el BCRA para la determinación del Tipo de Cambio Real



de Equilibrio indican que actualmente estaría en torno a su nivel de equilibrio (ver Apartado 5).

VII.5 Otros Activos

Durante el primer trimestre de 2009 se mantuvo estable la volatilidad observada en los mercados de renta variable, aunque se encuentra todavía en niveles elevados (ver Gráfico VII.20). Por otro lado, otra medida de volatilidad, el VIX (volatilidad esperada del *Standard and Poor's* -S&P-), que había registrado en el último trimestre de 2008 niveles récord, disminuyó levemente al haber promediado en el primer trimestre de 2009 un valor de 45%, aunque también se encuentra en niveles altos en términos históricos.

En el trimestre el comportamiento de los índices bursátiles fue negativo en las principales plazas del mundo. De acuerdo al índice bursátil *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) *World*, que engloba a la mayoría de las principales bolsas del mundo, la rentabilidad fue negativa en 13%. Al analizar la rentabilidad por regiones, se observa que el MSCI Europa obtuvo una pérdida de 18%, el MSCI de Japón cayó 17% y el índice de S&P de las 500 empresas de mayor capitalización de EE.UU. (S&P500) tuvo un rendimiento negativo de 12%. En cambio, el MSCI de las bolsas de América latina mostró una ganancia de 5% (ver Gráfico VII.21).

Entre los índices bursátiles de la región, el Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval) no fue la excepción. No obstante, su evolución no fue monótona en el trimestre dado que registró caídas tanto en enero (0,24%) como en febrero (5,4%), que fueron más que compensadas por el alza de marzo (10,5%). Sin embargo, debido a la depreciación del peso, la evolución del Merval medido en dólares fue negativa en 3,2%. El volumen negociado promedio diario en activos de renta variable durante el trimestre en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) fue de \$34 millones, el menor desde 2003 (ver Gráfico VII.22).

El *spread* de los títulos públicos externos de Latinoamérica, medido por el *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI+) de América latina, exhibió una reducción de 30 puntos básicos (p.b.). El mismo comportamiento se observó para los países emergentes en general, con una caída de 54 p.b. del EMBI+. En tanto, el *spread* de Argentina se incrementó en 190 p.b., mientras que el de Brasil se mantuvo casi sin cambios (ver Gráfico VII.23).

Durante el trimestre, la cotización de los títulos públicos argentinos, de acuerdo al índice de bonos que elabora el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC),

retrocedió 16,7% medido en pesos. Dentro de este resultado debe destacarse la suba de los bonos cortos en pesos que fue más que compensada por la pérdida de valor de los bonos largos en igual moneda.

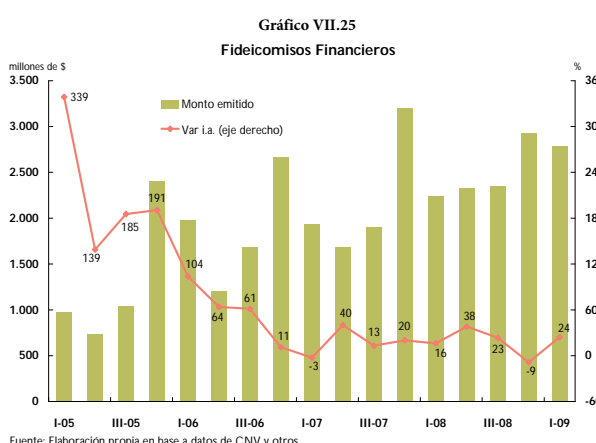
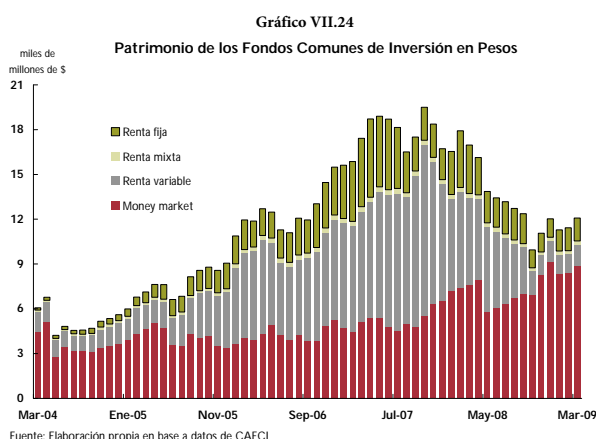
Los Fondos Comunes de Inversión (FCI) en pesos experimentaron en el primer trimestre del año un leve aumento en su patrimonio (0,5%), alcanzando cerca de \$12.100 millones a fines de marzo. Sin embargo, acumularon una caída del 30% con respecto al mismo trimestre del año previo (ver Gráfico VII.24).

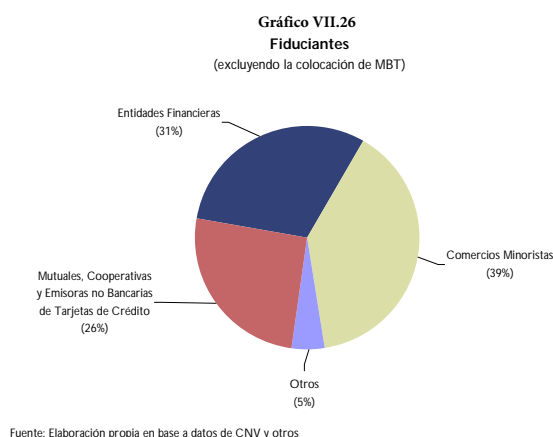
La mayor variación positiva trimestral la registró el segmento de renta fija (25%) gracias al aumento de cantidades y precios de sus cuotapartes. Esta evolución está en línea con el aumento del valor de los bonos cortos en pesos, que en su mayoría integran la cartera de los fondos de renta fija. Los fondos de renta variable y mixta también mostraron aumentos en sus montos, del 2% y 10%, respectivamente. Los primeros, impulsados tanto por mayores precios como por cantidades de cuotapartes, alcanzando un monto de \$1.400 millones. Mientras tanto, los *money market* experimentaron una disminución del 3% trimestral, por las menores cantidades registradas de cuotapartes. Por último, los FCI en moneda extranjera se ubicaron en \$1.200 millones, registrando un 1% de disminución en el año, explicada en su mayor parte por la caída del segmento de renta variable.

Las emisiones de Fideicomisos Financieros (FF) totalizaron \$2.791 millones en el primer trimestre del año, 24% más con respecto a igual trimestre de 2008 (ver Gráfico VII.25). Cabe destacar que el 39% de este monto corresponde a un fideicomiso para financiar inversiones de las centrales eléctricas Manuel Belgrano y Timbúes (MBT), que se colocó en marzo. En relación a la cantidad de emisiones, se registraron un total de 53 entre enero y marzo, 9 menos que en igual trimestre del año anterior.

En cuanto a los activos subyacentes, las securitizaciones de financiaciones al consumo, que venían mostrando una buena performance, disminuyeron 44% respecto del trimestre anterior y 28% respecto del mismo período de 2008. En contraste y a pesar de la caída de los créditos prendarios, se destacó el mayor dinamismo de los FF con estos activos como subyacentes, 18% más en relación al trimestre previo, no habiendo tenido presencia en igual período del año pasado. En tanto, los flujos de fondos futuros evidenciaron un fuerte impulso hacia el final del trimestre como consecuencia de la colocación de MBT.

Los principales fiduciarios del trimestre fueron nuevamente los comercios minoristas (excluyendo la coloca-





ción del fideicomiso MBT) siendo responsables del 39% de las titulaciones, seguidos por las entidades financieras (31% del total emitido), mientras que las emisoras de tarjetas de crédito no bancarias contribuyeron con el 26% del total (ver Gráfico VII.26). En todos los casos se observaron menores montos securitizados, tanto en comparación con el último trimestre de 2008 como con el primer trimestre de ese año.

Las tasas de interés de corte de los títulos senior descendieron fuertemente revirtiendo parcialmente la suba del último trimestre de 2008. En efecto, la tasa de interés (promedio ponderado por monto) de los títulos con rendimiento variable finalizó el trimestre en 20,8% mientras que la de los títulos adjudicados a tasa fija se ubicó en 20,1%, disminuyendo 13 p.p. y 11 p.p. comparado con diciembre de 2008, respectivamente.

Apartado 5 / El Tipo de Cambio Real Multilateral de Equilibrio en Argentina

El tipo de cambio real (TCR) mide el precio relativo de los bienes y servicios de nuestra economía con respecto a los de un grupo de países con los cuales se realizan transacciones comerciales. Se trata de una variable muy relevante (y controversial) en las discusiones de política económica por sus interacciones con la demanda interna, la estructura de la producción, el patrón de comercio internacional y de flujo de capitales y la competitividad de la economía.

En tales discusiones se hace frecuentemente mención a situaciones de sobrevaluación o subvaluación del TCR lo que, implícita o explícitamente, implica comparar sus valores observados con alguna noción de equilibrio. El nivel del TCR no es informativo en sí mismo de potenciales desequilibrios si no tenemos un adecuado marco de referencia. El TCR de equilibrio (TCRE) es una variable que no es observable de forma directa, por lo que su medición requiere de algún marco teórico de referencia y una apropiada estrategia empírica de estimación.

Atendiendo a la relevancia de estas cuestiones, el BCRA elabora y publica en un informe mensual una serie de TCR multilateral siguiendo la metodología normalmente utilizada por bancos centrales y organismos internacionales¹⁵. A su vez, ha desarrollado en los últimos años una batería de modelos que tienen por objetivo aproximar el nivel del TCRE de Argentina en distintos momentos del tiempo.

En la literatura se encuentran múltiples construcciones analíticas, con distintos supuestos e implicancias, que buscan revelar la trayectoria que sigue el TCRE. Entre los modelos cuyo uso está más extendido encontramos la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA), el *Behavioral Equilibrium Exchange Rate* (BEER) y el *Fundamental Equilibrium Exchange Rate* (FEER).

La PPA es la teoría tradicional de determinación del TCRE que se basa en la idea de que el arbitraje debería evitar que dos bienes con las mismas características tengan un precio distinto entre los países. En este modelo el TCRE adopta un valor invariante en el tiempo aproximado por la media de la serie, al cual revierte el TCR observado.

¹⁵ El Índice de TCR Multilateral que computa el BCRA es un promedio geométrico de los TCR bilaterales con los principales socios comerciales ponderados por su participación en el comercio. En el sitio web del BCRA se encuentran disponibles la nota metodológica que explica detalladamente su cálculo (<http://www.bcra.gov.ar/pdfs/indicadores/TCRMMetodologia.pdf>) y los respectivos informes mensuales (<http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/P49450.pdf>).

Por su parte, el enfoque BEER considera que el equilibrio del TCR varía en el tiempo en función del comportamiento de ciertas variables claves, llamadas fundamentales, que guardan una relación teórica con el mismo. Se ubican entre estos factores, por ejemplo, los términos del intercambio, la productividad, la situación fiscal y la posición de activos externos netos de la economía.

Finalmente, el FEER define como equilibrio a aquel TCR que permite alcanzar simultáneamente un adecuado nivel de empleo sin causar tensiones o desbalances en el sector externo.

Un equipo de investigadores del BCRA ha elaborado distintos documentos de trabajo donde se aborda esta temática con mayor rigurosidad técnica¹⁶. A continuación se describe brevemente el enfoque BEER desarrollado en Bastourre, Carrera e Ibarlucia (2008) y se exponen sus resultados.

Esquemáticamente, la estimación del TCRE siguiendo este enfoque involucra las siguientes etapas: 1) Estimar la relación de largo plazo entre el TCR y los fundamentales empleando técnicas de cointegración, en tanto las series empleadas resultan no estacionarias; 2) Utilizar los parámetros estimados de dicha relación para computar el equilibrio a partir del valor de largo plazo de dichos fundamentales.

Las variables que se incluyen como determinantes claves del TCRE en Argentina son los términos del intercambio, el endeudamiento externo y el gasto público (ambos expresados como porcentaje del PIB) y la productividad relativa respecto de nuestros socios comerciales.

Los resultados de la estimación econométrica sugieren que los términos del intercambio constituyen el principal factor que guía la dinámica del equilibrio del TCR. Un aumento del precio relativo de las exportaciones respecto al de las importaciones genera una apreciación del TCRE. Esta relación también es consistentemente encontrada en los otros modelos desarrollados por el BCRA (Garegnani y Escudé, 2004; Carrera y Restout, 2007).

¹⁶ Véase por ejemplo Bastourre, D., J. Carrera, y J. Ibarlucia (2008) "En busca de una quimera: enfoques alternativos para el tipo de cambio real de equilibrio en Argentina", en CEMLA (ed.), Estimación y uso de variables no observables en la región, CEMLA, México, pp. 244-312; Carrera, J. y R. Restout (2007) "Determinantes de Largo Plazo del Tipo de Cambio Real en América Latina", XLII Reunión Anual de la AAEP, Universidad Nacional del Sur; Garegnani M. L y G. Escudé (2004) "An Estimation of the Equilibrium Real Exchange Rate of Argentina: 1975-2004", XXXIX Reunión Anual de la AAEP, Buenos Aires.

Al analizar en qué medida el TCR se aparta de su equilibrio, calculado ello como la diferencia porcentual entre el TCR observado y el TCRE, se identifican tres etapas para el período que va del primer trimestre de 1980 al primer trimestre de 2009. En primer lugar, los años ochenta, los cuales estuvieron caracterizados por una alta inestabilidad macroeconómica que tuvo como correlato un TCR ubicado muy por encima de su equilibrio y por sobre todo, con una alta volatilidad. Se destacan la reacción excesiva del TCR en la crisis de la deuda de 1982, momento en el que su desvío alcanzó el 72%, y la de la hiperinflación de 1989, cuando la brecha superó el 105%.

La segunda etapa coincide con el Plan de Convertibilidad (1991-2001). Este período presentó una abrupta reducción en la volatilidad del TCR y una fuerte y persistente apreciación. El desvío promedio respecto de los niveles de equilibrio fue de -41%, con un pico de -57% en el primer trimestre de 1999, poco tiempo después del comienzo de la recesión que culminaría con el colapso del régimen de caja de conversión a fines de 2001 (en ese momento la brecha se ubicaba cercana a -55%).

La crisis de dicho esquema cambiario dio lugar al comienzo de la última etapa. Ésta se inicia con la sobre-reacción del TCR en 2002, que alcanza su máximo en el segundo trimestre (50,6% de brecha respecto al nivel de equilibrio) y a partir de allí, el desvío comienza a reducirse. Este período está caracterizado entonces por un TCR por encima de su nivel de equilibrio (26% promedio), pero a diferencia de los años ochenta, con una menor volatilidad.

La dinámica reciente del la brecha entre el TCR observado con respecto a su equilibrio muestra una reducción paulatina, para alcanzar un mínimo del 6% durante el año 2008, siempre de brecha positiva (es decir, tipo de cambio real por encima del nivel considerado como equilibrio). Sin embargo, en el primer trimestre de 2009 se experimentó una reversión en esa reducción, incrementándose el desvío al 14%, lo que implica que actualmente la moneda doméstica está moderadamente subvaluada respecto a su nivel de equilibrio. Este comportamiento es corroborado de forma consistente por los otros modelos que emplea el BCRA para evaluar el TCRE.

VIII. Inflación

VIII.1 Síntesis

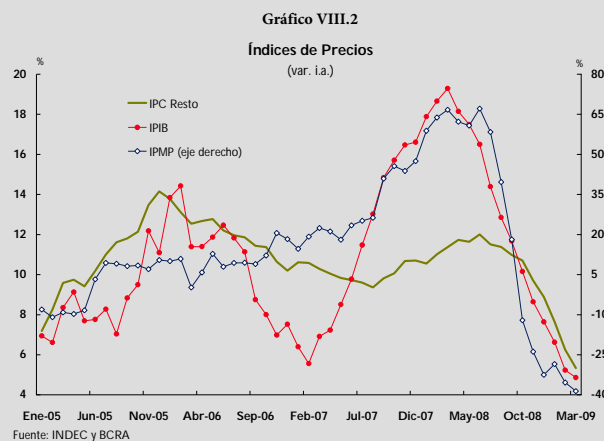
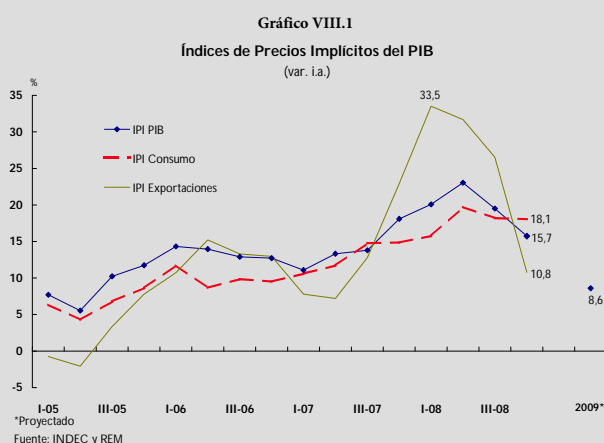
En el inicio de 2009 continuó menguando el crecimiento de los distintos indicadores de precios y costos sectoriales, observándose en general un ritmo de subas inferior al verificado en 2008, en un marco de morigeración de las demandas salariales junto con menor presión de la demanda agregada y abaratamiento de los precios internacionales de los commodities.

A nivel minorista, este fenómeno refleja, en parte, la suavización en la evolución de los precios de los bienes que se viene verificando desde mediados de 2008. Este menor dinamismo responde en mayor medida al comportamiento de los alimentos frescos, que a inicios de 2008 habían sido afectados por diversos shocks de oferta que en 2009 no se repitieron. En tanto, incrementos puntuales en algunas tarifas afectaron parcialmente al precio de los servicios, aunque ese efecto estaría aminorando en el margen.

Por su parte, los precios mayoristas continúan con la moderación que exhiben desde hace aproximadamente un año, registrando actualmente variaciones interanuales inferiores a las verificadas en 2008. En particular, se aprecia una desaceleración de los precios de los Productos primarios, en línea con el comportamiento de las cotizaciones de las materias primas a nivel internacional, al tiempo que los Productos manufacturados también presentan un menor ritmo de subas. Paralelamente, el Índice de Costos de la Construcción (ICC) se mantuvo contenido, acompañando el menor dinamismo de la actividad sectorial.

Un indicador de precios más amplio, como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, también se desaceleró, situación que se profundizaría a lo largo del corriente año. En efecto, según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) el IPI del PIB marcaría en 2009 un alza promedio en torno a 8,6%. En los datos desagregados la mayor moderación se observó en los precios implícitos de las Exportaciones, mientras que los del Consumo Privado muestran una corrección menos marcada.

En adelante, la desaceleración de la inflación podría profundizarse ante un menor dinamismo de la actividad agregada y con las cotizaciones de las materias primas con variaciones interanuales negativas. Aún así, la evolución futura de los precios será influenciada por la coordinación de la política fiscal, de ingresos (en particular la salarial) y de competencia, junto a la política monetaria que viene ejecutando el Banco Central.



VIII.2 Precios Minoristas

El alza de los precios minoristas continúa moderándose, en un marco de menor dinamismo en la actividad económica y precios internacionales de las materias primas en niveles inferiores a los vigentes en el pasado año. En este sentido, los distintos indicadores de precios disponibles presentaron, en general, variaciones inferiores a las registradas en 2008. La desaceleración se refleja en mayor medida en el comportamiento de los precios de algunos bienes (como los alimentos), mientras que los de los servicios se suavizaron sólo en el margen (ver Gráfico VIII.3).

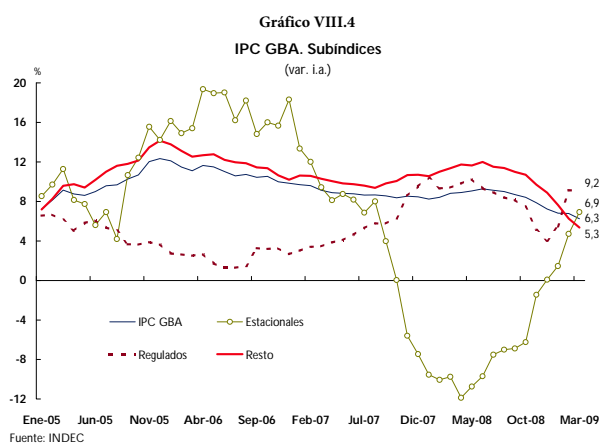
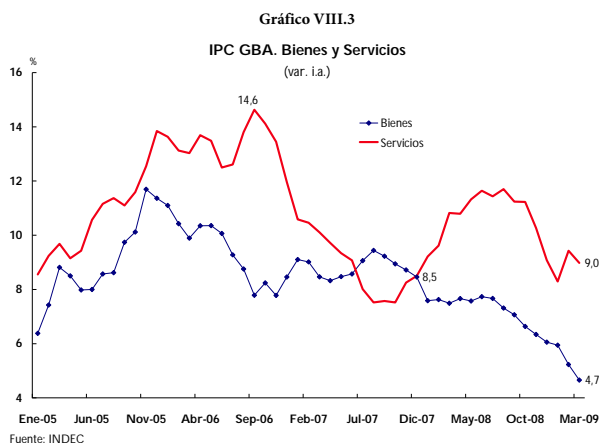
En particular, el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA), en los primeros meses de 2009 continuó con la desaceleración en su crecimiento interanual (i.a.) verificada en el tramo final del año pasado.

A nivel de subíndices¹⁷, el componente Resto, exhibe la moderación más marcada, quedando como el subíndice de menor crecimiento acumulado en doce meses (ver Gráfico VIII.4).

Contrariamente, los precios Regulados (o con alto componente impositivo) actualmente son los que presentan las mayores subas interanuales, apuntalados por ciertos aumentos puntuales en tarifas de servicios públicos, como el transporte urbano de pasajeros y los peajes¹⁸, que se suman a los incrementos ya realizados en la electricidad y el gas en el último trimestre de 2008. A su vez, los precios de algunos bienes regulados también se elevaron, como en el caso de las naftas¹⁹ (ver Informe de Inflación anterior).

Por otro lado, dentro del subíndice Estacionales (que incluye items con marcada estacionalidad y/o volatilidad en sus precios), los componentes de Indumentaria y Transporte por turismo explican la mayor parte de la suba, cuyo efecto se ve morigerado parcialmente por el menor ritmo de crecimiento de los precios de alimentos frescos como frutas y verduras (ver Gráfico VIII.5).

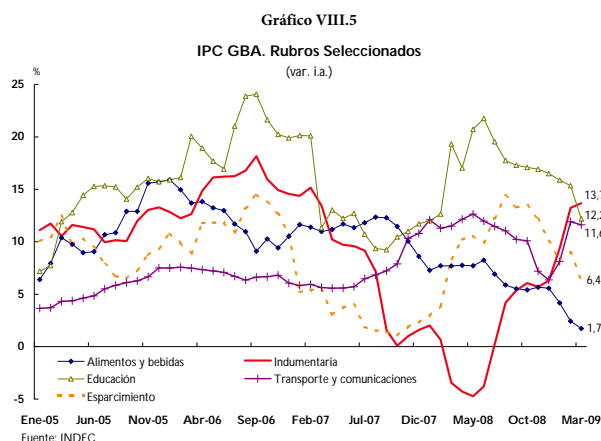
En el caso particular de los Alimentos y bebidas, el rubro con mayor participación en la canasta del IPC GBA, en el primer trimestre del año se continuó observando una



¹⁷ En el presente capítulo, para la apertura del IPC GBA por subíndices (IPC Resto, Estacionales y Regulados) se procedió a empalmar las series históricas (base 1999 = 100) con las variaciones mensuales publicadas a partir de abril de 2008, cuando la nueva base pasó a ser abr-08 = 100.

¹⁸ En enero de 2009 se implementaron aumentos de entre 18% y 25% en trenes, colectivos y subtes, y de entre 52% y 117% en algunos peajes de acceso a la Ciudad de Buenos Aires.

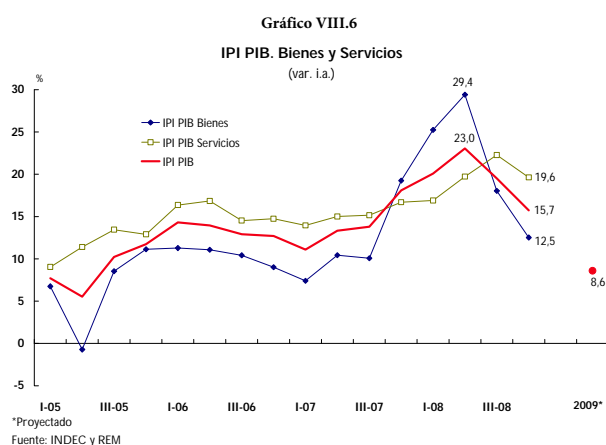
¹⁹ Según datos de la Secretaría de Energía, los precios en surtidor de los combustibles para transporte (GNC, gasoil y nafta) en 2009 presentan un ritmo de incremento por sobre el 30% i.a., mientras que en 2008 exhibieron una tasa de aumento promedio en torno a 18% i.a., tras crecer 4% i.a. en 2007.



paulatina reducción en sus tasas de incremento, reflejando principalmente el hecho de que no se repitieron los problemas de abastecimiento locales que tuvieron lugar en la primera mitad del año pasado, a lo que se agrega la estabilización de las cotizaciones internacionales de las materias primas agropecuarias en niveles significativamente inferiores a los máximos de 2008.

Al analizar un indicador de precios más amplio, como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, se observa que finalizó 2008 con un alza de 15,7% i.a.. En el desagregado, la mayor moderación se verifica en la tasa de suba del IPI de Exportaciones, al marcar un máximo en el primer trimestre de 2008 para luego descender abruptamente, en línea con la evolución exhibida por las cotizaciones de las materias primas exportadas por el país (ver Sección II). En tanto, los precios implícitos del Consumo Privado también muestran una corrección, aunque menos significativa. En lo que resta del año se prevé que el IPI del PIB profundice la tendencia descendente de su ritmo de aumento, y marque un alza promedio en torno a 8,6%, conforme al Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM; ver Gráfico VIII.1).

Por su parte, desagregando el IPI del PIB entre bienes y servicios se observa un menor ritmo de suba en ambos componentes, aunque más marcado en el caso del IPI de Bienes (ver Gráfico VIII.6). Por su parte, el IPI de los Servicios, mostró una corrección menor y aún presenta alzas mayores al nivel general, exhibiendo una situación similar a la encontrada en los precios minoristas de bienes y servicios.

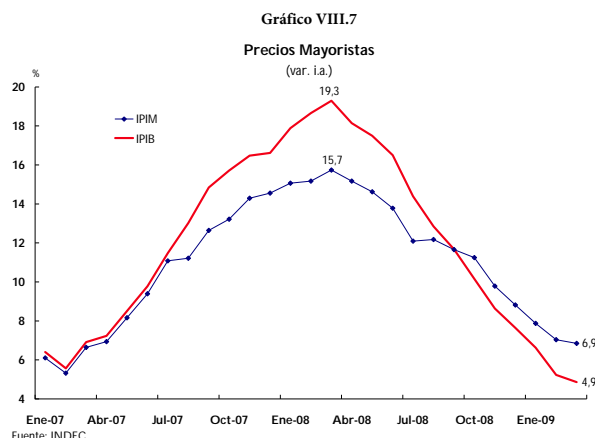


En adelante, la desaceleración de los precios podría profundizarse, si se consolida la convergencia salarial observada hasta el presente, junto con una mayor descompresión de la demanda interna, a la vez que no se prevé una recuperación significativa de las cotizaciones de las materias primas en el corto plazo. Con todo, la evolución futura de la inflación seguirá siendo influenciada por la coordinación de la política fiscal, de ingresos (en particular la salarial) y de competencia, junto con la política monetaria ya ejecutada por el Banco Central.

VIII.3 Precios Mayoristas

Los precios mayoristas continúan con el menor dinamismo que exhiben desde hace un año, al igual que lo sucedido con los precios minoristas (ver Gráfico VIII.7).

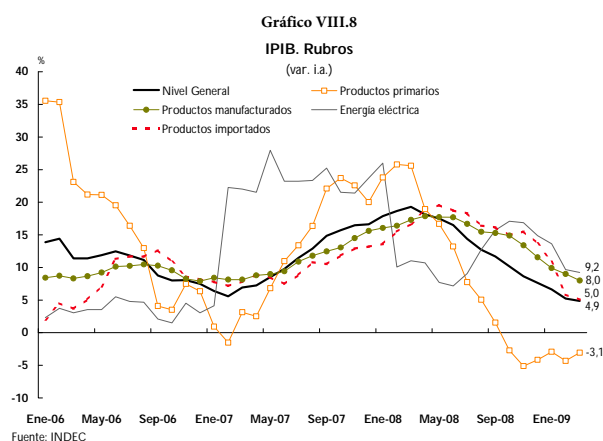
A nivel desagregado se observan caídas en los precios al por mayor de los Productos primarios, ligadas principalmente a la evolución de los agrícolas, en línea con los movimientos en los mercados mundiales (ver Sección



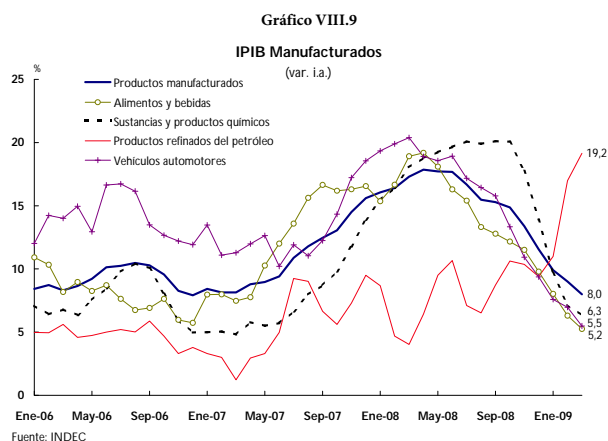
II). Por otra parte, los Productos manufacturados también moderaron su trayectoria, presentando actualmente el menor crecimiento interanual en casi dos años, en un contexto de menor presión de la demanda interna (ver Gráfico VIII.8).

Los precios de los Productos agrícolas exhibieron una pronunciada caída interanual, que se explica principalmente por el comportamiento de los precios de los cereales y oleaginosas, mientras que las cotizaciones de los Productos ganaderos se encontraron levemente por debajo de las de un año atrás.

Por su parte, los precios de las manufacturas profundizaron su desaceleración, pero con una trayectoria más suave que la de los Productos primarios. Por un lado, la caída de las cotizaciones de los *commodities* agrícolas determinó menores presiones de costos sobre los precios de los Alimentos y bebidas, siendo éste uno de los rubros con mayor incidencia en la desaceleración de los precios mayoristas. Por otro lado, la baja del valor internacional del petróleo contribuyó al abaratamiento de productos que lo utilizan como insumo, tales como los fertilizantes, el caucho y los plásticos. La excepción la conformaron los Productos refinados del petróleo, que elevaron su crecimiento interanual en 2009, representando la evolución de los precios de los combustibles en el mercado interno, sobre el que operan diferentes regulaciones, quedando al margen de las oscilaciones en los mercados internacionales (ver Gráfico VIII.9).



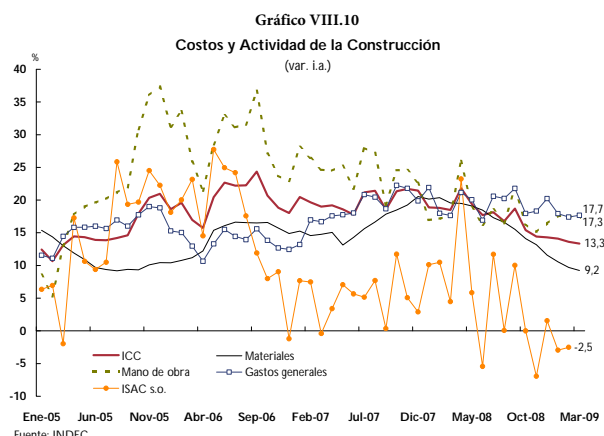
Los precios de los Productos importados también mostraron un menor crecimiento, a partir de caídas interanuales en las cotizaciones de los abonos y fertilizantes, las sustancias plásticas y los productos de origen agropecuario, en línea con la evolución de los precios internacionales del petróleo y los *commodities* agrícolas, contrarrestando los movimientos del tipo de cambio nominal.



Para los próximos meses se espera que los precios mayoristas continúen con tasas de variación reducidas, respondiendo a la dinámica del gasto agregado, entre otros factores.

VIII.4 Costos de la Construcción

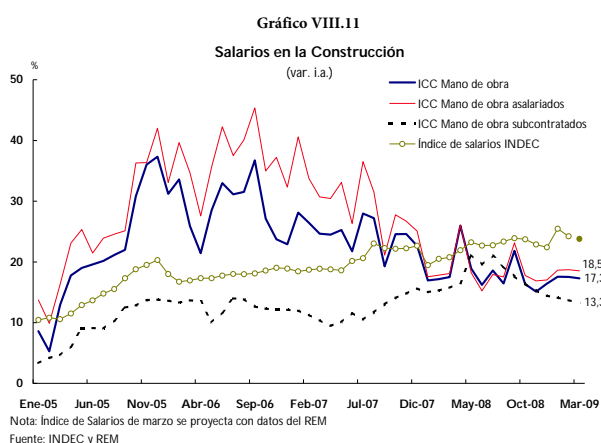
En un contexto de menor dinamismo en la actividad sectorial y de disminución de las presiones externas sobre algunos insumos, el Índice de Costos de la Construcción (ICC) también experimentó una tendencia descendente en su ritmo de aumento (ver Gráfico VIII.10 y Sección III).



La mayor desaceleración se reflejó en los precios de los Materiales, que presentaron el menor crecimiento en términos interanuales. Para ello se conjugaron los efectos de una retracción de la demanda sectorial, con menores presiones sobre los items con alto componente de *commodities*, como el hierro y los productos de cobre, cuyas cotizaciones retrocedieron.

Por su parte, los costos de la Mano de obra continuaron creciendo por encima del Nivel general, respondiendo principalmente al comportamiento de los Asalariados. En tanto, los Subcontratos, que tienen mayor flexibilidad, mostraron menor dinamismo acompañando la evolución de la actividad sectorial (ver Gráfico VIII.11).

En lo que respecta a los Gastos generales, que incorporan precios de distintos servicios de la actividad de construcción, resultaron el componente de subas más pronunciadas, respondiendo mayormente a la evolución de las obras ya en curso.

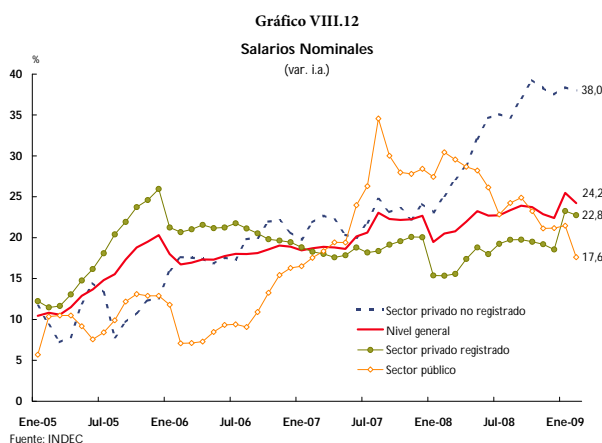


En adelante, el ICC podría continuar desacelerándose como resultado del menor dinamismo en la actividad de la construcción y de los aún deprimidos precios internacionales de las materias primas.

VIII.5 Salarios

Los salarios nominales siguieron en ascenso, presentando un comportamiento diferenciado entre los distintos segmentos de la economía.

El sector informal continúa liderando la expansión salarial y sobresale por la magnitud de las tasas de crecimiento. En tanto, el sector formal presenta aumentos más moderados en sus remuneraciones, impulsados principalmente por el sector privado (ver Gráfico VIII.12).

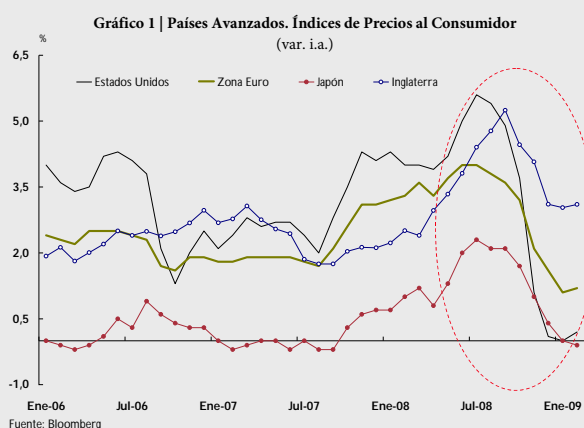


En cuanto a las perspectivas para el presente año, se espera que los salarios muestren menores variaciones nominales que en años previos. Hasta el momento las negociaciones salariales presentan escasos avances, posponiendo las paritarias hacia la segunda mitad del año, cuando cuenten con mayor información sobre la evolución del mercado laboral y la actividad económica en general (ver Sección IV).

Apartado 6 / ¿Son reales los riesgos de deflación mundial?

A nivel mundial, durante el último año se observó un importante cambio de tendencia en los índices de precios. La caída de las cotizaciones de las materias primas, junto con la importante desaceleración de la actividad mundial llevó a las economías a pasar de elevadas tasas de inflación hacia niveles bajos e incluso caídas de precios puntuales. Las malas perspectivas económicas para el presente año, y la estabilización de las cotizaciones de los *commodities* en niveles inferiores a los registrados meses atrás, pusieron en debate los riesgos de deflación en algunas economías avanzadas para 2009. Sin embargo, si bien la inflación general en las principales economías evidenció una fuerte desaceleración en los últimos meses, incluso con registros negativos, la inflación subyacente se mantuvo en torno a los valores alcanzados en los últimos años. Asimismo, otro factor que podría jugar en contra de la idea de deflación son los efectos que en el mediano plazo puedan tener las inyecciones de liquidez acumuladas sin precedentes en un escenario de recuperación moderada de la actividad económica.

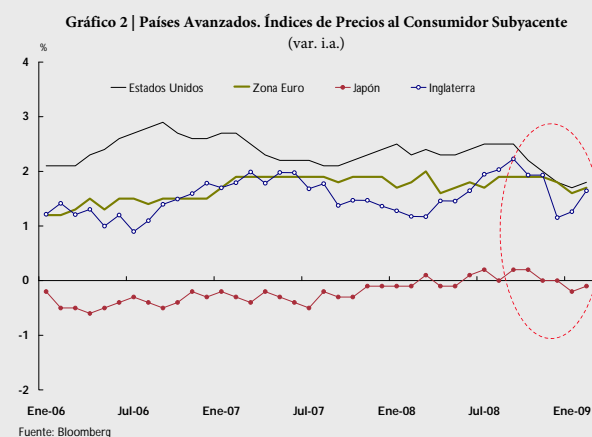
Hacia mediados de 2008, los precios de las materias primas alcanzaban máximos históricos nominales. Esta suba se trasladó a los índices de inflación *headline* de las economías avanzadas y emergentes, llevando a numerosos países a sobrepasar las metas de inflación pautadas por las respectivas autoridades monetarias. Así, en la zona Euro, por ejemplo, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) durante junio y julio de 2008 alcanzó una variación de 4% interanual (i.a.), duplicando la meta establecida por el Banco Central Europeo (BCE). En Inglaterra, la inflación superó a la de la zona Euro y llegó a 5,2% en noviembre, por encima de la meta de 2% del Banco de Inglaterra (BoE; ver Gráfico 1).



Más allá de la aceleración en el ritmo de crecimiento de los precios, la inflación subyacente se mantuvo contenida, dando indicios de la ausencia de efectos de segunda ronda. Asimismo, las expectativas de inflación no presentaron grandes variaciones, respondiendo en parte a la

credibilidad adquirida en los últimos años por los bancos centrales y a las perspectivas de desaceleración económica (ver Gráfico 2).

Similar comportamiento se evidenció en las economías emergentes, tanto en las importadoras como en las exportadoras de materias primas. Así, el índice de precios minoristas de Brasil llegó a un máximo de 6,4% i.a. durante octubre, casi alcanzando el margen de tolerancia máximo aceptado por el Banco Central de Brasil (BCB; 4,5% +/-2 p.p.). Asimismo, Chile verificó un comportamiento similar al alcanzar la máxima variación de precios desde 1996. Si bien la inflación *core* se mantuvo contenida, hacia inicios del segundo trimestre de 2008 se observaron incipientes repuntes.

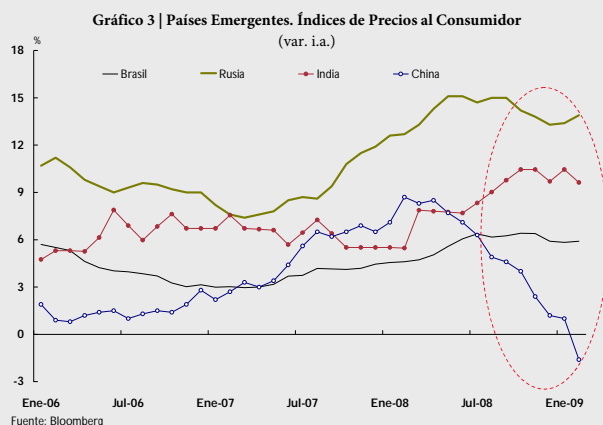


Con la intensificación de la crisis internacional desde septiembre del pasado año, la recesión y la crisis financiera vino acompañada por una fuerte caída en los precios de las materias primas, en especial el petróleo. Esta baja llevó a una reducción de las presiones inflacionarias a nivel global, aunque con mayor énfasis en las economías avanzadas. Así, la zona Euro registra los niveles más bajos de los últimos diez años, mientras que Estados Unidos alcanzó a inicios de 2009 variaciones interanuales negativas por primera vez desde 1955. De esta manera, la inflación regresó a los niveles de meta establecidos por los bancos centrales, incrementándose ahora los riesgos de deflación para algunos países durante el presente año (Japón, EE.UU. e Inglaterra).

En los países emergentes, la disminución en el ritmo de crecimiento de los precios ha sido menor, en parte debido a que iniciaron esta tendencia desde niveles de inflación más elevados y porque hasta el momento la desaceleración del nivel de actividad económica resultó inferior al que evidenciaron las economías industrializadas. Estas características, y en particular las rigideces del mercado laboral, como así también un pasado de ciclos inflacionarios en varios países, han hecho más dificultoso el

ajuste a la baja en los precios, aunque recuperaron los valores de meta (ver Gráfico 3).

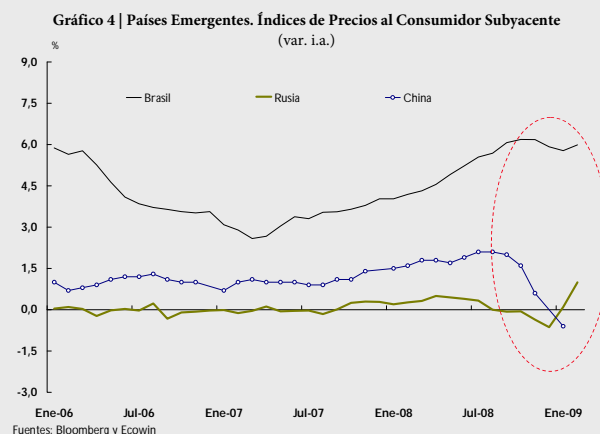
Aunque algunos analistas ven estas caídas puntuales de precios como correcciones temporales luego de la burbuja de precios de los activos, otros argumentan que la disminución en la producción industrial, el aumento de la capacidad ociosa, y principalmente el importante crecimiento de las tasas de desempleo, generarán presiones deflacionarias a lo largo del corriente año. La deflación, e incluso niveles muy bajos de inflación, perjudica aún más la salida de la recesión ya que, entre otros factores, reducen la efectividad de las disminuciones de la tasa de interés de referencia que vienen aplicando las principales economías, e incrementan el valor real de las deudas, pudiendo poner este último factor en combinación con la caída de los precios más presión sobre los mercados de crédito al afectar la calidad de la cartera y los niveles de incobrabilidad.



Sin embargo, hasta el momento la inflación subyacente se mantuvo contenida en torno a los niveles registrados durante la primera mitad de 2008, tanto para las economías avanzadas como las emergentes, aunque con algunas excepciones, como el caso de China.

Asimismo, las proyecciones de inflación, tanto para el presente año como para el siguiente, realizadas por organismos públicos y por el mercado aún no arrojan datos que indiquen una deflación generalizada (ver Gráfico 4).

En el mediano plazo varios factores podrían marcar una tendencia creciente en los precios, entre los que se pueden mencionar una recuperación económica sumada a factores estructurales y coyunturales que dan soporte a los precios en las materias primas. Asimismo, los elevados niveles de inyecciones de liquidez en un escenario de estabilidad económica y financiera podrían comenzar a traducirse en créditos al consumo y la producción, poniendo aún mayores presiones sobre los precios de la economía mundial.



En el corto plazo la caída de la actividad y de los Términos del Intercambio ejercen presión a la baja sobre los precios. Sin embargo, la inercia inflacionaria registrada en los últimos tiempos hace que sólo en algunos casos aislados haya riesgos de deflación, concentrados principalmente entre los países avanzados y las economías de Asia emergente. Asimismo, no se prevé que la caída en los precios sea persistente, dado que en el mediano plazo existen factores que darían soporte a los precios.

IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

IX.1 Síntesis

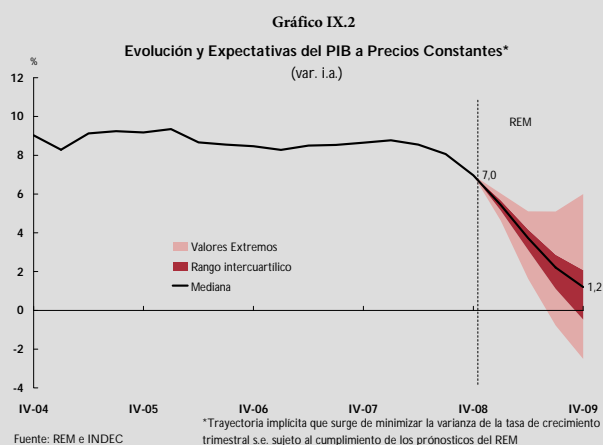
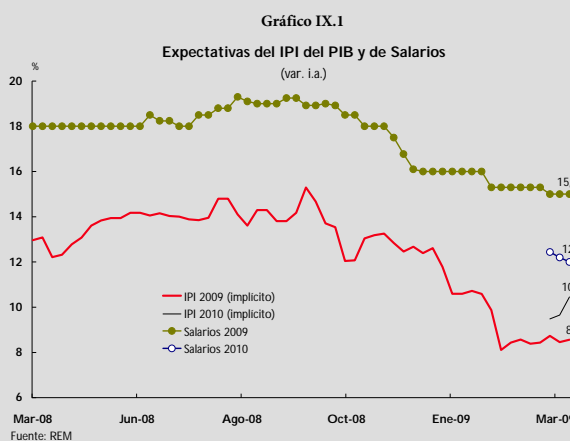
Durante el primer trimestre de 2009 comenzaron a relevarse los pronósticos para 2010. De acuerdo a los participantes del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), el año próximo la economía registraría un crecimiento por encima del previsto para 2009, aunque con un Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB aumentando a tasas superiores a las esperadas para el corriente año. El saldo estimado de Cuenta Corriente y el stock pronosticado de Reservas Internacionales serían mayores a los que se registrarían el presente año. Por su parte, la Recaudación Tributaria Nacional y el Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) en términos del PIB no verificarían grandes variaciones respecto de lo previsto para 2009.

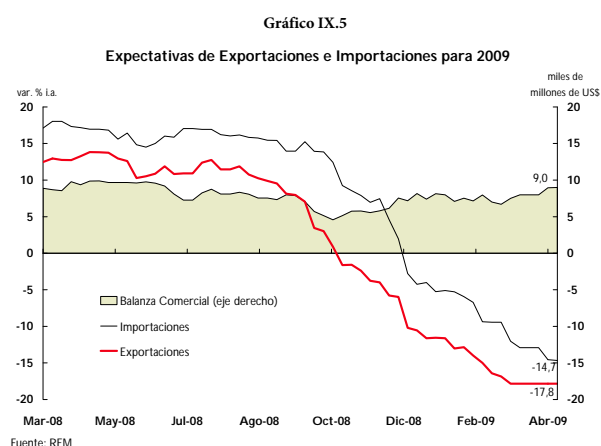
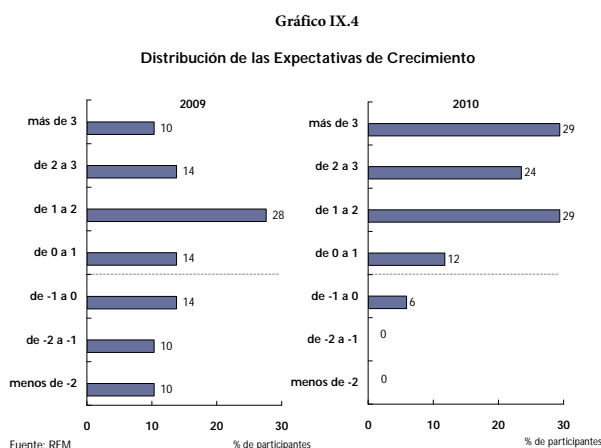
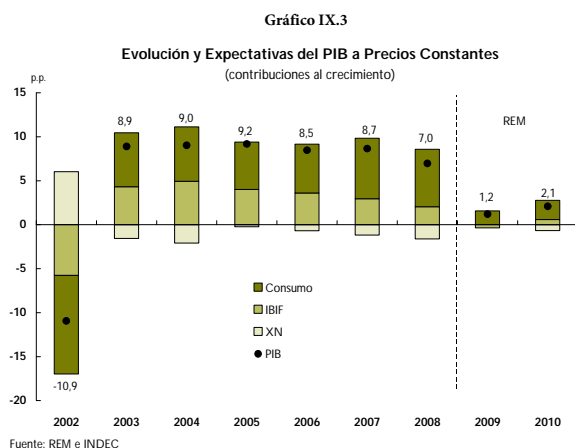
En lo que respecta a los pronósticos para 2009, en términos generales, y a diferencia de lo acontecido tres meses atrás, las estimaciones de tasas de interés fueron ajustadas a la baja, en tanto que los pronósticos de depósitos y préstamos en términos del PIB mantienen la tendencia descendente que evidencian desde mediados del año pasado, si bien se encuentran por encima de los niveles efectivamente registrados en 2008. La mediana de las proyecciones del Agregado Monetario M2 para el año en curso se contrajo nuevamente, a \$191.000 millones, manteniéndose dentro del rango previsto en el Programa Monetario (PM) 2009, y se registraron correcciones al alza en el valor esperado del Tipo de Cambio Nominal para diciembre del corriente año.

Las previsiones de Exportaciones e Importaciones para 2009 fueron corregidas a la baja, al igual que un trimestre atrás, con las compras externas disminuyendo nuevamente más que las ventas externas. De este modo, las proyecciones implícitas de Balanza Comercial se incrementaron a US\$9.000 millones (3,0% del PIB). Asimismo, las perspectivas del saldo de la Cuenta Corriente para el presente año registraron una ligera suba, en tanto el stock de Reservas Internacionales previsto para diciembre de 2009 se ubicó por debajo de lo proyectado en el último **Informe de Inflación**, totalizando US\$43.500 millones. En este contexto, el déficit implícito de la Cuenta Capital y Financiera esperado para el año actual aumentó a US\$5.600 millones, aunque sería inferior al registrado el año pasado.

Las expectativas de crecimiento para el año en curso disminuyeron nuevamente, 0,8 puntos porcentuales (p.p.), en esta oportunidad a 1,2%. Esta merma se explica por las caídas en el aporte tanto del Consumo como de la Inversión, que fueron parcialmente contrarrestadas por una menor contribución negativa de las Exportaciones Netas (XN). Por su parte, las proyecciones del IPI del PIB para 2009 fueron corregidas a la baja en 3,2 p.p., a 8,6%. En igual sentido, los pronósticos de variación salarial se ajustaron a 15,0%.

Por último, las expectativas tanto de Recaudación Tributaria Nacional como de Resultado Primario del SPNF para el presente año evidenciaron una caída, ubicando la presión tributaria esperada en 27,1% y las previsiones de Resultado Primario en términos del PIB en 2,2%.





IX.2 Evolución y Principales Resultados²⁰

Durante el primer trimestre, las expectativas de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB²¹ para 2009 fueron nuevamente corregidas a la baja, 3,2 puntos porcentuales (p.p.) a 8,6%, mientras que las proyecciones para 2010 se ubican en 10,5%. Del mismo modo, la mediana de las predicciones de variación del Índice de Salarios para el presente año registró una caída de 1,0 p.p. a 15,0%, en tanto para el año próximo se ubicó en 12,0% (ver Gráfico IX.1). De cumplirse los pronósticos del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), los salarios nominales exhibirían una desaceleración respecto del crecimiento de 22,4% alcanzado en 2008. Por su parte, la estimación de Tasa de Desocupación para los dos periodos anuales relevados se situó en torno al 9,0%.

Las expectativas de crecimiento para 2009 mantuvieron la tendencia descendente que evidencian desde septiembre del año pasado, disminuyendo 0,8 p.p. respecto del Informe de Inflación anterior, a 1,2%. Dicha merma se explica por las caídas en el aporte tanto del Consumo²² como de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), parcialmente contrarrestadas por una menor contribución negativa de las Exportaciones Netas (XN). El nivel de disenso entre los participantes acerca de cuál será el crecimiento del Producto se mantiene en niveles elevados. Para 2010, las proyecciones de PIB a precios constantes se ubican en 2,1%, registrándose un mayor aporte esperado del Consumo respecto de lo previsto para este año y una recuperación en la contribución de la IBIF. Cabe destacar que para el año próximo también existe un elevado grado de incertidumbre acerca de cuál será la variación del PIB a precios constantes, hecho que se refleja en la elevada dispersión de las estimaciones (ver Gráficos IX.2, IX.3 y IX.4).

En términos desestacionalizados²³ (s.e.), el PIB disminuiría 0,3% promedio trimestral en el primer y segundo trimestre de 2009, impulsado por tasas de variación de -0,6% del Consumo y de 2,2% de la IBIF.

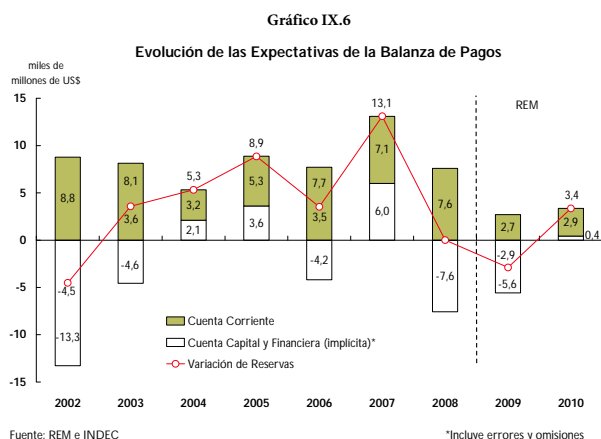
Las expectativas de Exportaciones e Importaciones para 2009 volvieron a corregirse a la baja, presentando las compras externas una caída más pronunciada que las ventas externas, al igual que en el trimestre anterior. De esta manera, de cumplirse los pronósticos del REM, las Exportaciones totalizarían US\$58.000 millones, US\$5.100 millones menos que lo estimado tres meses atrás, en tanto las proyecciones de Importaciones sumarían US\$49.000 millones, US\$6.000 millones menos que un trimestre atrás.

²⁰ Corresponde a la semana estadística 306 finalizada el 8 de abril de 2009.

²¹ Estimación implícita en las proyecciones de PIB, no relevada directamente.

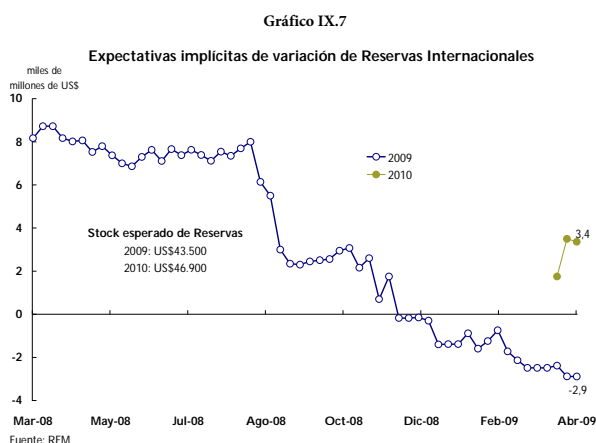
²² Incluye el Consumo Privado, Consumo Público, Discrepancia Estadística y Variación de Existencias.

²³ Estimación implícita, considerando los coeficientes de estacionalidad de los últimos dos años. La expectativa para el cuarto trimestre se obtiene a partir de la proyección anual.

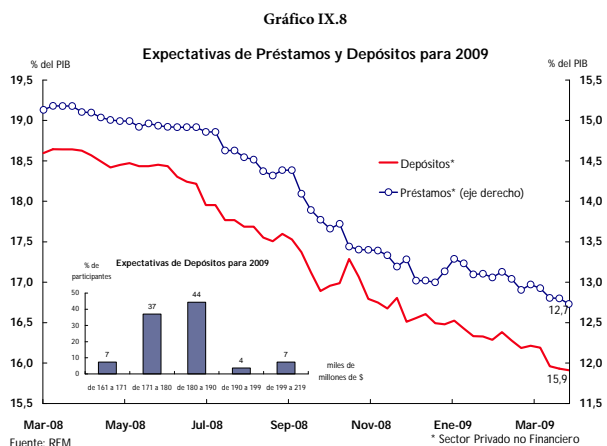


De esta manera, el superávit comercial implícito se incrementó a US\$9.000 millones (3,0% del PIB; ver Gráfico IX.5). Para el año próximo se prevé que los valores de ambas variables estén levemente por encima de los pronósticos de 2009, con las Exportaciones registrando un alza superior a las Importaciones, por lo que el saldo de la Balanza Comercial se incrementaría a US\$12.300 millones (4,2% del PIB). Por su parte, las perspectivas del Saldo de la Cuenta Corriente para el corriente año aumentaron ligeramente a US\$2.700 millones (0,9% del PIB), previsión similar a la esperada para 2010.

Las proyecciones de Reservas Internacionales para fines del año en curso disminuyeron a US\$43.500 millones, mientras que para 2010 se proyecta una acumulación de Reservas en torno a US\$3.400 millones. En este contexto, el déficit de la Cuenta Capital y Financiera implícito en los pronósticos del REM se incrementó a US\$5.600 millones para el presente año, en tanto para el año próximo se espera un leve ingreso neto de capitales (ver Gráficos IX.6 y IX.7).

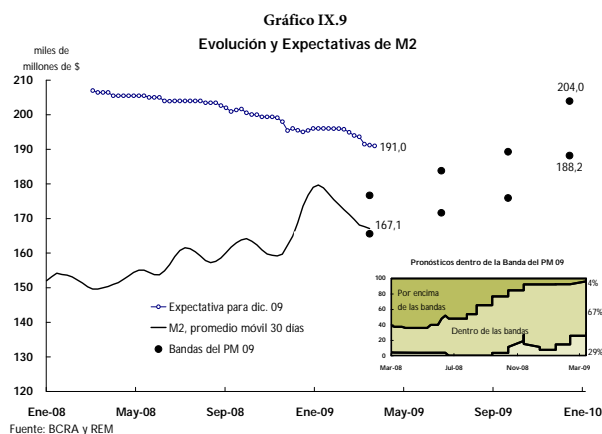


En términos generales, las estimaciones de tasas de interés para 2009 fueron corregidas a la baja, a diferencia de lo acontecido tres meses atrás. De este modo, las proyecciones de la BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) se redujeron 130 puntos básicos (p.b.) a 16,0%, mientras que la merma registrada en las previsiones correspondientes tanto a la tasa de interés LEBAC (Letras del Banco Central) en pesos a un año como a la tasa de interés de Plazo Fijo en pesos a 30 días fue cercana a 50 p.b., ubicando los valores esperados para estas variables en 12,5% y 14,5% respectivamente. Las perspectivas para el año próximo, no registran variaciones significativas respecto de las estimaciones de 2009.



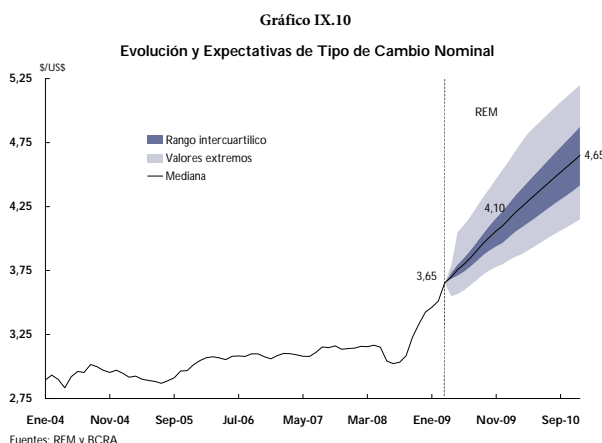
Las proyecciones de depósitos y préstamos en términos del PIB para el presente año mantuvieron la tendencia de los últimos meses, disminuyendo 0,6 p.p. a 15,9% y 0,4 p.p. a 12,7%, respectivamente. Sin embargo, en ambos casos se ubican por encima de los valores registrados en 2008. En términos nominales, las expectativas de Depósitos Totales del Sector Privado no Financiero registraron una caída de \$10.900 millones, a \$181.500 millones, en tanto el stock de Préstamos al Sector Privado no Financiero totalizaría en diciembre del corriente año \$145.200 millones, \$8.100 millones menos que lo previsto un trimestre atrás. Para 2010, la variación interanual se mantendría en 11,3%, línea con lo esperado para este año (10,2%; ver Gráfico IX.8).

La mediana de los pronósticos del Agregado Monetario M2 para 2009 fue revisada a la baja en \$4.400 millones a \$191.000 millones. El 67% de las estimaciones se ubicó

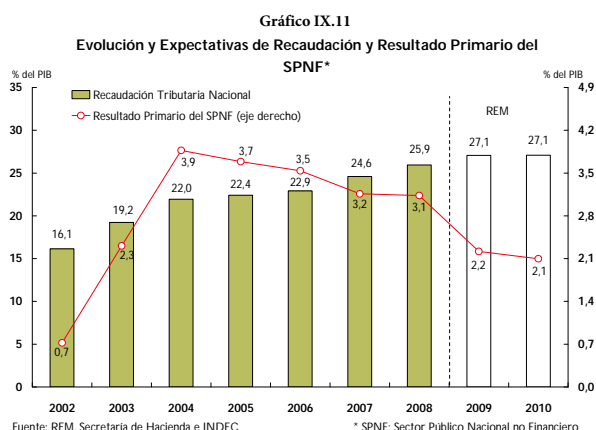


dentro del rango previsto en el Programa Monetario (PM) 2009, un 29% lo hizo por debajo del límite inferior y el 4% restante lo hizo por encima de la banda superior (ver Gráfico IX.9)²⁴.

Las expectativas de Tipo de Cambio Nominal para 2009 fueron corregidas al alza y el valor esperado para el promedio de esta variable en diciembre de 2010 es superior al previsto para fines del corriente año. Para los dos períodos anuales relevados existe un elevado grado de dispersión en las estimaciones, lo que da cuenta del menor consenso entre los participantes acerca de cuál será el valor que tomará la variable (ver Gráfico IX.10).



Las estimaciones de Recaudación Tributaria Nacional para 2009 registraron una nueva caída este trimestre, disminuyendo \$17.300 millones. De esta forma se prevé que la misma ascienda a \$308.700 millones. De cumplirse los pronósticos del REM, el ritmo de crecimiento de la recaudación se desaceleraría desde el 25,9% registrado en 2008 a 14,6%, en tanto la presión tributaria aumentaría de 25,9% a 27,1%. Para 2010, los participantes estiman que la recaudación en términos del Producto se mantenga. Del mismo modo, las expectativas de Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) para el presente año mermaron \$8.800 millones, a \$25.300 millones. En términos del PIB, la caída fue de 0,7 p.p., a 2,2%, valor similar al previsto por los participantes para el año próximo (ver Gráfico IX.11).



²⁴ Se compara la variación interanual punta (dic./dic.) del Agregado Monetario M2 y la variación interanual promedio del PIB corriente.

Resultados del REM. Marzo de 2009

1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2010-FEB		
	Promedio	Mediana	Desvío
IPC: var. 12 meses; en %	7.3	7.0	1.5
VARIABLES	2009-FEB		
Precios	Promedio	Mediana	Desvío
IPC: var. mensual; en %			
IPC: var. interanual Implícita, en % ¹			
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)			
Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en %			
Monetarias y Financieras			
Agregado Monetario M2 (\$); promedio mensual en mil. de \$			
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$	169.878	169.500	2.474
Prestamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$	170.793	170.123	3.101
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %	131.358	131.799	1.150
Tasa de Interés: Letapac en \$ a un año (promedio mensual); en %	12.1	12.0	0.6
Tasa de Interés: Pasos Pasivos en \$ a 7 días; en %	12.5	12.2	1.1
Tasa de Interés: BADLAR promedio mensual de bcos. priv. a 30 días en \$; en %	11.1	11.0	0.2
Tipo de Cambio Nominal: promedio mensual, \$/US\$	12.8	12.8	0.4
Actividad Económica	3.71	3.70	0.05
ENEMAE: var. interanual; en %			
EIM: var. interanual; en %			
Sector Externo			
Exportaciones; en mil. de us\$	4.047	4.018	512
Importaciones; en mil. de us\$	3.166	3.125	490
Fiscales			
Recaudación Tributaria Nacional; en mil. de \$			
Resultado Primario del SPNF; en mil. de \$			

2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES		2009-TR1		2009-TR2		2008-TR3		2009-ANL		2010-ANL					
		Promedio	Desvio	Promedio	Desvio	Promedio	Desvio	Promedio	Desvio	Promedio	Desvio				
Actividad Económica															
PIB a precios constantes; variación interanual; en %		1,8	2,0	1,6	0,8	1,2	2,0			0,9	1,2	2,1	2,3	2,1	1,2
PIB a precios corrientes; en mil. de \$										1.151.959	1.140.630	45.510	1.290.209	1.286.300	105.248
Consumo Total a precios constantes: variación interanual, en %		2,6	3,2	1,5	1,4	1,7	2,1			1,8	2,0	2,1	2,9	2,8	1,6
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual, en %		-2,9	-3,9	5,4	-4,4	-2,8	5,6			-1,6	-1,6	5,4	3,5	2,6	3,0
Tasa de desocupación, en %		8,4	8,3	0,4	8,5	8,5	0,5			9,0	8,9	1,1	9,0	9,0	0,9
Sector Externo															
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos: en mil. de US\$		1166,0	1,190	589	886	1,000	747			2.964	2.700	2.019	3.157	2.928	2.600
Monetarias y Financieras															
Reservas Internacionales: fin de período, en mil. de US\$					46.472	46.000	1.558			44.921	43.500	3.985	47.714	46.862	8.242

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

Glosario de Abreviaturas y Siglas

Acum.: Acumulado

ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AFJP: Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

AIF: Arquitectura Financiera Internacional

AIP: Aglomerados del Interior del País

ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social

ASEAN: Asociación de Naciones del Sudeste Asiático

AT: Adelantos Transitorios

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

BCB: Banco Central de Brasil

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BDI: *Baltic Dry Index*

BEER: *Behavioral Equilibrium Exchange Rate*

BID: Banco Interamericano de Desarrollo

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

BMD: Bancos Multilaterales de Desarrollo

BNS: Banco Nacional de Suiza

BODEN: Bonos del Estado Nacional

BoE: Banco de Inglaterra

BoJ: Banco de Japón

BPC: Banco Popular de China

Bovespa: Bolsa de Valores del Estado de San Pablo

CAFCI: Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión

CBOT: *Chicago Board of Trade*

CCBCRA: Cuentas Corrientes de las Entidades Financieras en el Banco Central de la República Argentina

CFI: Coparticipación Federal de Impuestos

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

CIS: Centro de Industriales Siderúrgicos

CNV: Comisión Nacional de Valores

DEG: Derechos Especiales de Giro

DPN: Deuda Pública Nacional

EFNB: Entidades financieras no bancarias

EE.UU.: Estados Unidos

EM: Efectivo Mínimo

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica

EMBI: *Emerging Markets Bond Index*

EMI: Estimador Mensual Industrial

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

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

FCI: Fondos Comunes de Inversión

Fed: Reserva Federal de EE.UU.

Fed Funds: Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de EE.UU.

FEER: *Fundamental Equilibrium Exchange Rate*

FF: Fideicomisos Financieros

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

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

FSB: *Financial Stability Board*

FSF: *Financial Stability Forum*

G-20: Grupo de los 20

GBA: Gran Buenos Aires

ha.: Hectárea

HICP: Índice Armonizado de Precios al Consumidor de la Unión Monetaria

i.a.: Interanual

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia y Estadística

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ICC: Índice del Costo de la Construcción

ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias

IDL: Indicador de Demanda Laboral

IED: Inversión Extranjera Directa

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

IFF's: Instituciones Financieras Internacionales	MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario
IGA: Indicador General de Actividad	MOI: Manufacturas de Origen Industrial
INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos	MRO: <i>Main Refinancing Operations</i> (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)
INSSJyP: Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados	MSCI: <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>
IPC: Índice de Precios al Consumidor	MULC: Mercado Único y Libre de Cambios
IPC GBA: Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires	NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)
IPC Resto: IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacional y/o volátil significativo y aquellos sujetos a regulación o con alto componente impositivo	NYMEX: <i>New York Mercantile Exchange</i>
IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)	OJF: O. J. Ferreres
IPI: Índice de Precios Implícitos	OMC: Organización Mundial de Comercio
IPIB: Índice de Precios Internos Básicos	OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo
IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor	O/N: <i>Overnight</i>
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	p.b.: Puntos básicos
ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción	p.p.: Puntos porcentuales
ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos	PCE: <i>Personal Consumption Expenditures</i> (Índice de Precios de los Gastos de Consumo Personal)
ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	PEA: Población Económicamente Activa
IVA: Impuesto al Valor Agregado	PIB: Producto Interno Bruto
IVA DGA: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas	PM: Programa Monetario
IVA DGI: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos	PMI: <i>Purchasing Managers Index</i> (Índice de Gerentes de Compras)
KCBT: <i>Kansas City Board of Trade</i>	PP: Productos primarios
LATAM: Latinoamérica	PPA: Paridad del Poder Adquisitivo
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)	PN-09: Presupuesto Nacional 2009
LIBOR: <i>London InterBank Offered Rate</i>	Prom.: Promedio
LME: <i>London Metal Exchange</i>	Prom. móv.: Promedio móvil
M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado
M2 privado: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$ del sector privado	Repo: Tasa de interés de referencia del Banco de Inglaterra
M3: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$	s.e.: Serie sin estacionalidad
M3 privado: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$ del sector privado	s.o.: Serie original
M3*: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	S&P: <i>Standard and Poors</i> (Índice de las principales acciones en EE.UU. por capitalización bursátil)
M3* privado: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$ del sector privado	SAGPyA: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos
MBT: Manuel Belgrano y Timbres	SDR: <i>Special Drawing Rights</i> (Derechos Especiales de Giro)
Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires	SIJyP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
	SIPA: Sistema Integrado Previsional Argentino
	SPNF: Sector Público Nacional no Financiero
	TCN: Tipo de cambio nominal
	TCR: Tipo de cambio real
	TCRE: Tipo de cambio real de equilibrio
	TI: Términos del Intercambio

TN: Tesoro Nacional
tn.: Tonelada
TNA: Tasa Nominal Anual
Trim.: Trimestral / Trimestre
UCI: Utilización de la Capacidad Instalada
UE: Unión Europea
US\$: Dólares Americanos
USDA: *United States Department of Agriculture* (Secretaría de Agricultura de EE.UU.)
UTDT: Universidad Torcuato Di Tella
Var.: variación
VIX: *CBOE Volatility Index*
VN: Valor Nominal
WTI: *West Texas Intermediate*
XN: Exportaciones Netas