

# Informe de Inflación

Segundo Trimestre de 2010



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Informe de Inflación

## Segundo Trimestre de 2010



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Inflación**  
**Segundo Trimestre 2010**

ISSN 1668-0561  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Abril 2010

Publicación editada por la Subgerencia General de Investigaciones Económicas

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

Contenidos, 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: [analismacro@bcra.gov.ar](mailto:analismacro@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 deseé 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 Aparatos, 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 2010, será el 29 de julio a través de internet.*

Buenos Aires, 29 de abril de 2010

# Contenido

Pág. 5 | **I. Visión Institucional**

Pág. 10 | **II. Contexto Internacional**

Pág. 21 | **III. Actividad Económica**

Pág. 28 | *Apartado 1 / Inversión en Argentina, volviendo al camino del crecimiento*

Pág. 30 | **IV. Empleo y Salarios**

Pág. 34 | **V. Sector Externo**

Pág. 39 | **VI. Finanzas Públicas**

Pág. 45 | *Apartado 2 / Características de la oferta de canje de la deuda no ingresada en 2005*

Pág. 47 | **VII. Política Monetaria y Mercado de Activos**

Pág. 57 | *Apartado 3 / Los problemas de endeudamiento en algunas economías de la zona Euro*

Pág. 59 | **VIII. Inflación**

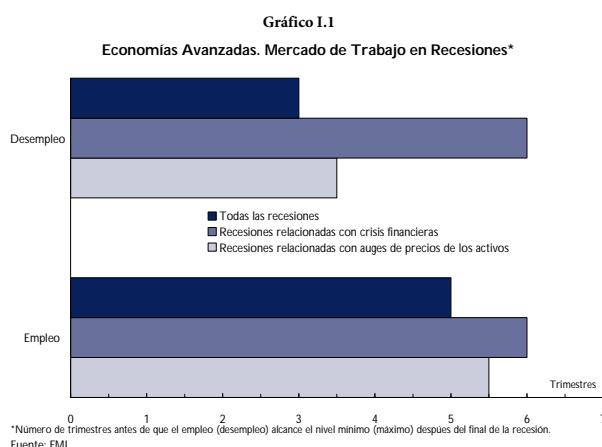
Pág. 65 | **IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)**

Pág. 68 | Resultados del REM. Marzo de 2010

Pág. 69 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

# I. Visión Institucional

La crisis internacional iniciada en 2007 en los países centrales continúa, aunque en sus aspectos financieros muestra una relativa estabilización y se observan indicadores concretos de recuperación en la economía real. Sin embargo, esta trayectoria aún es frágil y se espera que disminuya el ritmo de expansión en el segundo semestre del año, en la medida en que se reduzca el impacto de los estímulos fiscales y monetarios y la recomposición de inventarios vaya llegando a su fin. En consecuencia, se prevé que el empleo se mantenga débil, fundamentalmente en las regiones avanzadas, con tasas de desempleo todavía elevadas durante 2010 y 2011. Aún cuando el escenario base proyecta un crecimiento global en torno a 4% para el presente año y para 2011, todavía no se puede descartar un nuevo debilitamiento de la actividad económica en los países avanzados.



Los volúmenes del comercio internacional continúan recuperándose paulatinamente, aunque están por debajo de los registros de mediados de 2008, mientras que los desequilibrios globales se redujeron en gran medida como consecuencia de la crisis. Sin embargo, es previsible que estos desequilibrios vuelvan a ampliarse si se consolida el crecimiento, razón por la cual cobra relevancia nuevamente la discusión en torno a la necesidad de coordinar políticas económicas entre las principales economías.

Los mercados financieros se estabilizaron y se están recuperando, pero permanecen frágiles. La liquidez interbancaria se está normalizando y el dólar en términos multilaterales se mantiene depreciado con respecto a los niveles previos a la crisis. Asimismo, se reactivaron los flujos de capitales hacia los países emergentes, con un rápido incremento desde fines de 2009 aunque en niveles inferiores a los observados en 2007. Sin embargo, la incertidumbre en torno a la capacidad de financiamiento de algunas economías europeas dado el fuerte deterioro de sus finanzas públicas generó un resurgimiento de la volatilidad financiera, confirmando la debilidad de la recuperación de la economía global (ver Apartado 3).

En los países desarrollados, la salud de las finanzas públicas es uno de los factores de incertidumbre que podrían condicionar la evolución futura de la economía mundial. Como consecuencia de la crisis global (y de las respuestas de política adoptadas) en varios de ellos se han registrado déficits fiscales importantes y un fuerte incremento en los niveles de endeudamiento gubernamental. Ello plantea, potencialmente, importantes dilemas de política para las autoridades de esas economías. En lo

inmediato, desde el punto de vista cíclico, la recuperación de la actividad muestra síntomas de relativa fragilidad y parece todavía dependiente de la continuidad de las acciones de estímulo macroeconómico.

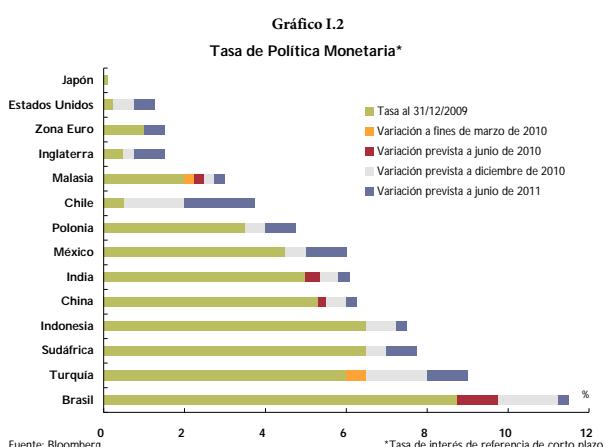
Sin embargo, en un plazo razonable las políticas macroeconómicas deberían inducir el reemplazo gradual del gasto público por el del sector privado y, a nivel global, el de las economías con déficit externos elevados por el de aquellas con posiciones superavitarias más robustas. Los países desarrollados necesitarán adoptar estrategias consistentes para llevar sus ratios de endeudamiento a niveles prudentes y evitar que eventuales interrogantes sobre la sostenibilidad de la deuda gubernamental se transformen en nuevos focos de incertidumbre para la evolución económica global.

La fortaleza de la recuperación y su durabilidad dependerán por lo tanto del grado en que la demanda de los hogares y de las empresas se fortalezcan en los próximos trimestres. Así, las perspectivas de tasas de desempleo elevadas por un período prolongado, incluso para algunas economías avanzadas ubicándose en niveles superiores a los observados en recesiones pasadas, y la ausencia de reactivación del crédito al sector privado hacen prever una trayectoria de crecimiento gradual y no ausente de riesgos.

Los países emergentes fueron los más dinámicos en la fase de recuperación y todo indica que seguirán liderando el crecimiento en los próximos trimestres. Aunque la demanda interna fue el principal impulsor del crecimiento, recientemente se sumaron la mejora en los volúmenes del comercio global y, para algunas economías, la recuperación parcial de los precios de los *commodities*.

En efecto, las cotizaciones de las materias primas continuaron en promedio estables durante el primer trimestre del año. La dinámica de los precios agropecuarios se desaceleró por las perspectivas de cosecha récord, mientras que las cotizaciones de los *hard commodities* crecieron en línea con la recuperación de la economía mundial. Para el resto del año se prevé estabilidad en los precios agrícolas, aunque con cierta volatilidad, en tanto que las cotizaciones del petróleo y de los metales y minerales se moverían levemente al alza.

La inflación se mantuvo contenida en las economías avanzadas, en tanto se aceleró levemente en los países en desarrollo. En este contexto, las principales economías industrializadas optaron por mantener bajas las tasas de interés de referencia, mientras que algunos países emergentes ya comenzaron a incrementar sus tasas de interés



de política monetaria, y otros lo estarán haciendo en los próximos meses.

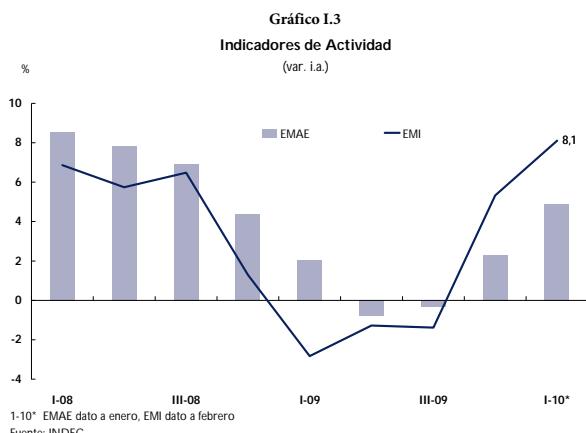
En Argentina, seis años de superávit fiscal y externo generaron un espacio importante para implementar una política económica contracíclica durante la reciente crisis. Hoy todos los indicadores exhiben un crecimiento superior al proyectado hace pocos meses atrás; hay un liderazgo conjunto de la industria y del sector primario siendo los focos de la demanda tanto el consumo interno como las exportaciones. La inversión está retornando al 21% del PIB, que es un valor históricamente elevado.

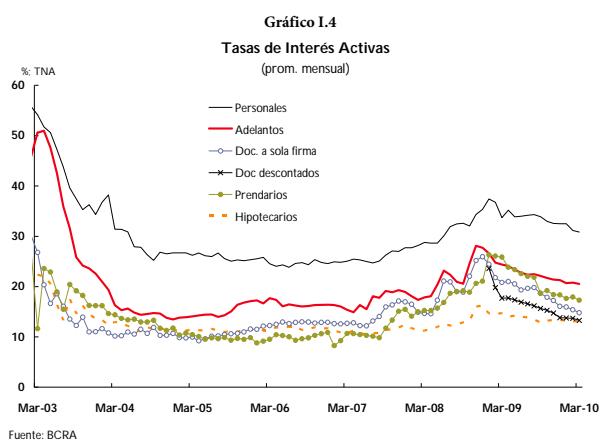
Así, el crecimiento del Producto continúa consolidándose, previéndose en 2010 una tasa de expansión no inferior al 4,5%. En un contexto financiero estable, las expectativas laborales favorables junto con el incremento de los ingresos salariales y de las transferencias gubernamentales alientan un mayor consumo de los hogares, impulsando un aumento del Producto y de las importaciones. Adicionalmente, la inversión se recupera de la caída del año pasado y permite sostener el proceso de crecimiento del stock de capital de los últimos años (ver Apartado 1).

Por su parte, la reactivación económica comienza a impactar positivamente en el mercado laboral, a través de una recuperación de las horas trabajadas, junto con un incipiente, pero progresivo, ascenso de los niveles de ocupación. De esta manera, las empresas proyectan mayores necesidades de aumentar su dotación de personal, lo que se acentuaría en la segunda mitad del año y determinaría una caída de la desocupación en 2010.

Tanto las exportaciones como las importaciones comenzaron el año en alza. Las ventas externas están impulsadas por las exportaciones industriales, lideradas por el sector automotor, que se beneficia de la expansión del mercado brasileño. Además, a partir del segundo trimestre se sumarían los mayores embarques de productos agrícolas, a medida que ingrese al mercado la cosecha gruesa de la campaña 2009/10. La suba de las exportaciones contribuye a compensar el aumento de las importaciones, debido a mayores compras de insumos industriales, bienes de capital y de consumo, derivadas de la recuperación de la actividad local. De este modo, la Cuenta Corriente continuaría siendo superavitaria por noveno año consecutivo, en un marco de mayor estabilidad de los flujos de capitales privados.

En los primeros tres meses del año las variables monetarias, financieras, cambiarias y los precios de los activos continuaron acercándose a sus niveles previos a la profundización de la crisis financiera internacional, proceso





que comenzó a mediados de 2009. En este sentido, la demanda de dinero continuó fortaleciéndose, mientras que el crédito se expandió y las tasas de interés bajaron.

En este escenario, se cumplieron nuevamente las metas establecidas en el Programa Monetario (PM) 2010. El M2 aumentó 18% interanual (i.a.), y se ubicó cerca del centro de la banda establecida en el PM 2010 y los medios de pagos privados (M2 privado) terminaron el trimestre dentro de las estimaciones (indicativas) del PM (+20,1% i.a.).

El agregado en pesos más amplio, M3, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos, creció en el trimestre 3,9%, por la expansión de los depósitos a plazo fijo, tanto del sector público como privado, que aumentaron 12,4%.

Por su parte, los préstamos en pesos al sector privado suavizaron su ritmo de expansión en el primer trimestre del año, influenciados principalmente por factores estacionales. Paralelamente, las tasas de interés de corto plazo más relevantes del mercado monetario se redujeron, tanto las pagadas por los depósitos a plazo como las cobradas por los préstamos, disminuyendo el *spread* entre ambas.

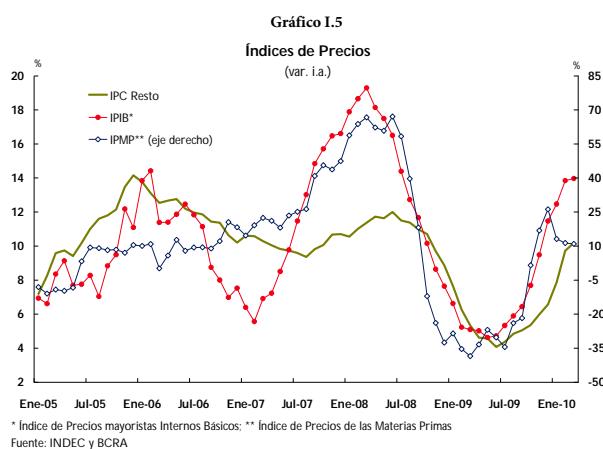
Durante los primeros meses de 2010 el ritmo de suba de los ingresos tributarios continuó recuperándose impulsado principalmente por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), en sintonía con la evolución del consumo nominal, y alcanzando un nuevo récord histórico en relación al PIB. En tanto, el gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) habría aumentado a tasas superiores al 30% i.a., respondiendo en su mayoría a la movilidad previsional y a la incidencia de la creación de la Asignación universal por hijo para protección social. Así, durante el primer trimestre del año, el resultado primario del SPNF se habría mantenido en terreno positivo.

La cobertura de las necesidades financieras del sector público provino nuevamente del uso de fuentes internas, al tiempo que el Gobierno Nacional siguió avanzando en el proceso de reestructuración de la deuda no ingresada al Canje 2005. En particular, se dieron a conocer las condiciones de la oferta y se procederá a la apertura del canje (ver Apartado 2).

Por último, diferentes indicadores de precios muestran un mayor ritmo de aumento en el primer trimestre del año, reflejando fundamentalmente la evolución de los precios de los bienes, tendencia similar a la evidenciada en el resto del mundo, principalmente en las economías

emergentes. En particular incidió en el trimestre el alza de más de 30% del precio internacional de la carne vacuna, superando 40% si se expresa en pesos, con efecto sobre el resto de los precios de la economía.

Teniendo en cuenta la elevada correlación contemporánea y anticipada entre los precios de nuestro país y las cotizaciones de las materias primas, y el hecho de que la recuperación de los precios de los productos primarios de origen agropecuario parece haber llegado a un nivel estable, se espera que se reduzcan las presiones provenientes de estos *commodities* sobre los precios de los alimentos. Asimismo, a partir de la experiencia histórica, no se verifica que el comportamiento de los precios observado en el primer trimestre pueda ser extrapolado para estimar correctamente la inflación anual.



La dinámica de los precios mayoristas responde principalmente al aumento de los productos manufacturados, mientras que los bienes importados reflejan el efecto conjunto de la recuperación de la demanda nacional e internacional, junto con el impacto en los precios internos de la variación del tipo de cambio nominal durante los dos últimos años.

En este contexto, el Banco Central continuará manteniendo bajo control la expansión de los agregados monetarios, mediante la esterilización de la oferta de pesos que exceda a la demanda en el marco del cumplimiento del Programa Monetario y seguirá con su política de flotación administrada para controlar la excesiva volatilidad del tipo de cambio. Asimismo, el Banco Central promoverá mecanismos que aseguren el dinamismo de la oferta de crédito para el sector productivo lo que permitirá reducir cuellos de botella que obstaculizan el crecimiento de la actividad económica.

En adelante, se esperarían menores presiones por parte de los alimentos y de los bienes en general, en un marco de menor volatilidad del tipo cambio nominal. Finalmente, con respecto a la consistencia de la política económica, se ha generado un espacio para una mayor coordinación de la política monetaria y fiscal, junto con las políticas de ingresos, competencia e inversión, a los fines de garantizar un crecimiento sostenible y estable.

## II. Contexto Internacional

### II.1 Síntesis

La tendencia de recuperación económica mundial continuó durante el primer trimestre de 2010, impulsada principalmente por las economías emergentes, tal como anticipáramos en el anterior **Informe de Inflación**. No obstante, aún persisten factores de riesgo como la fragilidad del mercado laboral, la comprometida situación fiscal de algunas economías europeas y el timing de la reversión de las medidas extraordinarias de estímulo.

La recuperación reciente fue impulsada principalmente por importantes planes de estímulo económico tanto en economías avanzadas como emergentes. En algunos países éstas políticas se implementaron en un contexto de déficits fiscales y externos preexistentes que dieron lugar a mayor incertidumbre sobre la situación de liquidez y solvencia. Esto puede ser considerado no sólo como un riesgo para la trayectoria de crecimiento de corto plazo, sino como un problema estructural.

En el plano monetario, las economías avanzadas lentamente van reduciendo la aplicación de políticas no convencionales. En tanto, mantendrían las tasas de interés de referencia en torno a sus mínimos valores históricos durante gran parte del año.

El mejor desempeño de las economías en desarrollo, sumado a la recuperación del apetito por el riesgo, llevó a un incremento en los flujos de capitales hacia dichos países. Los destinos preferidos por los inversores fueron los activos bursátiles e inmobiliarios, generando un importante aumento de precios en ambos mercados en varias de estas economías. Al presente, diversos analistas consideran que este proceso estaría dando lugar en algunos países a la formación de burbujas financieras. En este marco, la combinación de más ingresos de capital, la apreciación de las monedas y la suba de las tasas de referencia en los emergentes podrían exacerbar el mencionado proceso de formación de burbujas.

Los precios de las materias primas durante el primer trimestre del año continuaron estables, aunque con cierta tendencia a la baja. En particular, las cotizaciones agropecuarias se presentaron muy volátiles acompañando la evolución de diversos factores coyunturales, mientras que los precios de los hard commodities crecieron más en sintonía con la recuperación de la economía mundial. Si bien las cotizaciones de los commodities permanecen en niveles inferiores a los máximos alcanzados en 2008, en términos reales siguen siendo históricamente elevados. Para 2010 se espera que los precios de los productos agrícolas se mantengan cerca de sus niveles actuales, en parte debido a la cosecha récord mundial, aunque con cierta volatilidad, mientras que los precios de los hard commodities se moverán levemente al alza. Los factores estructurales permitirían continuar con la situación positiva.

En este contexto, mantenemos la perspectiva de nuestros últimos **Informes de Inflación**, previéndose la continuidad en la recuperación de la actividad económica mundial, aunque lenta y prolongada en el tiempo, configurando un escenario, aunque todavía con cierta incertidumbre, más favorable para la Argentina.

Gráfico II.1

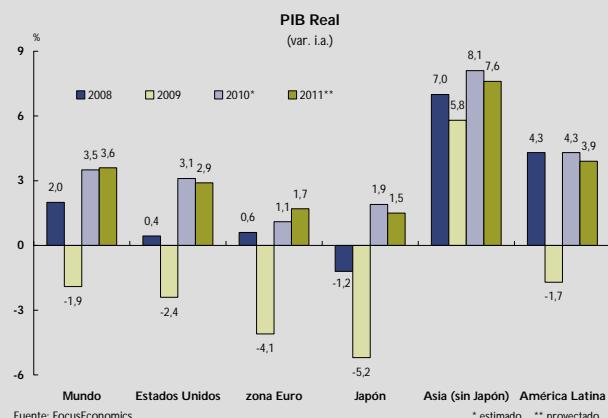
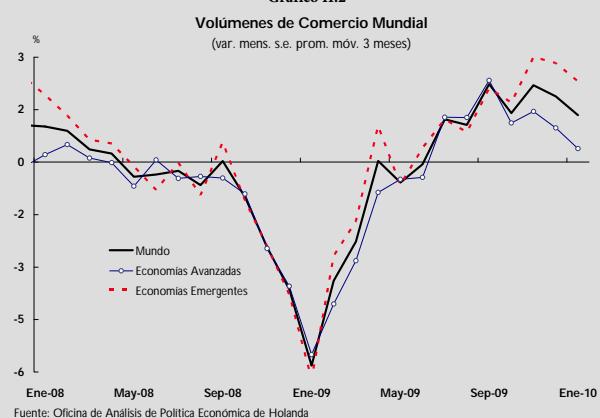


Gráfico II.2



## II.2 Economía Global

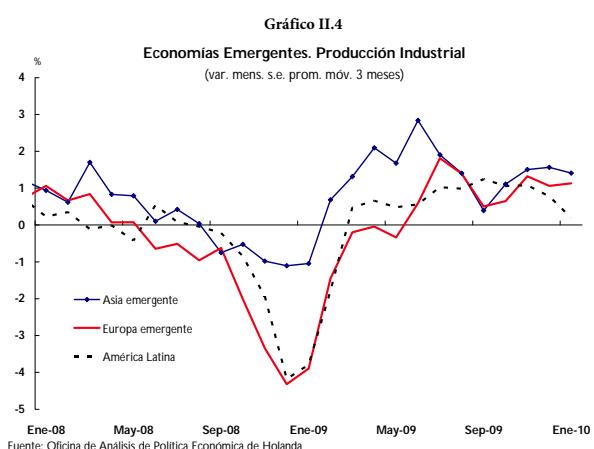
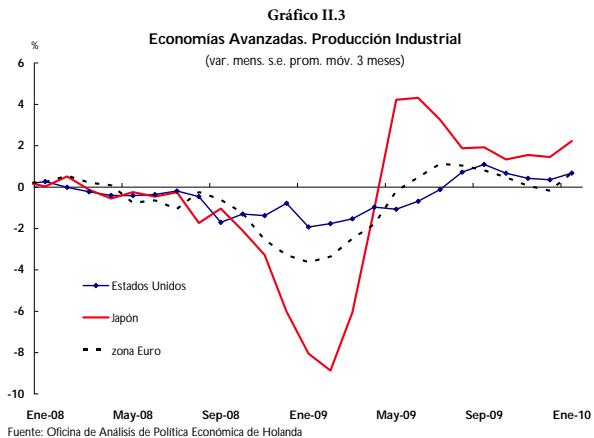
En el primer trimestre del año los indicadores del mercado financiero y de actividad económica siguieron mostrando signos de recuperación. Las economías emergentes fueron las que exhibieron un mayor crecimiento y las impulsoras de la tendencia mundial. No obstante, aún existen riesgos que podrían condicionar esta trayectoria, entre los que se destacan: el deterioro del mercado de trabajo, los problemas de liquidez y solvencia fiscal de diversas economías y el *timing* en la reversión de las políticas de estímulo económico. En este escenario, las perspectivas a futuro son similares a las de un trimestre atrás, con lentitud en el proceso de salida y aún elevada volatilidad.

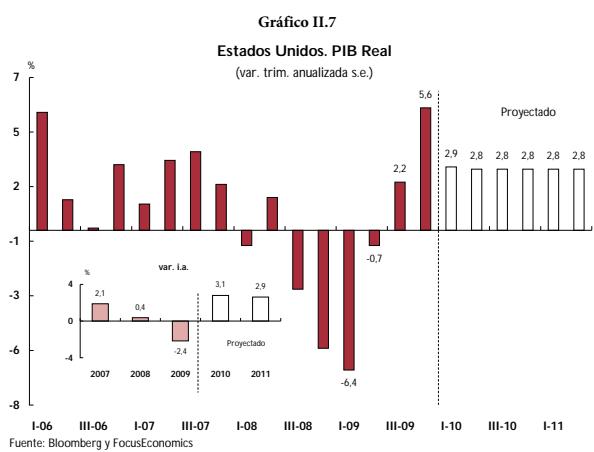
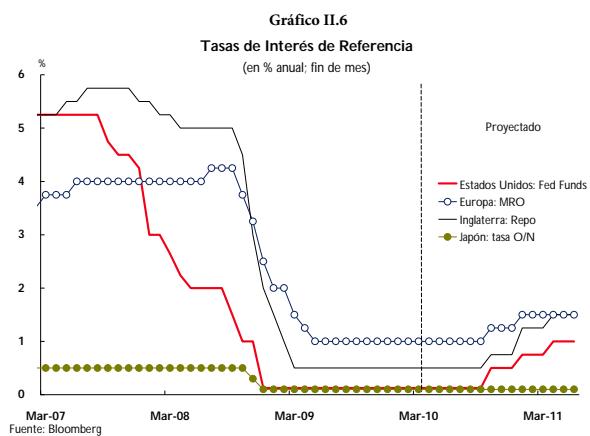
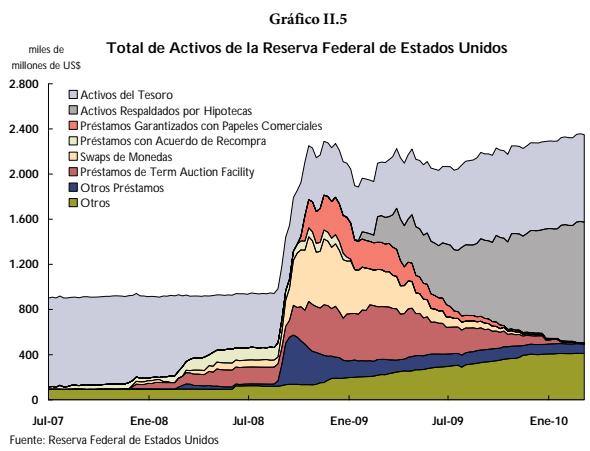
Los volúmenes del comercio internacional siguen creciendo en el margen, aunque todavía se ubican por debajo de los niveles de mediados de 2008. En tanto, acompañando el ciclo económico los desequilibrios mundiales se ajustaron. Sin embargo, surge la posibilidad de que vuelvan a ampliarse si el crecimiento se consolida. En este marco, cobró relevancia la discusión sobre la relación comercial y financiera internacional entre Estados Unidos y China.

Las principales economías avanzadas presentaron tasas positivas de crecimiento real del Producto en el cuarto trimestre del año pasado. No obstante, los fuertes descensos de inicios de año llevaron a que el nivel de actividad en 2009 se contrajera respecto del año previo. Los indicadores parciales, tanto de los países industrializados como de los emergentes, dan cuenta de que la expansión económica habría continuado en los primeros meses de 2010 y, de acuerdo a los índices adelantados, se prolongaría en el corto plazo (ver Gráficos II.3 y II.4). De este modo, con excepción de la zona Euro, las proyecciones de crecimiento para este año fueron corregidas al alza.

La mejora en los niveles de actividad económica fue posible gracias a los planes de estímulo aplicados. En el frente fiscal, el mayor gasto público y la reducción de los ingresos, llevó a la profundización del deterioro preexistente de las finanzas públicas para la generalidad de los países avanzados.

Grecia, Irlanda, España y Portugal son los países que estarán enfrentando mayores dificultades para acceder al financiamiento. Estos países presentan elevados déficits fiscal y externo, reflejo éste último de distorsiones en los precios relativos que se explican por una inflación superior al promedio de la zona Euro, en un contexto de cambio fijo intrazona. La reducción de los desequilibrios no es de fácil resolución, dado que las economías, por un lado, enfrentan una política de tipo de cambio fijo y por el otro, ya se observa que la concreción de un ajuste fiscal resulta política y socialmente difícil. Así, se torna fundamental el apoyo fi-





nanciero bilateral o proveniente de organismos internacionales de crédito (ver Apartado 3).

Más allá del riesgo de mediano plazo que representa la situación de las finanzas públicas, no se prevé la reversión de los planes de estímulo hasta tanto no se consolide un claro escenario de recuperación sostenida.

En tanto, el uso de herramientas de política monetaria no convencionales comenzó a limitarse, finalizando en marzo todos los programas de compra de activos y extensión del financiamiento temporario, implementados por la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) para enfrentar la crisis financiera internacional (ver Gráfico II.5). Por su parte, tras el ajuste de las tasas de interés de referencia implementado en Australia, se proyecta que los principales países avanzados empiecen a elevarlas recién a fines de 2010, proceso que sería liderado por Estados Unidos (ver Gráfico II.6). En los emergentes algunos países iniciaron el ciclo de suba de tasas. Tal es el caso de China que aumentó la tasa de encajes bancarios en dos oportunidades en lo que va del año y se esperan incrementos en la tasa de referencia durante el segundo semestre. También en Brasil recientemente se incrementó la tasa SELIC, luego de nueve meses sin cambios. Mientras que otros países emergentes mantendrían sus tasas de política monetaria en los niveles actuales.

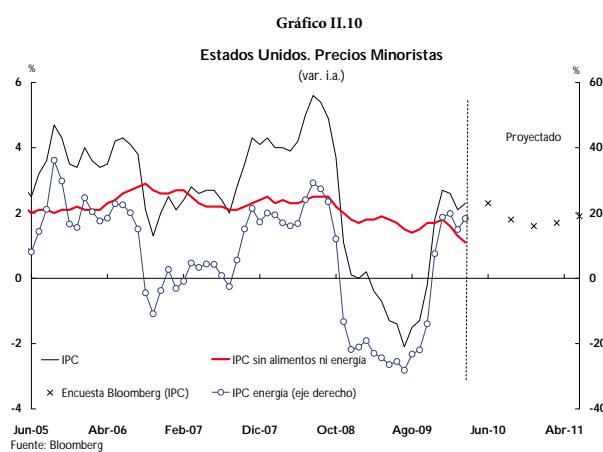
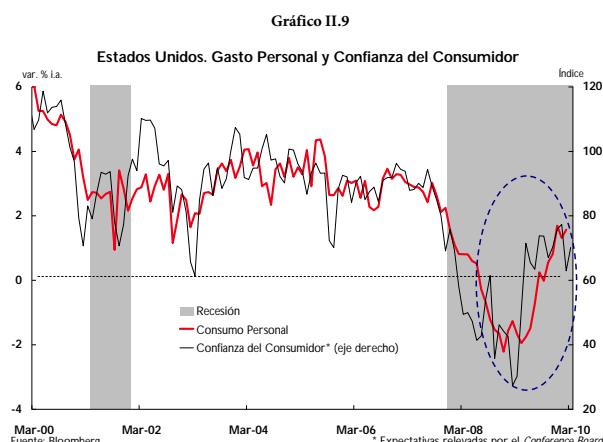
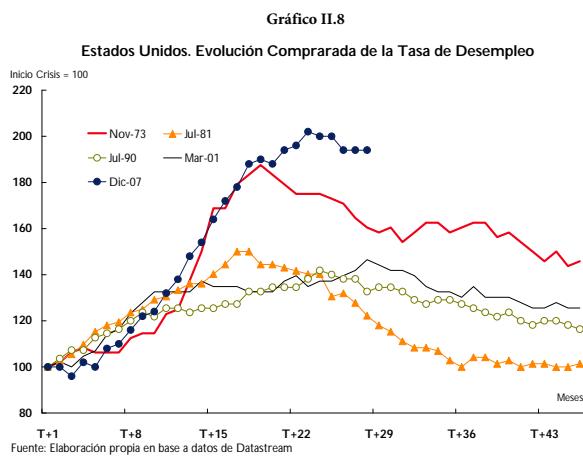
La tendencia reciente de leve aumento de la inflación minorista en los países industrializados continuaría en el transcurso del año, aunque se prevé que el aumento de los precios se ubique en torno o por debajo de las metas de los bancos centrales. En tanto, habría un aumento inflacionario para la generalidad de los países en desarrollo. No obstante, es importante señalar que la tasa de inflación promedio de 2010 sería todavía inferior a la de los años previos a la crisis financiera internacional.

## II.3 Economías Avanzadas

### Estados Unidos

En 2010 la economía norteamericana crecería 3,1%, de manera homogénea durante todos los trimestres, impulsada principalmente por el Consumo Privado (ver Gráfico II.7).

Los indicadores adelantados de actividad económica siguieron mostrando una tendencia positiva. En particular, la producción industrial y las ventas minoristas reales tuvieron un gran dinamismo. Si bien es de esperar que una vez finalizado el proceso de recomposición de stocks se desacelere el ritmo de recuperación, el crecimiento reciente de las ventas minoristas podría dar soporte al ritmo de expansión.



Más allá de la baja de los últimos meses, la tasa de desempleo sigue aún bien por sobre el promedio de las últimas décadas. En efecto, alcanzando a marzo un 9,7% de la Población Económicamente Activa (PEA), la tasa de desempleo disminuyó 0,3 puntos porcentuales (p.p.) desde los niveles de fines de 2009. Por su parte, los salarios reales en lo que va de 2010 disminuyeron 0,3% respecto del nivel promedio de 2009. A corto plazo se espera que se recuperen los salarios y que la tasa de desempleo siga bajando, aunque de manera lenta y gradual, y sin alcanzar en el corto plazo los niveles de desempleo previos a la crisis (ver Gráfico II.8).

Asimismo, si bien la riqueza de las familias mejoró en los últimos meses, aún permanece en niveles similares a los de 2005. En cuanto al crédito al sector privado, la encuesta llevada a cabo por la Fed da cuenta de que los bancos dejaron de incrementar los requisitos de acceso al crédito, aunque los préstamos al sector privado aún no logran recuperarse.

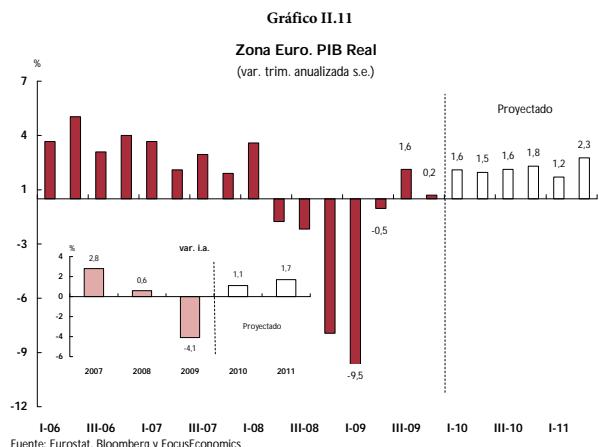
La conjunción de todos estos factores contribuirá a mantener débil el consumo de las familias. Las expectativas de los consumidores, que hasta un trimestre atrás mostraron una tendencia ascendente, parecieran haberse estabilizado en los últimos meses (ver Gráfico II.9). Este comportamiento estaría respondiendo a perspectivas de una lenta recuperación del mercado de trabajo, en un marco en que el acceso al financiamiento es escaso.

La inflación alcanzó un promedio mensual de 0,1%, con una variación interanual (i.a.) de 2,6%. Excluyendo alimentos y energía, el aumento fue de 1,3% i.a.. Para 2010 se proyecta una inflación minorista por encima del promedio de 2009, aunque inferior a la verificada con anterioridad a la crisis (promedio 2006-2008: 3,5%; ver Gráfico II.10).

En este marco, la Fed decidió mantener la tasa de interés de referencia en su mínimo valor histórico, privilegiando nuevamente la recuperación de la actividad económica. Declaraciones de la autoridad monetaria hacen prever que no se observará una suba en la tasa hasta al menos entrado el segundo semestre del año. A fines de marzo pasado se dieron por finalizados todos los programas de *quantitative easing* implementados por la Fed para hacer frente a la crisis financiera internacional. Si bien hasta el momento algunas instituciones financieras devolvieron voluntariamente los fondos extraordinarios provistos por la Fed, uno de los mayores desafíos para las autoridades monetarias en general, y para la Fed en particular, es el momento y el ritmo en el que se implementará la reversión de las medidas de estímulo.

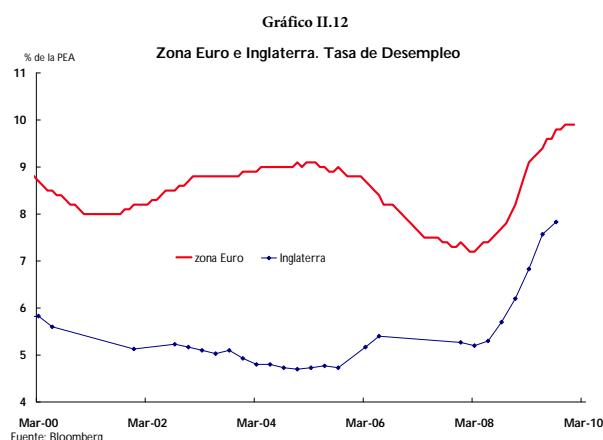
## Europa

El Producto de la zona Euro se expandiría en 2010 1,1%, la menor tasa de crecimiento proyectada entre las economías



avanzadas (ver Gráfico II.11). La previsión menos alentadora para la zona está capturando los riesgos asociados a la presencia de importantes desequilibrios fiscales y externos que registran algunas economías de la Unión Europea. La presencia de una política monetaria única para la región limita el accionar de las autoridades de estos países, en un escenario en donde la aplicación de ajustes fiscales, si bien necesarios para asegurar la solvencia intertemporal, se está demostrando que resulta de difícil implementación desde el punto de vista social y político.

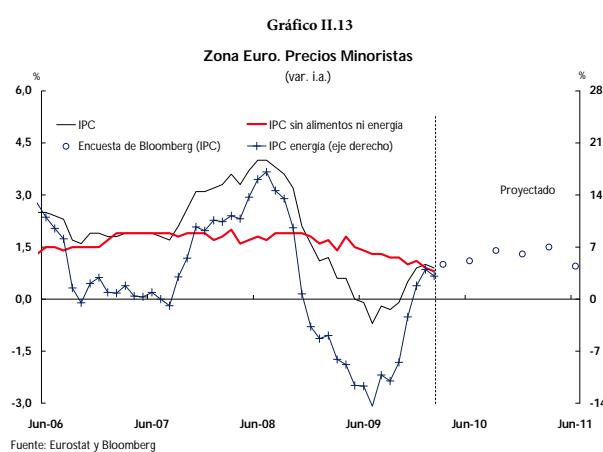
En este marco, en los meses recientes cobró sustancial relevancia para la Unión Europea la discusión en torno al soporte financiero que se debiera dar a estos países. Si bien se observaron posiciones encontradas en relación a este asunto, se alcanzó cierto acuerdo sobre la necesidad de brindar, en caso de requerirse, apoyo financiero bilateral conjuntamente con el Fondo Monetario Internacional (FMI).



Las autoridades alemanas propusieron crear un Fondo Monetario Europeo (FME) en vez de constituirse como garantes o dar soporte financiero a estas economías. La idea, sugerida por el ministro de finanzas de este país, fue respaldada por otras autoridades de la Unión Europea. No obstante, existe consenso de que la puesta en marcha del FME llevaría tiempo y que la situación crítica que atraviesa particularmente Grecia requerirá una solución inmediata.

Por su parte, tras la fuerte caída de 5% del PIB del año pasado, en Inglaterra el Producto crecería 1,2% en 2010, por debajo del promedio del G-7.

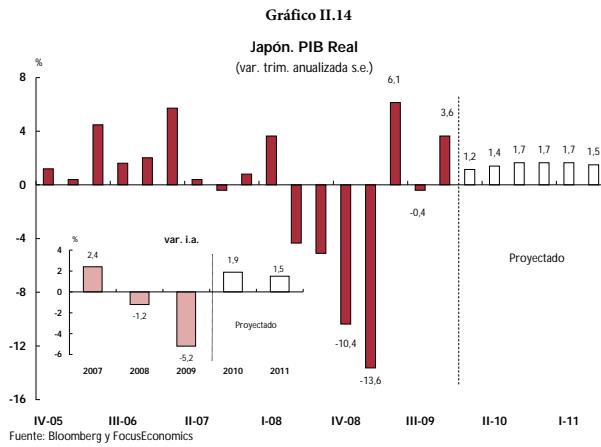
El mercado de trabajo, al igual que en Estados Unidos, es uno de los principales factores de riesgo para la recuperación en estas economías. En el primer trimestre de 2010 la tasa de desempleo de la zona Euro subió a 10%, con un nivel máximo para España en torno a 20%. De cumplirse las expectativas del mercado, el desempleo durante el corriente año continuaría aumentando y recién comenzaría a contraerse a partir de 2011 (ver Gráfico II.12).



La inflación de la zona Euro continuaría aumentando en 2010, aunque alcanzando niveles reducidos (1,5% i.a.) e inferiores a los verificados en el período previo a la crisis (3,3% i.a. en 2008), permaneciendo dentro de la meta del Banco Central Europeo (BCE; 2%; ver Gráfico II.13). Inglaterra presenta una inflación mayor que el bloque continental, previéndose un promedio para 2010 en torno a 2,5% i.a., por encima del promedio de 2005-2007.

El BCE mantuvo, por décimo mes consecutivo, la tasa de interés de referencia en 1%, dado que la autoridad monetaria considera que la recuperación todavía es frágil y las expectativas de inflación están ancladas. Así, se esperan subas

en la tasa de interés de referencia recién a partir del segundo semestre del año. Por su parte, el Banco de Inglaterra (BoE) también mantuvo la tasa de interés y dio continuidad a las políticas monetarias no convencionales. Se prevé que la suba de tasas sea gradual y que comience a fines de año.

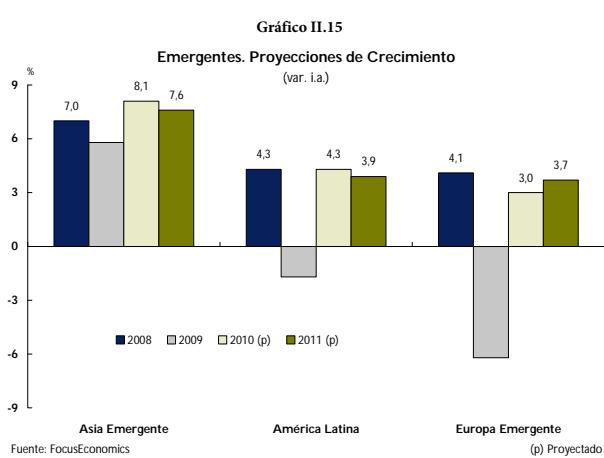


## Japón

Japón crecería en 2010 en torno a 1,9%, luego de la caída de 5,2% en 2009. La leve mejora en las proyecciones respecto del trimestre previo está en sintonía con la recuperación reciente de las exportaciones, tras la fuerte caída registrada un año atrás (ver Gráfico II.14).

Al igual que en Estados Unidos y Europa, los indicadores adelantados de actividad continuaron con la tendencia positiva. No obstante, el mercado de trabajo de Japón sigue siendo un importante factor de riesgo. Si bien la tasa de desocupación se redujo desde inicios de año, todavía se encuentra próxima a sus máximos valores históricos (5,7%).

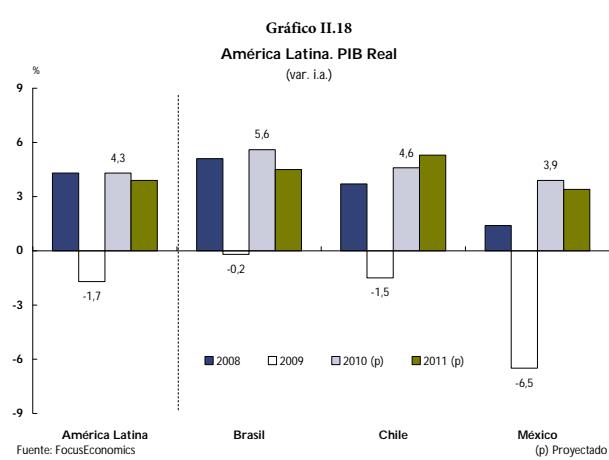
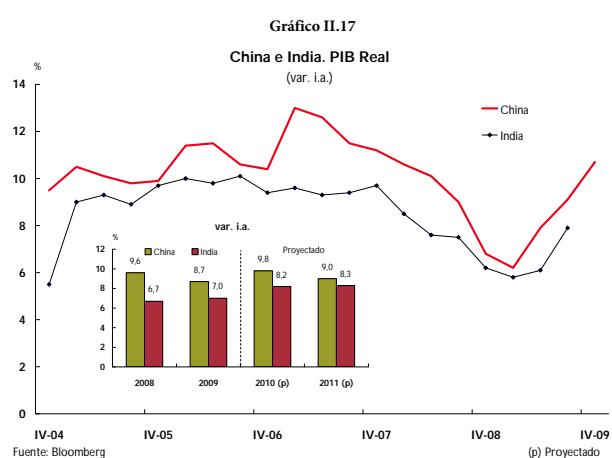
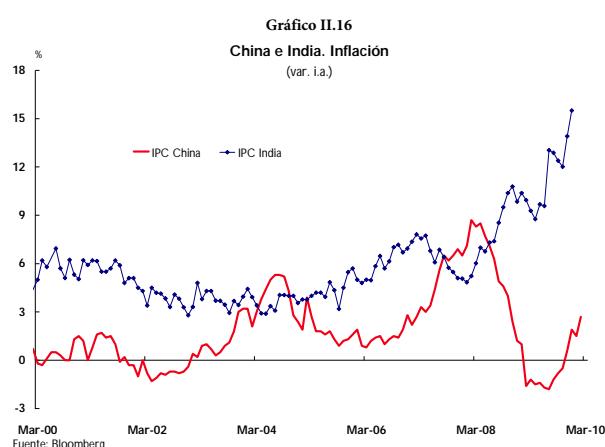
En el marco donde Japón experimentó un marcado proceso deflacionario, el mercado proyecta que la tendencia de los precios a la baja se prolongue en el tiempo y no se verifique un guarismo positivo en términos anuales al menos hasta 2012. La autoridad monetaria continuó con las medidas de provisión de liquidez y de tasas de interés bajas para dar soporte a la actividad, no esperándose una reversión de las mismas hasta al menos principios del año próximo. Adicionalmente, en Japón se estaría analizando el uso de reservas internacionales con el objetivo de dar soporte financiero a determinados sectores de la actividad económica del país, iniciativa semejante a las de India, China y Brasil.



## II.4 Economías Emergentes

Las economías emergentes continúan recuperándose a buen ritmo, siendo Europa emergente la región con menor crecimiento. Este dinamismo sigue respondiendo principalmente a la expansión de la demanda interna, más allá de la mejora de los volúmenes del comercio mundial. Los planes de estímulo y la recuperación de los precios de los *commodities* fueron determinantes. Los pronósticos de crecimiento para 2010 se corrigieron levemente al alza durante los últimos meses, y dan cuenta de que esta tendencia continuaría en 2011, aunque aún prevalecerá la heterogeneidad entre regiones y entre países de una misma zona (ver Gráfico II.15).

El dinamismo económico y la recuperación de los precios de los *commodities* ayudaron a explicar la aceleración de la inflación en los meses recientes. Si bien se proyecta que los precios minoristas crezcan en promedio por debajo de los niveles registrados en 2007 y 2008, para algunas autoridades



el mayor ritmo de aumento en los precios comenzó a ser tema central de preocupación. Tal es el caso de India, donde la inflación se aceleró fuertemente desde el segundo trimestre de 2009, alcanzando una variación i.a. de 17% en enero último (ver Gráfico II.16). En este escenario, en diversos países las medidas de estímulo comenzaron a revertirse, previéndose que en los próximos meses continúe el proceso. En efecto, algunos países ya iniciaron el ciclo contractivo de la política monetaria.

Europa emergente registraría en 2010 un crecimiento del PIB de 3%, aunque Bulgaria y los países bálticos, que fueron los más afectados por la crisis internacional dentro de los emergentes, continuarían con tasas negativas.

Por otra parte, para Asia emergente se prevé una expansión de 8,1% en 2010, todavía levemente por debajo del promedio del último lustro. La evolución de la actividad económica de esta región sigue siendo liderada por China e India, que crecerían 9,8% y 8,2% respectivamente (ver Gráfico II.17).

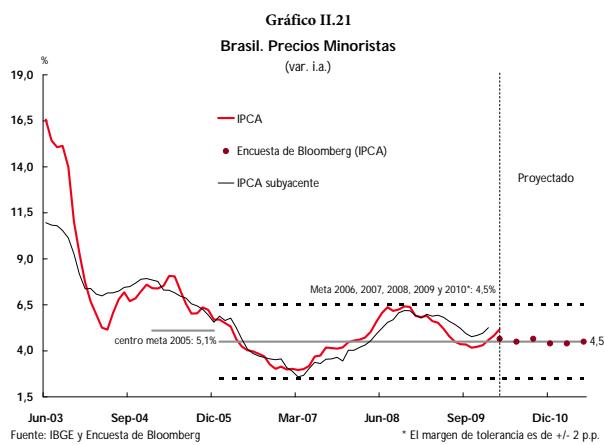
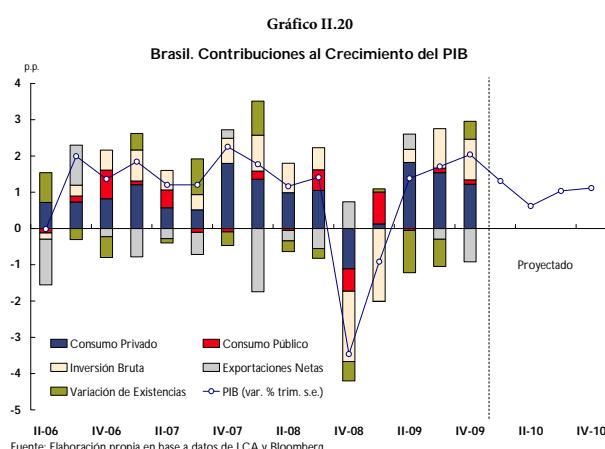
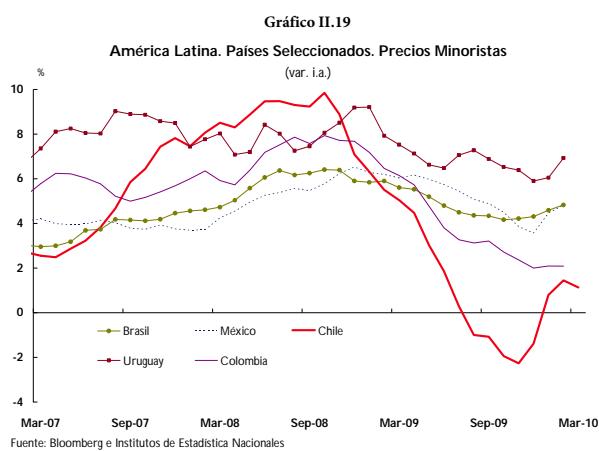
En China el gobierno continúa tomando medidas que podrían en el largo plazo modificar la estructura económica, más orientada a tener un proceso liderado por el consumo. Si bien al presente la demanda externa sigue siendo un factor determinante para la expansión, en los trimestres recientes ganó participación el Consumo Privado.

El Banco Popular de China (BPC) en lo que va del año incrementó la tasa de encaje bancario 100 puntos básicos (p.b.). De esta manera, busca controlar la expansión del crédito y la inflación, que crece por encima de lo esperado, así como limitar la formación de burbujas especulativas. Sin embargo, el BPC aún no elevó la tasa de interés de referencia, y se espera que lo haga recién en el segundo semestre del año.

### América Latina

Acompañando la tendencia de otras regiones emergentes, la actividad económica de América Latina continuó evolucionando favorablemente. Así, se prevé para este año un crecimiento de 4,3%, 0,4 p.p. superior a lo previsto en el anterior **Informe de Inflación** (ver Gráfico II.18).

El avance reciente de América Latina respondió principalmente a las políticas de estímulo aplicadas por los gobiernos, que lograron impulsar la demanda interna y la confianza de los consumidores e inversores, aliviando las presiones sobre el mercado laboral. Asimismo, la estabilización de las condiciones financieras internacionales, el ingreso de capitales y el incremento del comercio mundial favorecieron el buen desempeño económico.



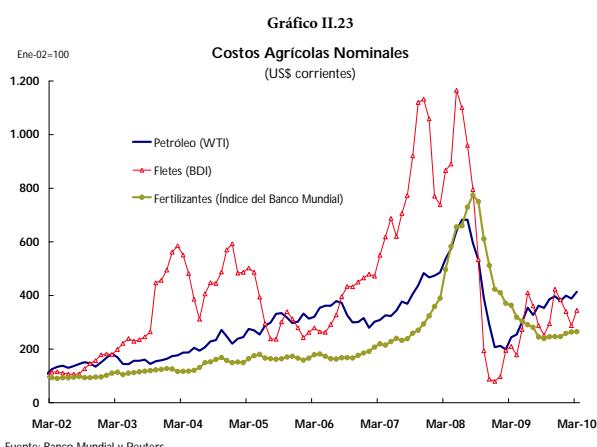
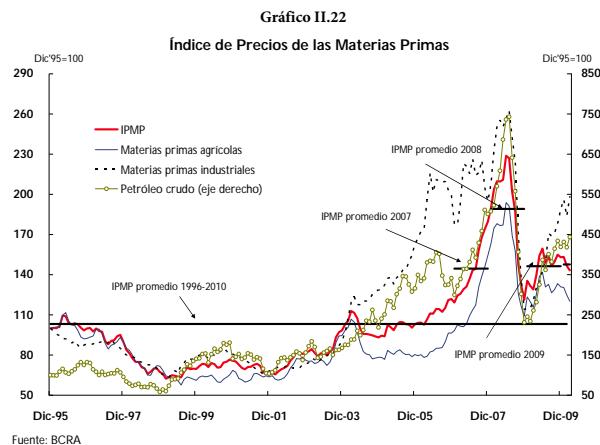
La expansión económica sumada a la recuperación parcial de las cotizaciones de los *commodities*, se materializaron en aumentos en el ritmo de suba de los precios, y aunque se prevé que la inflación se mantenga contenida durante el transcurso del año, las potenciales presiones inflacionarias no dejan de ser un tema de inquietud para las autoridades monetarias de la región (ver Gráfico II.19). Así, se prevé que los bancos centrales inicien el ciclo contractivo de la política monetaria en el corto plazo.

En Brasil, el Producto crecería 5,6% en el año, revisándose la proyección respecto del trimestre previo 0,3 p.p. a la suba (ver Gráfico II.20). La expansión estaría liderada por el sector interno que presenta un desempleo históricamente bajo y elevados niveles de confianza empresarial y de los consumidores. Adicionalmente, para seguir dando soporte a la economía, y con motivo de los eventos deportivos de los próximos años, el gobierno brasileño anunció recientemente un plan de inversión en infraestructura, que tiene el objetivo de aumentar la capacidad energética del país, construir viviendas y realizar las mejoras necesarias para el Mundial de Fútbol en 2014 y los Juegos Olímpicos de 2016. El plan, que fue anunciado como la segunda etapa del Programa de Aceleración del Crecimiento (PAC), se llevaría a cabo en los próximos 6 años y alcanzaría un monto de US\$880.000 millones de dólares (que hoy representan 42% del PIB).

Por su parte, el Banco Central de Brasil (BCB) elevó la tasa de referencia SELIC, en tanto que se espera que la inflación siga en torno a la meta (4,5%; +/- 2%) en 2010 (ver Gráfico II.21).

En Chile, el sismo de fines de febrero modificó fuertemente las condiciones económicas. Por un lado, se observaría una menor actividad en los meses siguientes, previéndose una aceleración en el ritmo de crecimiento económico a partir del segundo semestre del año. Según información oficial, la catástrofe natural implicaría una reducción del ritmo de aumento del PIB durante 2010 de entre 1 p.p. y 1,5 p.p., proyectando un crecimiento en torno a 4,75%. Por su parte, debe tenerse en cuenta que estos eventos impactarían negativamente sobre el consumo al tiempo que afectaron la capacidad productiva, no quedando claro el efecto final sobre los precios. Frente a este escenario, las estimaciones de aumento de la tasa de política monetaria se retrasaron pasando del segundo trimestre a mediados del segundo semestre de 2010.

El PIB de México crecería 3,9% en 2010, principalmente debido a la mejora del comercio exterior, por la recuperación de Estados Unidos. El nivel general de precios aumentó impulsado por el traslado de la reciente suba del Impuesto al Valor Agregado. En este marco, se espera que el banco



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

	Campaña 2008/09 (mill. Ton.)	Campaña 2009/10 (mill. Ton.) DICIEMBRE	Campaña 2009/10 (mill. Ton.) ABRIL	Variación (%)
Trigo	Oferta total*	805,9	837,6	0,7
	Demanda total	640,7	646,7	0,2
	Stocks finales	165,2	190,9	2,6
Maíz	Oferta total*	924,7	935,6	1,9
	Demanda total	777,2	803,3	0,7
	Stocks finales	147,5	132,3	9,0
Soja	Oferta total*	264,7	292,7	2,6
	Demanda total	222,2	233,8	0,8
	Stocks finales	42,8	57,1	10,3
Arroz	Oferta total*	528,2	525,4	1,2
	Demanda total	437,3	436,0	1,3
	Stocks finales	90,9	89,5	0,8

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

Fuente: Elaboración propia en base a datos del USDA

central incrementó su tasa de interés objetivo en el segundo semestre de 2010.

## II.5 Precios de las Materias Primas

En el primer trimestre de 2010 los precios de las materias primas mostraron cierta volatilidad. En particular, las cotizaciones agropecuarias tuvieron caídas principalmente por las expectativas de una oferta mundial récord. Por su parte, los *hard commodities* registraron una tendencia alcista con fuertes subas en su comparación interanual por la mejora de la economía global.

En este contexto, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA cayó 6,4% en el primer trimestre de 2010. Así, el IPMP resulta 38% mayor al promedio histórico de la serie iniciada en 1995. Las caídas trimestrales más importantes a marzo de 2010 las tuvieron los *pellets* de soja (12,3%), el maíz (1,7%) y el trigo (1,4%), mientras que registraron incrementos la carne (7,3%), el petróleo (6,1%) y el cobre (9%; ver Gráfico II.22).

Las cotizaciones de los metales son nuevamente las que más se recuperaron, fundamentalmente impulsadas por el consumo de China y las mejoras de los indicadores de actividad estadounidense. Aunque no se alcanzarían los niveles de importaciones de 2009, se espera que la demanda china continúe elevada, principalmente en el caso del cobre.

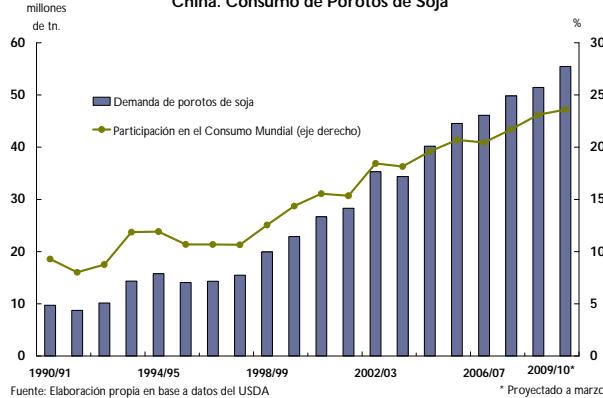
El precio del petróleo crudo también fue sostenido por los indicadores económicos favorables, principalmente de Estados Unidos y China, en un contexto donde la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) aumentó levemente la producción en febrero y mantuvo en marzo las cuotas. En 2010 la cotización promedio del petróleo estaría en niveles por encima de 2009.

El aumento en el precio del petróleo sigue afectando al alza la cotización de los *commodities* agrícolas debido a su participación en la matriz de costos y a su relación con la producción de biocombustibles. Aunque los precios de los frentes cayeron en el último trimestre, continúan en valores más altos que un año atrás. Por su parte, el precio de los fertilizantes creció levemente en los últimos meses. Finalmente, la suba del precio del petróleo mejora la ecuación de rentabilidad de la producción de biocombustibles, con su impacto sobre la demanda de granos (ver Gráfico II.23).

Pese al efecto del precio del petróleo y la firme demanda mundial, los precios agrícolas mostraron caídas en el último trimestre debido principalmente a las expectativas de cosecha récord (ver Cuadro II.1). Las estimaciones de producción de soja reflejan una campaña récord en Estados Unidos, al igual que en Sudamérica. Compensando par-

Gráfico II.24

## China. Consumo de Porotos de Soja



cialmente el sesgo bajista generado por la producción récord, durante el primer trimestre de este año continuó la activa demanda de soja por parte de China<sup>1</sup>, lo que brindó un importante sostén a las cotizaciones (ver Gráfico II.24).

Por su parte, el maíz y el trigo también tuvieron caídas en sus precios, afectados por los aumentos de producción, a lo que se sumó el desarme de posiciones de fondos especulativos y las bajas de los mercados de otros *commodities*, a pesar del ascenso de la demanda (ver Gráfico II.25).

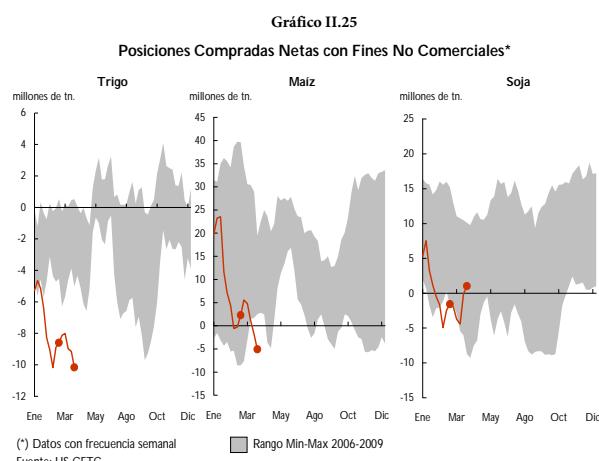
Se prevé que en 2010 los precios de las materias primas se mantengan relativamente estables presentándose factores coyunturales, como la acción de los fondos de inversión que podrían generar mayor volatilidad en las cotizaciones de los productos primarios, más allá de los avances en la regulación de estos mercados. Sin embargo, persisten aún riesgos a la baja si el gasto en los países avanzados no se recupera según lo proyectado y si China modifica su política de acumulación de stocks, prevista al menos para este año.

En particular, los productos agrícolas deberán enfrentar una abundante oferta que supera el crecimiento del consumo, lo que mantendría los precios contenidos. No obstante, las perspectivas para las cotizaciones de los *soft commodities* siguen siendo positivas a mediano y largo plazo impulsadas por factores estructurales, como la fortaleza de la demanda mundial de alimentos debido a cambios en la dieta<sup>2</sup> y el desarrollo de la industria de biocombustibles<sup>3</sup>.

## II.6 Flujo de Capitales

En el primer trimestre de 2010 los precios de los activos financieros continuaron con la tendencia de recuperación. Factores tales como la incertidumbre en torno a los problemas fiscales de algunos países europeos, en particular de Grecia, y los temores de que la suba de encajes en China afecte la recomposición de la económica mundial añadieron volatilidad a los precios de los activos, aunque sin regresar a los picos de 2008-2009. En efecto, la volatilidad, luego de una fuerte suba a mediados de enero, medida a partir del índice VIX (*CBOT Volatility Index*), siguió una cierta tendencia a la baja que la ubicó en niveles similares a los precrisis.

El índice *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) creció durante el primer trimestre del año 2,7%, mientras que

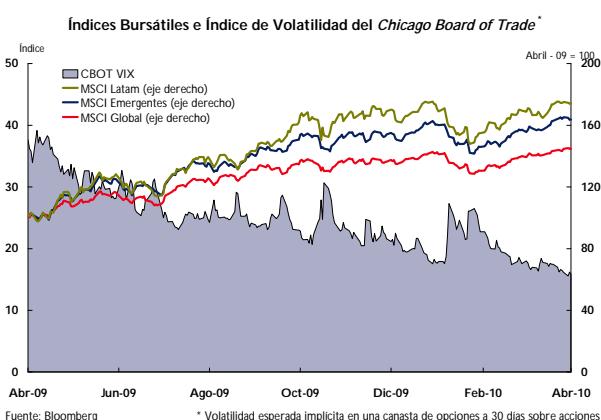


<sup>1</sup> El Gobierno chino anunció en noviembre último que seguirá con la política de acumulación de inventarios, tanto de soja como de otros productos primarios.

<sup>2</sup> Las importaciones de soja por parte de China se mantendrán en alza dado el importante aumento en la producción de carne, a lo que se suma el consumo de alimentos procesados y aceites.

<sup>3</sup> Los gobiernos continúan implementando medidas de apoyo al desarrollo de energías renovables, tales como el biodiesel y el etanol, lo que implicará que seguirán demandando granos para tal fin. En particular, el *United States Department of Agriculture* (USDA) estima que el uso del maíz para etanol creció un 20% en la campaña 2008/09 y proyecta un aumento de 17% para el ciclo 2009/10.

Gráfico II.26



este indicador para Emergentes subió 4,7%. Asimismo, acompañando la tendencia, el MSCI de América Latina ascendió 3,4% (ver Gráfico II.26).

La mejor situación macroeconómica en los países en desarrollo se reflejó en el comportamiento de sus mercados accionarios, que luego de haber caído fuertemente en 2008, verificaron subas importantes desde mediados de 2009. Así, las bolsas de las economías emergentes tuvieron crecimientos por encima del 50% en el último año, destacándose India, Indonesia, Turquía y Rusia con subas mayores al 100%.

Durante los primeros tres meses del año se redujeron las primas de riesgo soberano en todas las regiones emergentes. El *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI+) de Emergentes mostró un sendero de constante caída al reducirse un 23% desde inicios de año (ver Gráfico II.27).

Los mayores flujos de capitales hacia las regiones emergentes responden a la recomposición del apetito por riesgo, la elevada liquidez global y al rebote de la actividad regional. El diferencial de tasas de interés, que se acentuaría en los próximos meses, sería otro incentivo al ingreso de capitales.

Este incremento de los flujos de fondos dio lugar a presiones para la apreciación de las monedas emergentes, así como a las intervenciones de los bancos centrales destinadas a moderarlas. En general, las monedas de los países en desarrollo cerraron 2009 apreciadas respecto a un año atrás, aunque levemente depreciadas en relación a los niveles previos a la crisis, y en el primer trimestre de 2010 se mantuvieron relativamente estables (ver Gráfico II.28).

En este contexto, continuó en los últimos meses el acceso de los gobiernos y empresas de países emergentes a los mercados internacionales en ventajosas condiciones financieras, en términos de plazos y de tasas.

Para el total de los países emergentes se estima en 2010 un flujo de capitales de US\$722.000 millones, un 65% más que el año pasado y un 8% mayor que en 2008, aunque aún por debajo del récord de 2007. Esta recuperación tan rápida, luego de la caída de 2009, genera ciertas preocupaciones sobre el potencial riesgo de generación de burbujas especulativas sobre los precios de los activos, especialmente en ciertos países de América Latina y Asia emergente.

Para 2010, todas las regiones emergentes anticipan un ingreso de capitales más elevado respecto de 2009, aunque sólo para América Latina y Asia emergente se prevén montos mayores a los registrados en 2008.

Gráfico II.27

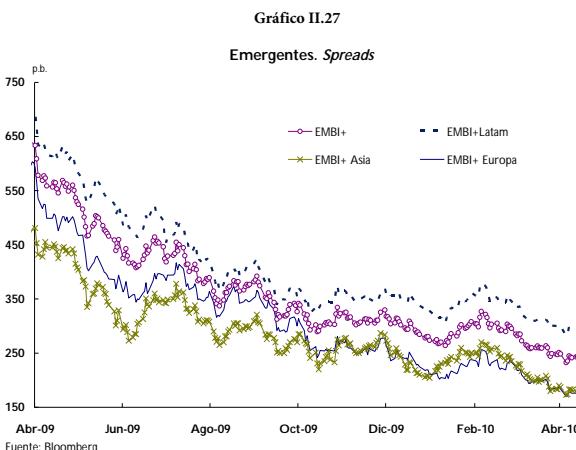
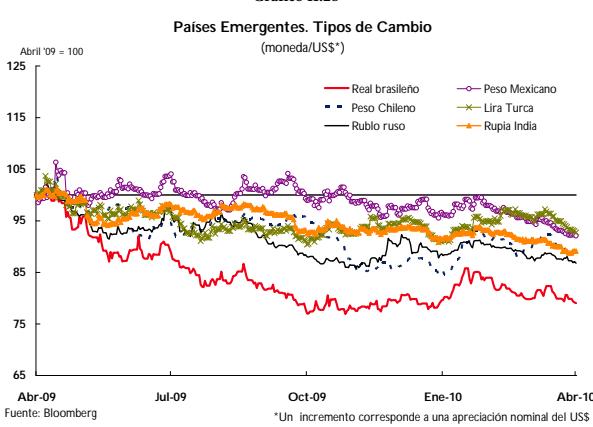


Gráfico II.28



## III. Actividad Económica

### III.1 Síntesis

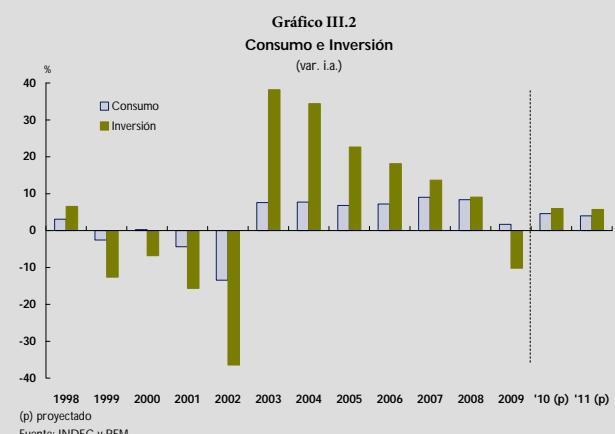
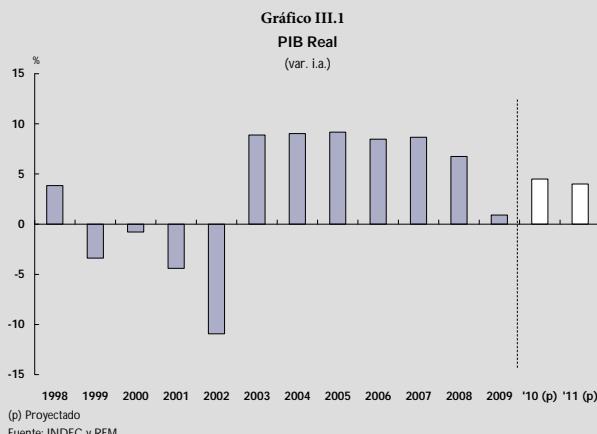
En los primeros meses del año la actividad económica continúa creciendo, principalmente por el aumento del consumo de los hogares. Asimismo, desde el inicio de 2010 se sumó el aporte de la inversión al crecimiento, tras contraerse a lo largo del año pasado. En lo que resta del año se prevé que siga la expansión del Producto, incluso por encima de lo esperado en el anterior **Informe de Inflación**.

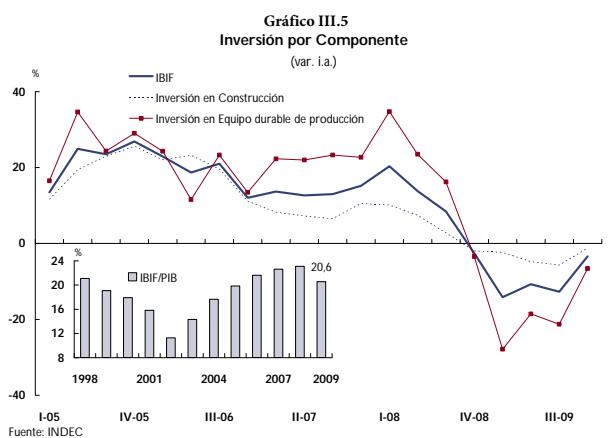
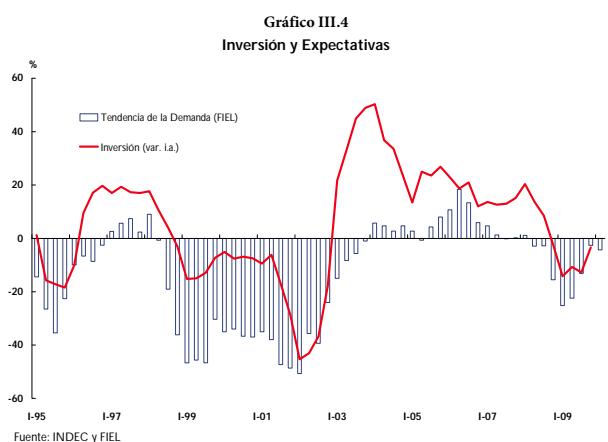
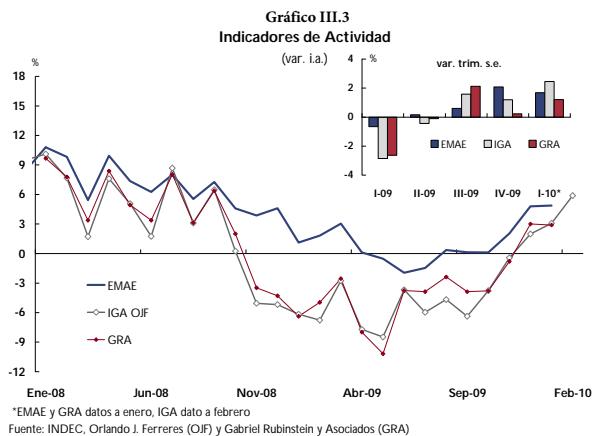
El Consumo Privado se vio favorecido por la evolución del contexto macroeconómico (fruto de las señales positivas provenientes de la demanda externa y la estabilización del mercado laboral local) que, junto con un mejor escenario financiero, ocasionó un incremento de la propensión marginal a consumir de las familias, reflejándose principalmente en un aumento de la compra de bienes durables, los más afectados durante la crisis. También impactó positivamente el alza de los ingresos originada en las mayores transferencias gubernamentales, la actualización de los haberes de los pasivos y en los nuevos acuerdos salariales, que comienzan a jugar un rol más importante a partir del segundo trimestre. En tanto, el Consumo Público continúa contribuyendo al alza del Producto, tal como lo hizo durante 2009.

El gasto en Inversión vuelve a contribuir positivamente al Producto, luego de la caída de 2009. Se destaca el rebote de la inversión en maquinarias y equipos, tanto nacionales como importados, a partir de la mayor compra de bienes relacionados con la industria y el sector agrícola. Por su parte, el gasto en construcción muestra una incipiente mejoría, manteniéndose en niveles históricamente elevados, en un contexto donde se observa un aumento de la demanda inmobiliaria y reaparece la oferta de créditos. En cuanto a las Exportaciones Netas (XN), a lo largo del año contribuirían negativamente a la variación del Producto, ante un aumento de las compras externas superior al de las exportaciones a partir del mayor crecimiento económico.

A nivel sectorial, la reacción de la demanda interna y externa favorece principalmente a la actividad del bloque industrial y los servicios relacionados, que fueron los más afectados por la crisis internacional. Adicionalmente, las mejores condiciones climáticas se plasman en la expansión del sector agrícola, luego de la reducida cosecha 2008/09. Por el lado de los servicios, el crecimiento del consumo y de la oferta agrícola e industrial impulsan al comercio, el transporte y al turismo, en tanto que las mayores necesidades de servicios financieros y el aumento del crédito se reflejan en un alza de la intermediación financiera.

En suma, teniendo en cuenta el mayor arrastre estadístico que finalmente dejó 2009 y un impulso por encima del esperado proveniente del consumo, se estima que la actividad económica crezca a una tasa no menor al 4,5% a lo largo del corriente año, en línea con lo previsto por el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM).





## III.2 Comportamiento del Gasto

En el comienzo del año el gasto agregado sigue acelerando su ritmo de crecimiento, contribuyendo positivamente a la expansión económica local. El impulso proviene principalmente de la absorción interna, ante el mayor consumo y la recuperación de la inversión (ver Gráfico III.3).

El incremento de los ingresos, las condiciones financieras más favorables y la mejora de las expectativas laborales alentaron a las familias a elevar los niveles de gasto. Así, las ventas de bienes de consumo muestran un aumento con respecto a los valores observados el año previo cuando, tras la crisis, se acotaron las decisiones de gasto. El Consumo Público mantiene en el año un impulso positivo, sosteniendo un ritmo de crecimiento similar al de 2009.

Por su parte, la Inversión se recupera en los primeros meses del año a partir del aumento en el gasto en maquinarias y, en menor medida, de la construcción. La estabilización de las perspectivas del ciclo económico y la mejora de las actividades industriales y agropecuarias serían los principales sostenes, a lo que se le suma la reactivación de los proyectos inmobiliarios. En tanto, el sector externo contribuiría negativamente a la expansión del Producto ante un incremento de las importaciones superior al de las ventas externas, propio de las fases de recuperación.

Finalmente, se prevé que en 2010 el crecimiento del PIB supere al 4,5%, por encima de lo esperado en el **Informe de Inflación** anterior. La mejora del gasto interno y la sostenida demanda externa determinarían una expansión superior, en conjunto con el mayor arrastre estadístico que dejó 2009.

### Inversión

Tras varios trimestres consecutivos de caída, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) se recupera a inicios de año y continuaría con la tendencia ascendente en lo que resta de 2010 (ver Apartado 1). La mejora de las expectativas de crecimiento y la reducción de la incertidumbre movilizan a empresas y familias a reponer e incrementar el stock de capital (ver Gráficos III.4 y III.5).

En los primeros meses del año la principal suba está concentrada en la compra de maquinarias y equipos, tanto de origen importado como de origen nacional. El crecimiento de la industria automotriz y el aumento de la cosecha son los principales factores determinantes que impulsan la compra de nuevos bienes productivos. El al-

**Cuadro III.1**  
**Importaciones de Bienes de Capital**  
(en millones de US\$)

Periodo	Máquinas y artículos mecánicos	Máquinas y artículos eléctricos	Vehículos automotores	Aeronaves	Instrumentos de control o precisión	Resto	TOTAL
2005	2.858	1.836	1.185	453	453	225	7.011
2006	3.392	2.249	1.233	597	575	155	8.201
2007	4.197	2.941	1.452	790	673	239	10.292
2008	4.923	3.382	1.858	1.170	821	264	12.418
2009	3.300	2.650	745	1.096	699	153	8.643
2m 2009	512	395	149	20	106	20	1.201
2m 2010	563	331	169	295	105	29	1.492
Var. %	10,0	-16,2	13,6	1.411,3	-0,8	41,8	24,2
Diferencia	51	-64	20	276	-1	9	291

Fuente: INDEC

za del gasto viene siendo financiada por medio de capital propio, dado que los créditos destinados a las empresas crecen a un ritmo todavía lento (ver Cuadro III.1).

El incremento en el gasto de construcción proviene principalmente de la reactivación de proyectos ya iniciados a lo que se le suma un aumento de la obra pública. Desde mediados del año pasado la construcción y refacción de viviendas volvieron a representar una opción financiera para los inversores. El resto de la inversión privada en construcción también exhibe mejoras pero aún se mantiene por debajo de los valores máximos de 2008. Por su parte, se prevé que la obra pública se mantenga en niveles elevados, aunque podría reducirse en términos relativos teniendo en cuenta la recuperación de la actividad en general.

La mejora del gasto en construcción y maquinaria permitiría un incremento de la Tasa de Inversión, que volvería a ubicarse en torno al promedio de 2005-2007. La inversión seguiría siendo financiada con el ahorro interno, aportado por el sector privado y el sector público.

### Consumo

Continuando con la tendencia iniciada a fines del año pasado, las ventas de bienes destinados al consumo exhiben un incremento, particularmente en aquellas categorías relacionadas con bienes durables, revirtiendo lo sucedido durante 2009 (ver Gráficos III.6 y III.7).

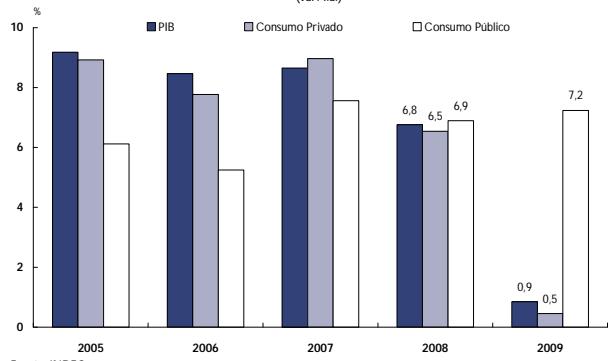
Las favorables perspectivas macroeconómicas y el aumento de los ingresos (principalmente por el aumento de las transferencias gubernamentales y de pensiones y jubilaciones) determinaron que las familias volcaran sus recursos excedentes al gasto. Adicionalmente, también aumenta el endeudamiento de las familias a partir de su favorable situación financiera, que contribuye a la expansión del consumo.

La reacción del consumo se reflejó en las importaciones de bienes, que crecieron a tasas de dos dígitos en los primeros meses del año, y en las ventas de automóviles, que ya se ubican en niveles similares a los previos a la crisis internacional (ver Gráfico III.8).

Por su parte, el Consumo Público sigue contribuyendo positivamente al aumento del Producto, manteniendo una suba similar a la del año pasado que finalizó en 7%.

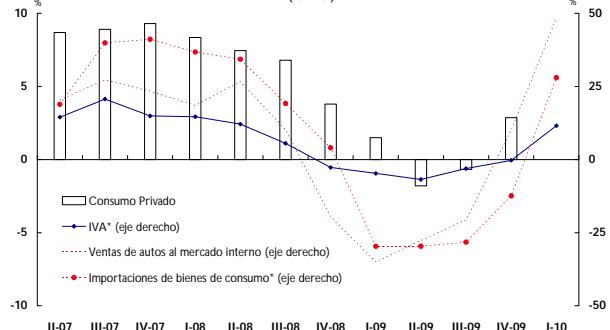
Con todo, el consumo de bienes y servicios se constituiría a lo largo del año en el principal factor de expansión económica. Luego del avance de los últimos meses, se prevé que el crecimiento persista al esperarse un incre-

**Gráfico III.6**  
**Crecimiento del Consumo**  
(var. i.a.)



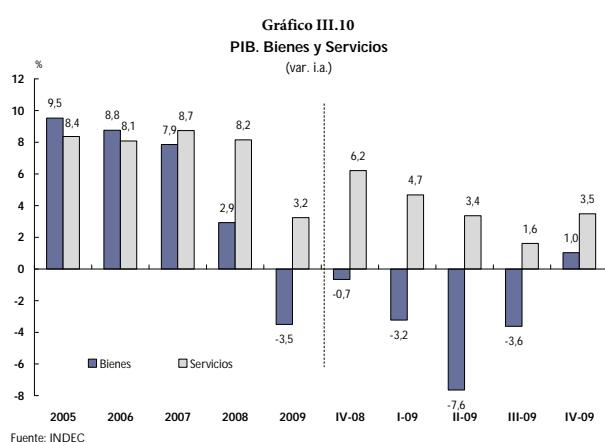
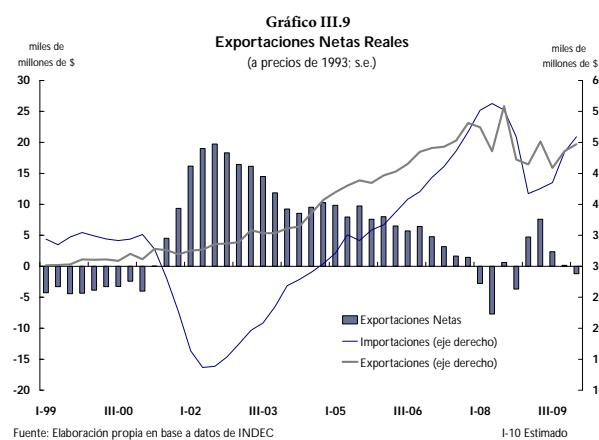
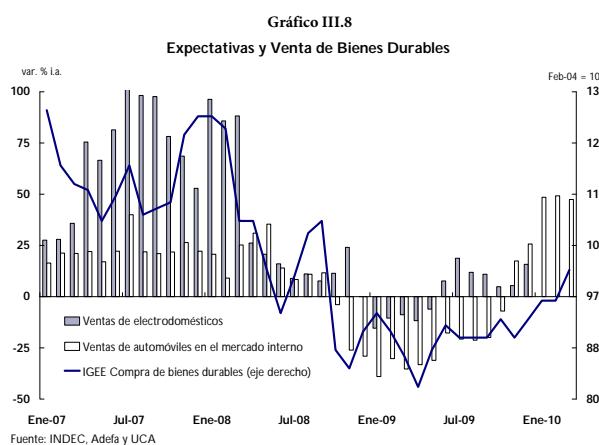
Fuente: INDEC

**Gráfico III.7**  
**Indicadores de Consumo**  
(var. i.a.)



\* Serie deflactada

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC, ADEFA y Sec. de Hacienda



mento de los ingresos, tras las negociaciones salariales, y de la cantidad de puestos de trabajo.

### Exportaciones Netas

La recuperación de la absorción interna impulsa en los primeros meses del año una suba de las importaciones superior a la de las exportaciones en términos reales. Esta situación persistiría en lo que resta de 2010, determinando una contribución negativa de las Exportaciones Netas (XN) al crecimiento del Producto, a diferencia de lo sucedido un año atrás (ver Gráfico III.9).

Tras alcanzar las importaciones un valor mínimo en el primer trimestre de 2009, el crecimiento del consumo y la inversión y la recuperación de los niveles productivos llevaron a incrementar los volúmenes de importaciones en el corriente año. Así, la suba de las compras de bienes de consumo se ubica en torno al 30% interanual (i.a.), mientras que las compras de bienes de capital aumentan cerca de 25% i.a..

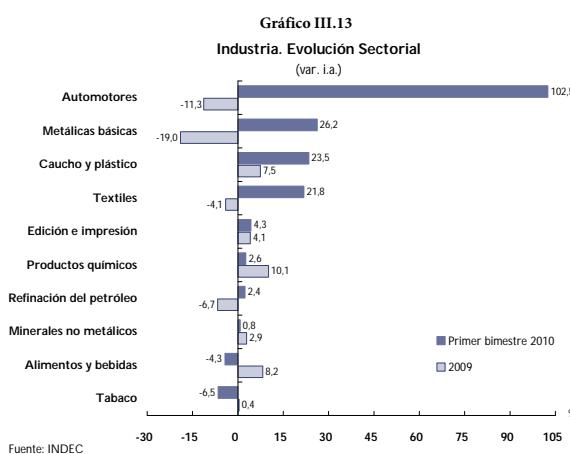
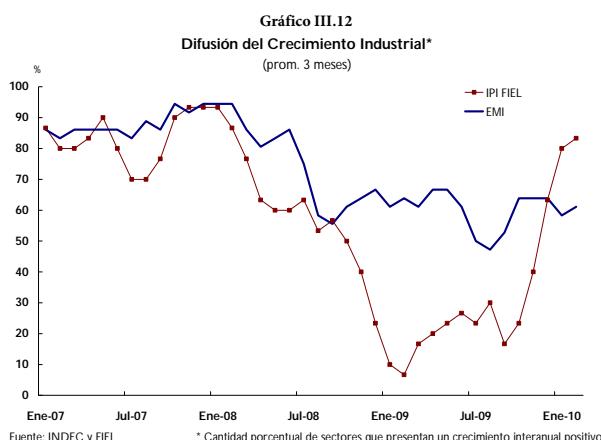
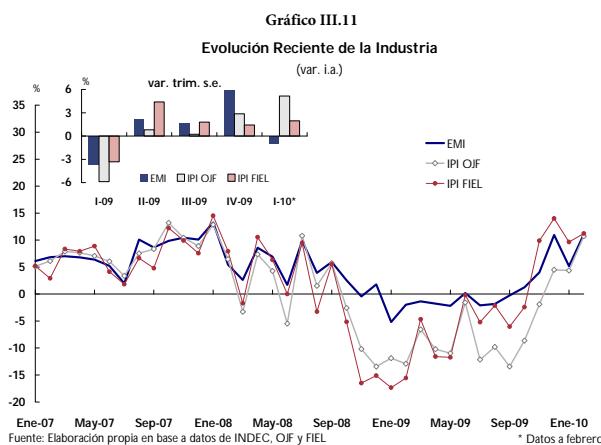
Las exportaciones también suben en los primeros meses de 2010 a partir del incremento de las ventas de Manufacturas de Origen Industrial, dado que el resto de los rubros caen. En lo que resta del año se proyecta que se consolide la suba de las exportaciones reales, favorecida por el aumento de la oferta agrícola entrante, determinando una reversión del aporte negativo de los Productos Primarios y Manufacturas de Origen Agropecuario.

### III.3 Comportamiento de la Oferta

En el arranque del año se observa un incremento de la producción local, tanto de bienes como de servicios, continuando con la tendencia iniciada a fines de 2009 (ver Gráfico III.10).

Los mayores niveles de gasto de los hogares y la sostenida recuperación del comercio internacional seguirían favoreciendo al crecimiento de la industria en 2010. Para el sector agrícola se espera un incremento significativo de la actividad en el año, luego de una magra cosecha en la campaña 2008/09, mientras que la construcción se ubicaría moderadamente por encima de los niveles actuales.

Por su parte, los servicios seguirían en su sendero de expansión. El comercio y el transporte acompañarán el incremento del consumo, el rebote de la inversión y los mayores niveles productivos, mientras que las mayores necesidades de servicios financieros y el crecimiento del crédito se reflejarían en un alza de la intermediación financiera. Adicionalmente, también se observaría un



aumento de la actividad turística, ante la mayor demanda interna y externa respecto al año pasado.

### Industria

El sector manufacturero sigue siendo uno de los impulsores de la recuperación de la actividad económica, favorecido por la demanda externa y por la reactivación del gasto interno, escenario que se mantendría en lo que resta del año (ver Gráfico III.11).

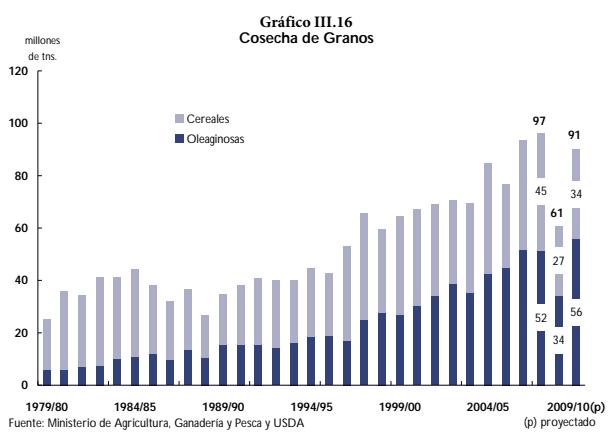
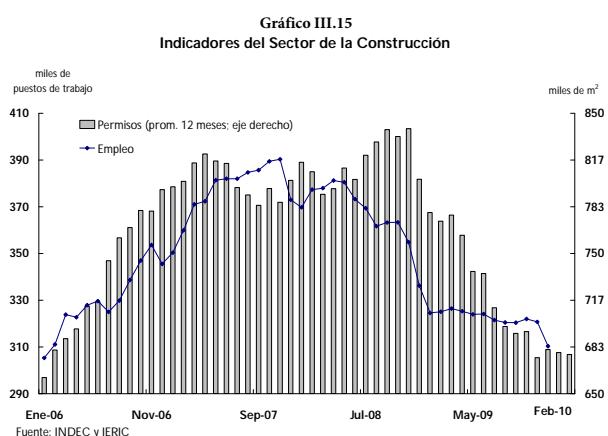
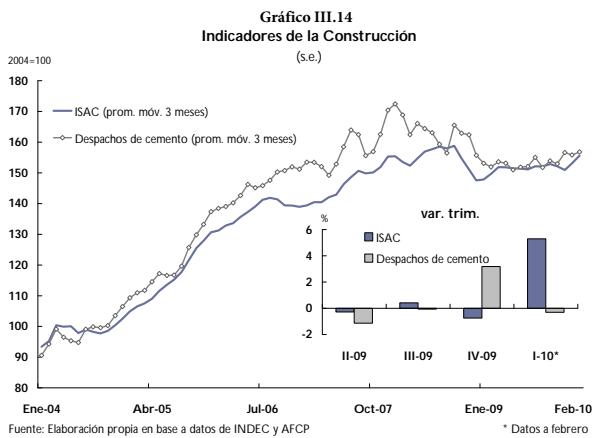
El crecimiento industrial es más difundido a todos los sectores productivos que en los trimestres pasados, si bien los mayores avances se dan en los que experimentaron los retrocesos más significativos durante el impacto de la crisis internacional (ver Gráfico III.12). La industria automotriz sigue liderando la suba, acumulando cuatro trimestres consecutivos de incremento de la producción en términos desestacionalizados y más que duplicando en lo que va de 2010 los niveles productivos de un año atrás. El incremento continúa siendo traccionado por las exportaciones, fundamentalmente a Brasil, al tiempo que también se observa un repunte de las ventas de autos nacionales al mercado interno (ver Gráfico III.13).

La industria siderúrgica continúa creciendo en el trimestre, superando marcadamente la producción del año previo, al tiempo que también se observa una suba interanual en los productos químicos y plásticos. Asimismo, siguen en alza sectores ligados fundamentalmente al consumo interno, como los textiles, papel y cartón y edición e impresión. La producción alimenticia, que fue sostén de la industria el año pasado, revertiría su caída de los últimos meses en el transcurso del año, principalmente a partir del mayor aporte de las fábricas aceiteras frente al aumento de la disponibilidad de materia prima agrícola.

Por último, los niveles de actividad más elevados, que en un principio se reflejaron sólo en una suba de las horas trabajadas, estarían impactando favorablemente en el empleo industrial, que comenzó a crecer en el último trimestre del año pasado (ver Sección IV).

### Construcción

El sector de la construcción muestra una mejora en su actividad en el inicio de 2010, previéndose que crezca en forma moderada en lo que resta del año, frente a la mayor confianza de los inversores y de las familias (ver Gráfico III.14).



El mayor dinamismo del sector es generalizado a los distintos tipos de obras, tanto las relacionadas al sector privado como público, luego de las caídas del año pasado. Las construcciones destinadas a la vivienda mostraron un crecimiento, superando los niveles de actividad de 2008, favorecidas por el aumento de la confianza de los desarrolladores que retoman los proyectos en suspenso y del inicio de obras de menor envergadura. Las construcciones con destinos comerciales e industriales y las petroleras mantienen su tendencia ascendente. En cuanto a las obras del sector público, tanto las de infraestructura como las viales registraron un alza.

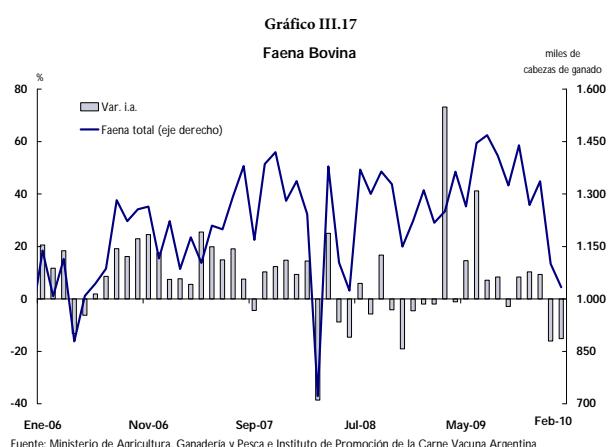
En 2010 se prevé que la actividad crezca moderadamente, a partir de los proyectos en curso. Los permisos de edificación se mantienen estables y no estarían mostrando un aumento de la actividad ligada a nuevas obras, conclusión semejante a la que se desprende de las encuestas cualitativas a los empresarios del sector (ver Gráfico III.15). En tanto, el incremento proyectado del gasto de capital para el transcurso del año revitalizaría las obras vinculadas al sector público, situación que se estaría reflejando en los incrementos de empleos en las empresas de mayor envergadura.

### Sector Agropecuario

El sector agropecuario muestra un comportamiento heterogéneo, luego de la fuerte caída generalizada de la actividad en 2009. Mientras que la producción agrícola se recupera, el escenario continúa siendo desfavorable para el sector pecuario.

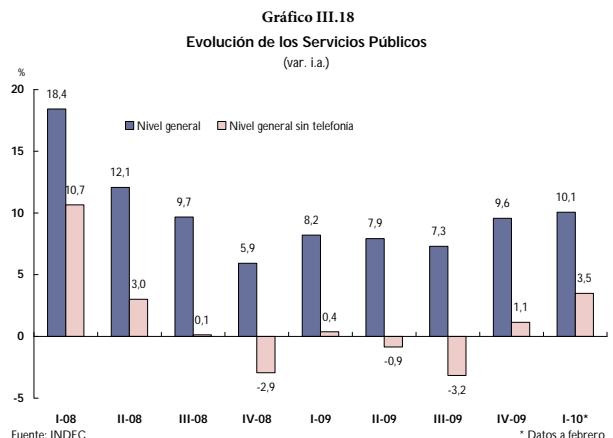
Las mejores condiciones climáticas, el mayor nivel de la demanda externa y los precios elevados de las materias primas, impulsan al incremento de la producción de granos. Las proyecciones de la campaña 2009/10 fueron revisadas al alza y se ubican significativamente por encima de los valores del ciclo previo, ante un incremento tanto de las oleaginosas como de los cereales. La cosecha de soja alcanzaría un nuevo récord histórico, favorecida por la suba de los rendimientos y el aumento a un nuevo máximo del área sembrada. La producción de maíz de la actual campaña crecería en relación a la previa, logrando rendimientos superiores a los obtenidos hasta el momento, al tiempo que la cosecha de trigo finalizó con una sustancial caída ante la reducción de la superficie sembrada (ver Gráfico III.16).

El sector pecuario continúa con su reducida actividad, ante la disminución de la capacidad productiva. Los niveles récord de faena de 2009 tuvieron como contrapartida la liquidación de vientres y la reducción de los índices de preñez y del stock ganadero, determinando que en



el corriente año la capacidad productiva se ubique cerca de un 25% por debajo del año pasado. A futuro, si bien las señales de precios ayudarían a incrementar los niveles productivos, la recuperación de la actividad sería lenta teniendo en cuenta la extensión del ciclo vacuno (ver Gráfico III.17).

Por su parte, continuando con la tendencia de los últimos meses de 2009, sigue reduciéndose la producción de leche en lo que va de 2010. Las altas temperaturas sumadas a los elevados niveles de humedad disminuyeron la productividad de las vacas. Sin embargo, el buen estado general de las pasturas, el retorno esperado de condiciones climáticas más propicias y la posibilidad de suplementar a los animales, permitirían re establecer los niveles productivos en lo que resta del año.

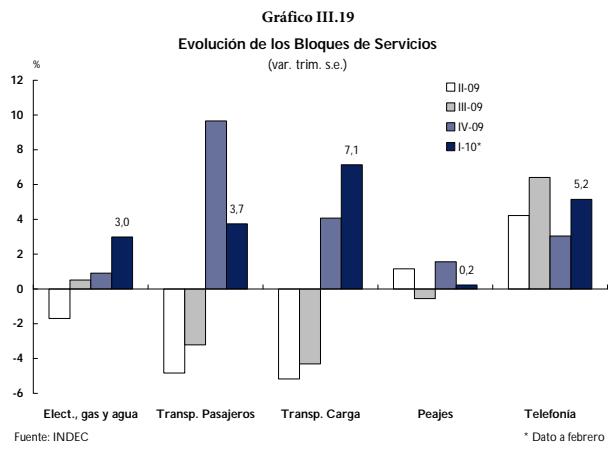


### Servicios Públicos

El consumo de servicios públicos crece a mayor ritmo, tal como viene ocurriendo desde el segundo semestre de 2009 (ver Gráfico III.18).

Las comunicaciones siguen impulsando fuertemente la producción de servicios, ante el continuo aumento de la telefonía móvil. La incorporación de nuevos servicios tecnológicos parece estar evitando la saturación de la demanda de este rubro.

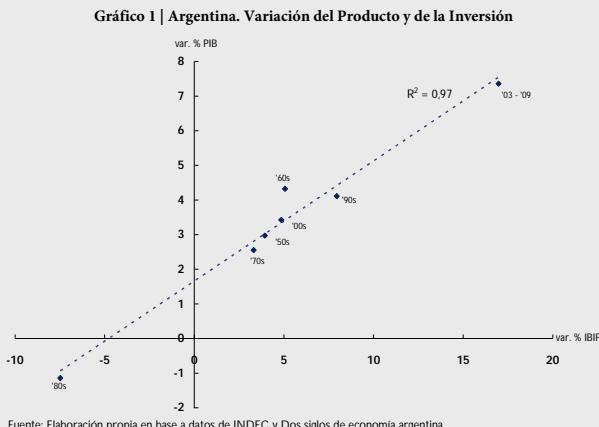
El resto de los servicios también está acompañando la suba, favorecido por el incremento del consumo y de la producción de bienes. El transporte de carga muestra un fuerte aumento, en consonancia con el rebrote de la actividad agrícola, la recuperación del comercio y el crecimiento de la producción industrial, que estaría apuntalando a su vez a la mayor demanda de electricidad y gas. El transporte de pasajeros también registra una suba, favorecido por el crecimiento del turismo, mientras que los peajes se mantienen en niveles elevados de actividad (ver Gráfico III.19).



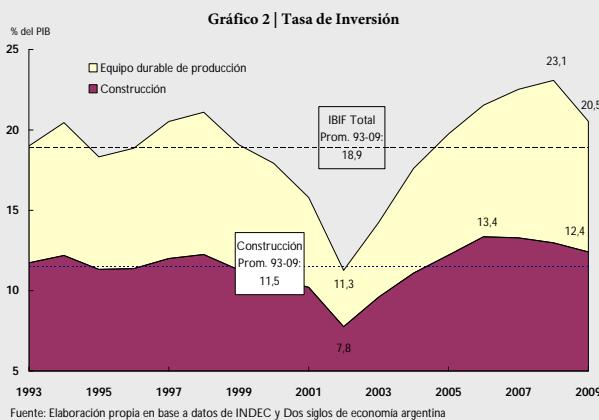
Para lo que resta de 2010, se espera que el consumo de servicios siga en alza, acompañando la suba en la producción de bienes, el proceso de inversión de las empresas y el mayor gasto de las familias. En este sentido se prevé que continúen con la tendencia positiva la demanda energética, el transporte de carga y los peajes.

## Apartado 1 / Inversión en Argentina, volviendo al camino del crecimiento

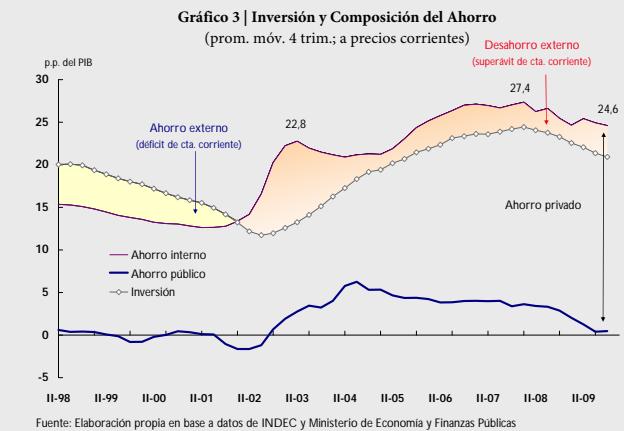
La Inversión constituye un componente clave de la demanda agregada en tanto permite extender la frontera de posibilidades de producción de la economía, influyendo así en la expansión de la oferta agregada en el largo plazo. Durante el ciclo de crecimiento registrado en la década del 2000, la inversión tuvo un importante rol en la recuperación y posterior expansión, interrumpida por el impacto de la crisis internacional (ver Gráfico 1). Hoy, con la mejora del contexto global, la inversión comienza a recuperar terreno y se espera que finalice el corriente año con una nueva suba.



Durante el último ciclo expansivo la Inversión resultó una de las variables económicas más dinámicas, ubicándose en torno a sus máximos históricos y resultando elevada en la comparación con otros países de la región. En efecto, entre los años 2003 y 2009 la economía creció a una tasa promedio del 7%, en un marco en el que la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) avanzó a un ritmo del 17% anual, impulsada tanto por el gasto en construcción como por la compra de máquinas y equipos. Así, la Tasa de Inversión se situó en niveles elevados en términos históricos, alcanzando un pico del 23% del PIB



en el año 2008 (medida a precios constantes), sobresaliendo los niveles récord de gasto en Equipo durable de producción. Paralelamente, estos elevados ratios de Inversión/Producto fueron financiados a través de Ahorro interno, en lugar de endeudamiento externo como sucedió en la década pasada (ver Gráficos 2 y 3).

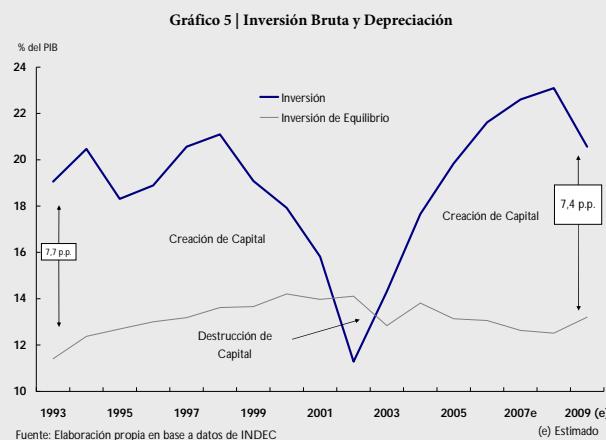


Si bien en los primeros años de la recuperación la inversión en equipo durable de producción registró un buen desempeño, su evolución resultaba inferior a la exhibida por el gasto en construcción. No obstante, luego de un lustro de crecimiento económico consecutivo, el gasto en inversión productiva tomó un mayor impulso, liderado por las importaciones de bienes de capital y superando al crecimiento de la inversión en construcción. De esta forma, la incorporación de bienes de capital alcanzó aproximadamente 10 puntos del PIB, marcando un récord histórico (ver Gráfico 4).

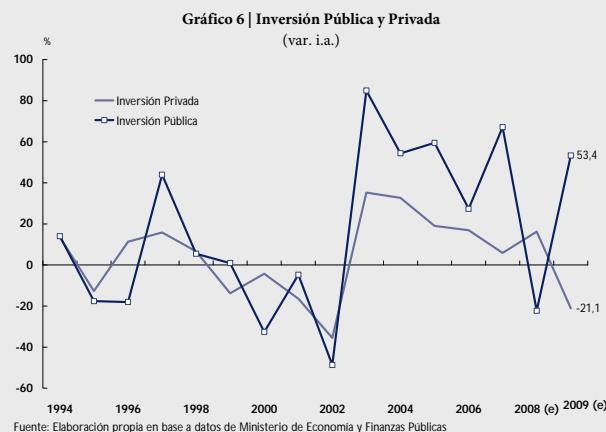


Durante los últimos siete años la IBIF superó con creces la amortización del stock de capital de la economía, dando lugar a un aumento del parque productivo de

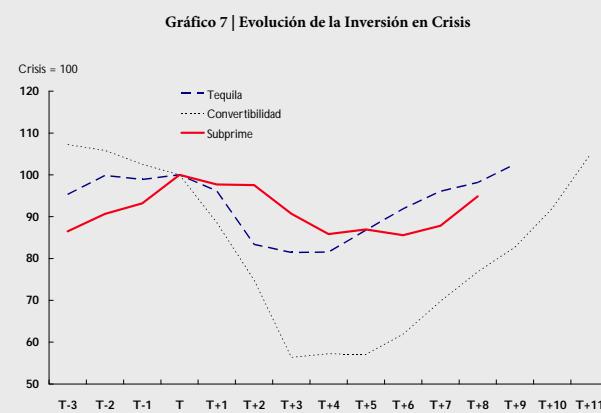
nuestro país. En otras palabras, la Inversión Neta resultó ampliamente positiva, permitiendo un crecimiento del acervo de construcciones y de máquinas y equipos a un ritmo inédito en los últimos cuarenta años para Argentina, e incluso aumentando el *stock* de capital durante la desaceleración registrada en 2009 (ver Gráfico 5).



Durante las recientes turbulencias internacionales la Inversión se contrajo, aunque menos que en otros episodios de crisis, como el del Tequila o durante el abandono de la Convertibilidad. Mientras que desde fines de 2008 a inicios de 2009 la IBIF acumuló una caída del orden del 12%, tras la crisis mexicana se había reducido casi 19%, a la vez que entre mediados de 2001 e inicios de 2002 dicha variable había caído casi 45%. Esta evolución responde en parte a la política fiscal anticíclica llevada a cabo por el Gobierno, que permitió mantener elevados niveles de actividad y amortiguó el efecto del menor gasto privado. En particular, ante la crisis internacional la Inversión Pública mostró un marcado dinamismo y, medida en términos reales, la Inversión del Gobierno se expandió en 2009 cerca de un 50% respecto de los niveles de 2008, llegando a representar casi 5% del Producto. El mayor margen de maniobra brindado por el manejo de las finanzas públicas durante el último quinquenio resultó determinante en este sentido (ver Gráficos 6 y 7).



Como resultado, el ratio Inversión/PIB permaneció en el año 2009 en un nivel todavía elevado en términos históricos, levemente por debajo del alcanzado en 2008 y en torno al máximo del ciclo expansivo previo, registrado una década atrás (21%). Asimismo, en el arranque de 2010 se empezaron a observar los primeros síntomas de recuperación de la Inversión, impulsada principalmente por la compra de Equipo durable de producción y, en menor medida, por el gasto en construcción. Este proceso se espera que se consolide en los próximos meses, previendo el mercado que la IBIF crezca un 5,5% anual en 2010 (de acuerdo al Relevamiento de Expectativas de Mercado –REM–), recuperando participación en términos del Producto.



Las perspectivas de expansión del Producto en el futuro dependerán de las posibilidades de continuar acrecentando los factores de producción, entre otros aspectos, dada la reducción de la capacidad ociosa disponible. Asimismo, teniendo en cuenta las características productivas de nuestro país, será importante lograr articular la ampliación del acervo de capital y las ganancias en productividad, así como una mayor capacitación y una mejora en las condiciones laborales. En particular, será relevante la inversión en capital reproductivo a la luz de la relación positiva entre el crecimiento económico de largo plazo y la participación de la inversión en equipo durable dentro del Producto. Por último, se destaca el desafío del BCRA de construir las condiciones para recrear el crédito de largo plazo y elevar su participación en el PIB como forma de financiar el proceso inversor, permitiendo al sistema financiero acrecentar su misión primaria como intermediario entre el ahorro y la inversión.

## IV. Empleo y Salarios

### IV.1 Síntesis

La recuperación del nivel de actividad y las perspectivas económicas favorables permiten prever una evolución positiva del mercado laboral para el corriente año. En particular, se espera que en 2010 se confirme la expansión del empleo iniciada a fines del año pasado, determinando una caída en los niveles de desempleo.

Los últimos datos disponibles del mercado laboral ya comenzaron a exhibir una mejora, a partir de un ligero descenso del desempleo. La Tasa de Desocupación fue de 8,4% de la Población Económicamente Activa (PEA) en el cuarto trimestre de 2009, situándose 0,7 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del trimestre previo. En este sentido, la demanda laboral comenzó a reaccionar positivamente frente a la recuperación económica, creciendo la cantidad de ocupados 0,6% interanual (i.a.) en el cuarto trimestre del año pasado, con un alza del número de trabajadores formales por segundo trimestre consecutivo.

En los próximos meses se prevé que la creación de nuevos puestos laborales se intensifique, teniendo en cuenta que la cantidad de horas trabajadas a inicios de 2010 ya se ubica por encima de los niveles de un año atrás. Tal circunstancia es acompañada por una mayor intención de incorporar nuevos trabajadores, de acuerdo con los resultados obtenidos en diversas encuestas cualitativas.

Por otro lado, también contribuirían a reducir el desempleo la implementación de varios programas nacionales cuyos objetivos tienden a la creación de empleo y la estabilización (o incluso caída) de la PEA.

Finalmente, de acuerdo con las negociaciones salariales ya realizadas, las subas de las remuneraciones nominales en 2010 serían superiores a las otorgadas durante el año previo.

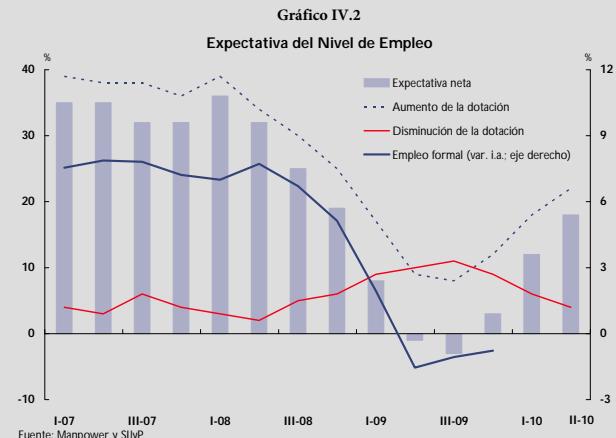
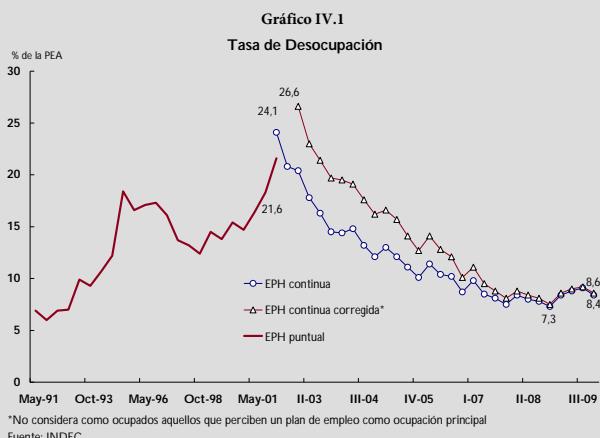
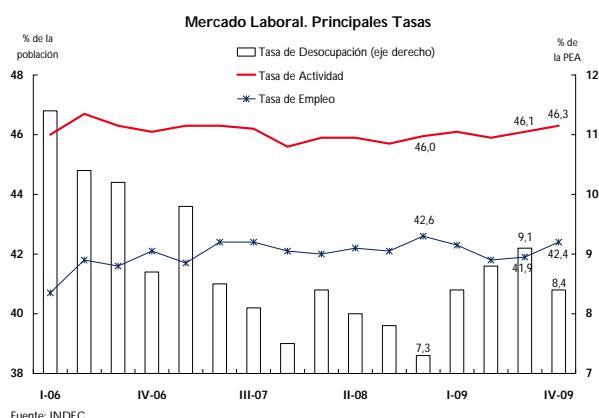


Gráfico IV.3



Fuente: INDEC

## IV.2 Empleo

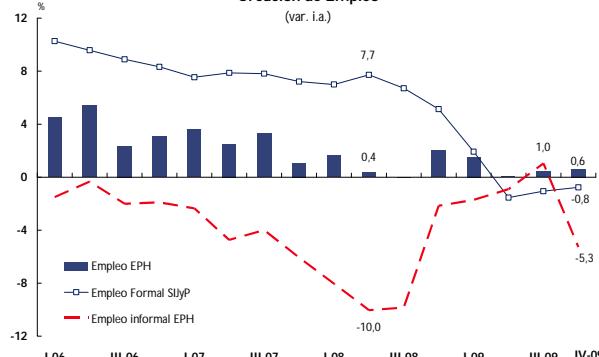
A medida que la economía real se recupera, las expectativas del mercado laboral resultan cada vez más positivas. Así, a lo largo del año se prevé una creación de nuevos puestos de trabajo que contribuya a reducir el desempleo (ver Gráficos IV.1 y IV.2).

Las políticas de sostenimiento del empleo privado desarrolladas durante la crisis permitieron moderar la caída del empleo, por lo que no se prevé ahora un incremento abrupto de la ocupación. El Programa de Recuperación Productiva (REPRO) tiene por objeto asistir a empresas en crisis con el objeto de evitar los despidos y sostener el nivel de empleo. Este objetivo es importante no sólo para mantener el nivel de ingreso de los trabajadores, sino también por la preservación de las capacidades adquiridas para el trabajo. El beneficio se extendió en la actualidad por un máximo de doce meses y por una suma fija de \$600 por empleado. La cobertura del programa se amplió hasta cubrir en 2009 a más de 85.000 trabajadores empleados en alrededor de 1.500 empresas, de las cuales el 96% pertenece a la categoría de Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs).

Los últimos datos disponibles de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) indican que en el cuarto trimestre de 2009 ya comenzaron a verificarse mejoras en el mercado laboral. La Tasa de Desocupación representó 8,4% de la Población Económicamente Activa (PEA)<sup>7</sup>, ubicándose 0,7 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del trimestre previo. Asimismo, se redujo el incremento con respecto a un año atrás, a 1,1 p.p., tras alcanzar un pico de 1,3 p.p. en el tercer trimestre (ver Gráfico IV.3).

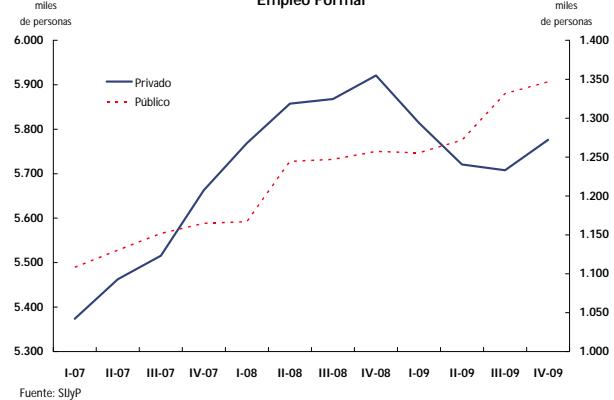
El aumento interanual (i.a.) del desempleo fue causado mayormente por el efecto de un alza en la Tasa de Actividad<sup>8</sup>, reflejando la mayor participación de la población dentro del mercado laboral. En el cuarto trimestre de 2009 la Tasa de Actividad ascendió a 46,3% de la población, situándose 0,3 p.p. por encima de un año atrás. Hacia adelante, se estima que las mejores perspectivas podrían inducir a una mayor participación de la población en la fuerza laboral. En este sentido, queda pendiente examinar el impacto sobre el mercado de trabajo de la asignación universal por hijo que constituye una política social de amplias dimensiones y profundidad.

Gráfico IV.4  
Creación de Empleo  
(var. i.a.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico IV.5  
Empleo Formal



<sup>7</sup> Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.

<sup>8</sup> Relación entre Población Económicamente Activa sobre población total.

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

Rama de Actividad	Ocupados (personas)	Participación sobre total (%)	Variación %	
			Interanual	Trimestral
Hoteles y restaurantes	215.893	3,7	-1,0	4,0
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	328.556	5,7	-2,8	2,2
Actividades inmobiliarias	718.810	12,4	-4,5	2,2
Otras actividades de servicios	474.829	8,2	-0,5	1,8
Comercio	1.035.121	17,9	-0,8	1,6
Enseñanza	398.240	6,9	0,9	0,8
Servicios sociales y de salud	228.640	4,0	3,6	0,7
Industria manufacturera	1.149.062	19,9	-3,4	0,7
Electricidad, gas y agua	56.285	1,0	1,6	0,6
Transporte, almac. y comunicaciones	478.640	8,3	-2,2	0,5
Intermediación financiera	158.435	2,7	-7,7	0,2
Empleadores no residentes	1.876	0,0	-1,5	-0,1
Servicio doméstico	65.065	1,1	-1,0	-0,7
Construcción	377.531	6,5	-7,4	-0,7
No clasificada / Otros	30.973	0,5	-5,6	-0,9
Explotación de minas y canteras	46.889	0,8	-6,1	-0,9
Pesca	11.286	0,2	-4,5	-2,2
<b>Subtotal Sector Privado</b>	<b>5.776.131</b>	<b>81,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>1,2</b>
<b>Sector Público</b>	<b>1.346.583</b>	<b>18,9</b>	<b>7,1</b>	<b>1,1</b>
<b>Total Registrado</b>	<b>7.122.714</b>	<b>100,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,2</b>

Fuente: INDEC en base a datos de SiLyP

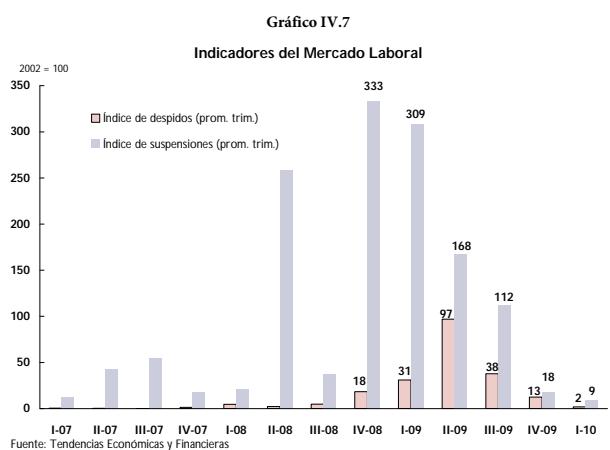
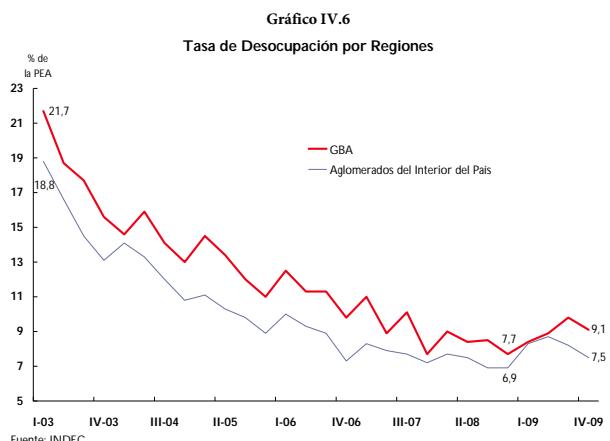
En tanto, la Tasa de Empleo<sup>9</sup> fue de 42,4% de la población en el cuarto trimestre de 2009, con un aumento de 0,5 p.p. respecto al trimestre previo y contrayéndose sólo 0,2 p.p. con respecto a un año atrás. Asimismo, a pesar de esta caída interanual, en niveles la cantidad de ocupados volvió a crecer (0,6% i.a.), a un ritmo ligeramente mayor que los dos trimestres anteriores.

Si bien el empleo dentro del sector formal siguió disminuyendo interanualmente en el cuarto trimestre del año pasado (-0,8% i.a.; -56 mil puestos de trabajo), la merma es cada vez menor. La menor caída refleja principalmente el efecto de la creación de puestos de trabajo en el sector público (ver Gráficos IV.4 y IV.5).

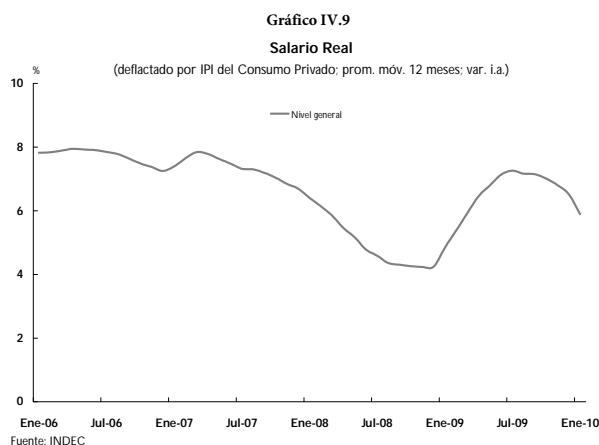
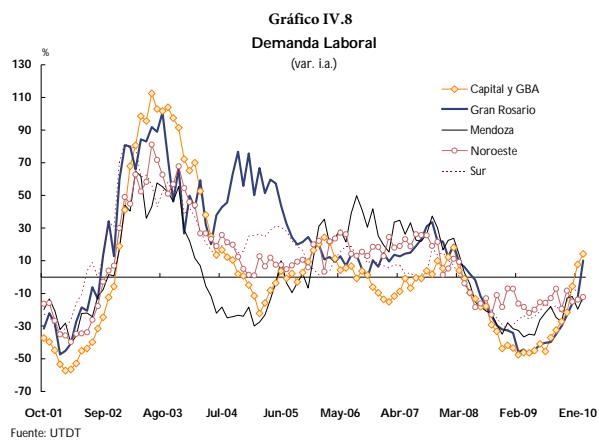
El empleo del sector privado aumentó 1,2% en el trimestre (-2,4% i.a.), aunque con diferencias entre sectores (ver Cuadro IV.1). Los sectores relacionados con los servicios fueron los de mayor dinamismo, destacándose el incremento de los ocupados en hoteles y restaurantes, actividades inmobiliarias, comercio y administración pública. Asimismo, otros sectores que estuvieron afectados por la debilidad de la actividad económica durante gran parte del año pasado, como la industria manufacturera y la intermediación financiera, a partir del último trimestre de 2009 exhibieron una recuperación marginal, pero aún muestran descensos interanuales. En tanto, el sector agrícola reflejó la buena campaña, con una mejora trimestral en el nivel de ocupación sectorial, si bien quedó por debajo de un año atrás.

A nivel de regiones, dentro del Gran Buenos Aires (GBA), la Tasa de Desempleo finalizó 2009 en 9,1% (1,4 p.p. por encima de un año atrás), fruto de un aumento de la fuerza laboral mayor al incremento del empleo. En tanto, en los Aglomerados del Interior del País (AIP), que habían sido los más perjudicados por la crisis y la sequía, la corrección en el segundo semestre fue mayor, de manera que el alza interanual del desempleo fue de sólo 0,6 p.p. (ubicándose en 7,5%), respondiendo a caídas tanto de la Tasa de Empleo como de la Tasa de Actividad (ver Gráfico IV.6).

Hacia delante, se observan señales favorables en los indicadores laborales adelantados en los últimos meses. Por un lado, los despidos y suspensiones siguieron reduciéndose fuertemente (ver Gráfico IV.7). Por otro lado, encuestas cualitativas indican que las empresas volverán a ser más activas en términos de contrataciones a partir de la reactivación económica, lo que daría lugar a una demanda laboral mayor. En particular, el índice de Demanda Laboral (IDL) elaborado por la Universidad Tor-



<sup>9</sup> Personas ocupadas sobre la población total.



cuato Di Tella (UTDT) sigue creciendo, especialmente en Capital y GBA, donde a principios de 2010 marcó una tasa de variación interanual positiva por primera vez en casi dos años (ver Gráfico IV.8).

En este marco, la recuperación del empleo sería más evidente a partir de mediados de año, a medida que las empresas agoten la posibilidad de utilizar la mano de obra ya contratada. Actualmente las firmas están haciendo un uso más intensivo de su dotación de personal presente, pero una vez que las horas trabajadas retornen a los niveles pre-crisis, se estima que irán impulsando paulatinamente la creación de nuevos empleos.

### IV.3 Salarios

La mayor actividad económica está comenzando a impactar positivamente en las variables del mercado de trabajo, dando lugar a aumentos significativos en los salarios nominales. Los mayores niveles salariales están impulsados por el segmento formal del sector privado, producto de acuerdos logrados el año pasado y de las negociaciones ya pactadas en el presente año.

Los salarios reales continuaron aumentando en el inicio de 2010 (ver Gráfico IV.9). De todos modos, desde 2009 la recomposición de los salarios se fue desacelerando, afectada por el impacto del menor ritmo de actividad económica sobre el mercado laboral.

En adelante, a pesar del aumento de los precios internos, la recuperación de la economía también contribuirá a mayores ajustes salariales, permitiendo un incremento del poder adquisitivo de los trabajadores formales e informales en el corriente año.

## V. Sector Externo

### V.1 Síntesis

Las exportaciones de bienes comenzaron el año en alza, prolongando la recuperación iniciada en la segunda mitad de 2009. Las cantidades exportadas presentan un sólido incremento, en un contexto de recuperación del comercio mundial de bienes. En particular, se destaca la favorable evolución de las exportaciones automotrices, orientadas principalmente al mercado brasileño. Los precios de exportación, en tanto, muestran subas moderadas, lideradas por las cotizaciones de los combustibles.

Las importaciones también se mantienen en ascenso, a partir de los aumentos en los volúmenes importados. Esta suba está vinculada a la evolución del nivel de actividad, que se traduce en mayores compras externas de insumos industriales y de bienes de consumo e inversión.

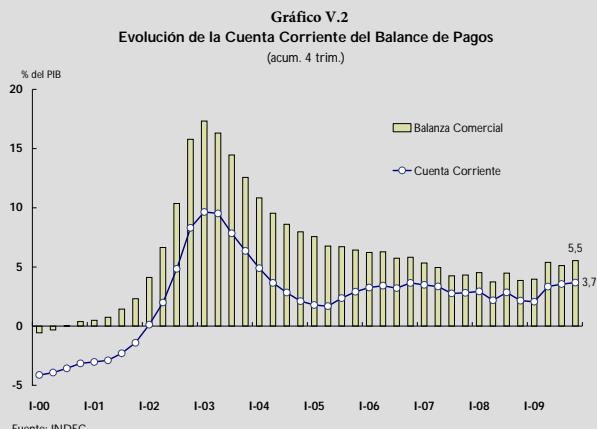
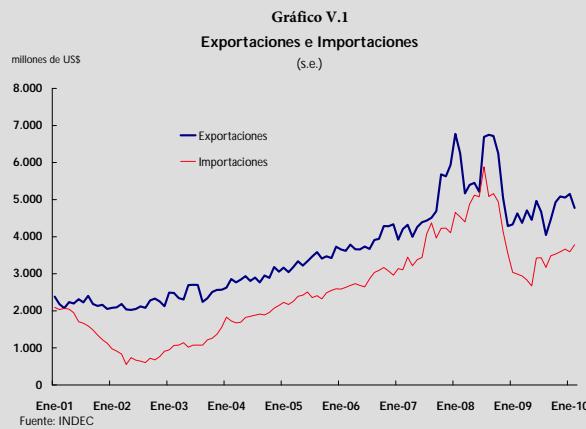
Para todo 2010 se proyecta un importante crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones. Se espera que la expansión de la cosecha en la campaña 2009/10 permita el incremento de los embarques de productos agrícolas primarios y manufacturados, principalmente a partir del segundo trimestre, cuando ingresa al mercado la cosecha gruesa (maíz y soja). A esto se sumarían mayores exportaciones industriales, en particular del sector automotriz, beneficiado por el ya mencionado crecimiento del mercado brasileño.

Por el lado de las importaciones, el incremento de las cantidades estaría asociado a la recuperación de la demanda interna. Así, en 2010 el superávit comercial se ubicaría en torno a US\$15.000 millones, siendo ligeramente inferior al observado en 2009, aunque manteniéndose en niveles históricamente elevados.

En la balanza de servicios, los mayores ingresos previstos por viajes y servicios empresariales serían compensados por un aumento de los egresos en concepto de fletes, a partir del incremento del intercambio de mercancías. Con relación a la cuenta de Rentas de la inversión, se proyecta una suba del déficit, a partir de un mayor egreso neto en concepto de Intereses y de Utilidades y dividendos.

A partir de la fortaleza del saldo comercial de mercancías, en 2010 la Cuenta Corriente alcanzaría el noveno año consecutivo en terreno positivo, hecho inédito en la historia de nuestro país, registrando un superávit de aproximadamente 2% del Producto.

Con respecto a la Cuenta Capital y Financiera, en los primeros meses de 2010 se observa una disminución de la salida de capitales, de la mano de la reducción de la incertidumbre y de las mejores perspectivas para la economía local.



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

	IV-08	2008	I-09	II-09	III-09	IV-09	2009	Var. 2009 / 2008
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>1.213</b>	<b>7.037</b>	<b>1.433</b>	<b>4.646</b>	<b>3.628</b>	<b>1.584</b>	<b>11.292</b>	<b>4.256</b>
Cuenta Corriente, acum. 4 trim. en % del PIB	2,2	2,1	3,3	3,6	3,7	3,7	3,7	1,5
<b>Mercancías</b>	<b>3.105</b>	<b>15.464</b>	<b>3.912</b>	<b>6.662</b>	<b>3.833</b>	<b>4.214</b>	<b>18.621</b>	<b>3.157</b>
Exportaciones fob	15.197	70.021	11.863	15.387	13.877	14.624	55.750	-14.270
Importaciones fob	12.092	54.557	7.951	8.725	10.044	10.410	37.130	-17.427
<b>Servicios reales</b>	<b>68</b>	<b>-1.026</b>	<b>-289</b>	<b>-4</b>	<b>-418</b>	<b>-47</b>	<b>-758</b>	<b>268</b>
Exportaciones de servicios	3.251	12.070	2.852	2.461	2.434	3.207	10.954	-1.116
Importaciones de servicios	3.183	13.096	3.141	2.466	2.852	3.253	11.711	-1.384
<b>Rentas</b>	<b>-1.961</b>	<b>-7.552</b>	<b>-2.185</b>	<b>-2.010</b>	<b>-2.483</b>	<b>-2.594</b>	<b>-9.272</b>	<b>-1.721</b>
Renta de la inversión	-1.954	-7.493	-2.172	-1.992	-2.461	-2.587	-9.211	-1.718
Intereses	-485	-1.399	-501	-571	-614	-644	-2.329	-930
Ganados	857	4.206	640	579	482	436	2.137	-2.069
Pagados	1.342	5.605	1.141	1.149	1.096	1.080	4.466	-1.139
<b>Utilidades y Dividendos</b>	<b>-1.469</b>	<b>-6.094</b>	<b>-1.670</b>	<b>-1.421</b>	<b>-1.847</b>	<b>-1.943</b>	<b>-6.882</b>	<b>-788</b>
Ganados	240	1.324	248	437	282	260	1.227	-97
Pagados	1.709	7.418	1.918	1.859	2.129	2.203	8.109	691
Otras Rentas	-8	-58	-13	-18	-22	-8	-61	-2
<b>Transferencias corrientes</b>	<b>2</b>	<b>150</b>	<b>-5</b>	<b>-2</b>	<b>2.696</b>	<b>12</b>	<b>2.701</b>	<b>2.551</b>

Fuente: INDEC

## V.2 Cuenta Corriente

La Cuenta Corriente continúa con resultados positivos, sostenida principalmente por el excedente comercial de mercancías, que se mantiene en niveles históricamente elevados (ver Cuadro V.1). Tanto las exportaciones como las importaciones comenzaron 2010 con una recuperación, luego de la fuerte retracción del año pasado, asociada a la crisis mundial.

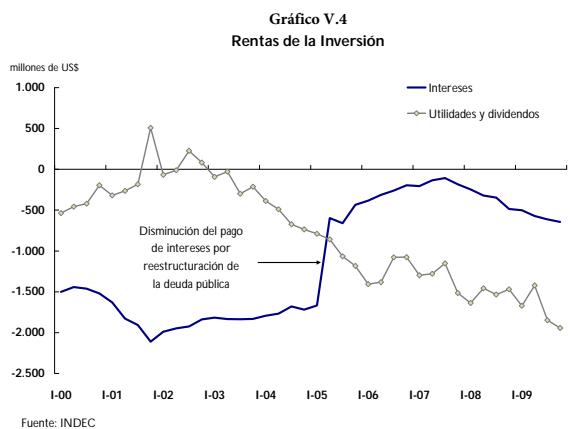
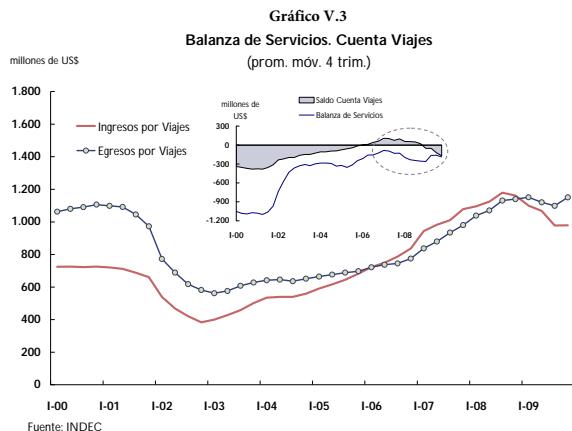
La balanza de Servicios reales también refleja los efectos de la salida de la crisis global. Los mayores volúmenes de intercambio comercial de bienes se traducen en un incremento de los egresos por servicios de transporte (fletes y seguros). Asimismo, la mejora de las condiciones económicas a nivel externo y local repercute en los movimientos del turismo internacional, observándose en los últimos meses un repunte en los niveles de ingresos y egresos de turistas (ver Gráfico V.3).

Con respecto a la cuenta de Rentas de la inversión, la reactivación económica a nivel local generaría un incremento de los pagos de Utilidades y dividendos, en la medida en que las firmas locales con accionistas no residentes mejoren sus resultados operativos. Por su parte, aunque no se prevén movimientos bruscos en las tasas de interés internacionales durante el corriente año, los pagos netos en concepto de Intereses se incrementarían debido a las nuevas emisiones de títulos en el marco de la reestructuración de deuda pública actualmente en marcha (ver Gráfico V.4 y Apartado 3).

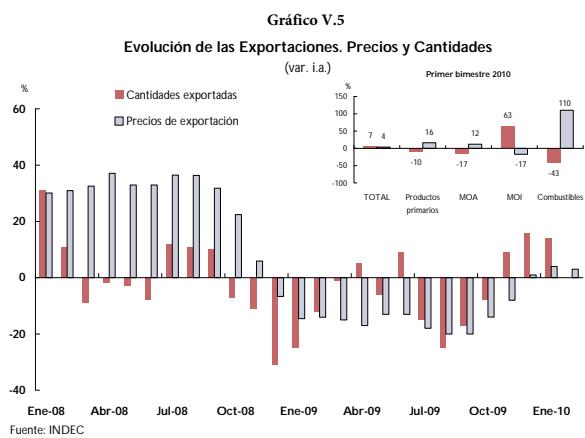
De este modo, se espera que la Cuenta Corriente se mantenga en terreno positivo, alcanzando en 2010 el noveno año consecutivo de superávit. El saldo comercial de bienes compensaría la evolución esperada del resto de los componentes de la Cuenta Corriente y continuaría siendo el principal sostén del superávit externo, en un contexto de recuperación de los volúmenes de intercambio de mercancías.

### Balanza Comercial<sup>13</sup>

Las exportaciones de bienes comenzaron el año en alza, prolongando la recuperación iniciada en los últimos meses de 2009, a la par de la salida de la recesión mundial (ver Gráfico V.5 y Cuadro V.2). En el primer bimestre de 2010 las ventas externas crecieron 10,6% interanual (i.a.), a partir de un incremento conjunto de precios (4% i.a.) y cantidades exportadas (7% i.a.).



<sup>13</sup> En esta sección de Balanza Comercial se consideran las importaciones en términos *Cost, Insurance and Freight* (CIF; incluyendo costos, seguro y flete) mientras que en el Balance de Pagos son contabilizadas en términos *Free on Board* (FOB; puesto a bordo), ya que los gastos de transporte se registran en la balanza de servicios.



El aumento de los volúmenes despachados está liderado por los productos industriales, que muestran un especial dinamismo, principalmente en el caso del sector automotor. Entre los precios de exportación, en tanto, se destaca la suba del rubro Combustibles y energía, que refleja la evolución de la cotización del petróleo crudo en el mercado internacional, que pasó de situarse en torno a US\$43 por barril en los primeros meses de 2009 a ubicarse en aproximadamente US\$78 por barril a inicios de 2010.

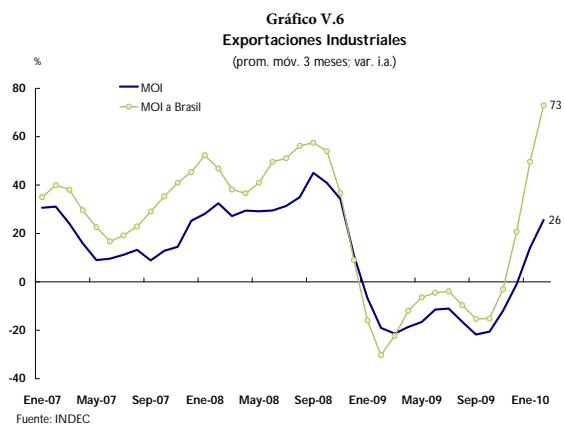
Como ya fuera mencionado, el principal impulso para las exportaciones de mercancías en lo que va del año viene dado por las ventas externas de Manufacturas de origen industrial (MOI), que en el primer bimestre acumularon un aumento de 34,3% i.a.. En particular, sobresale el desempeño de las exportaciones automotrices, con un incremento de más de 100% i.a. respecto de los bajos niveles de inicios de 2009, cuando la crisis internacional repercutió con fuerza en el sector. La demanda externa, compuesta en buena parte por el mercado brasileño, está en franca recuperación. En este sentido, el aumento de las ventas automotrices con destino a Brasil explica 85% del crecimiento de las exportaciones del sector en el primer bimestre del año (ver Gráfico V.6). Adicionalmente, se destacan las mayores ventas de oro, que se duplicaron con respecto a igual período del año pasado, y de productos químicos (42% i.a.), liderados por los embarques de biodiesel (73% i.a.).

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

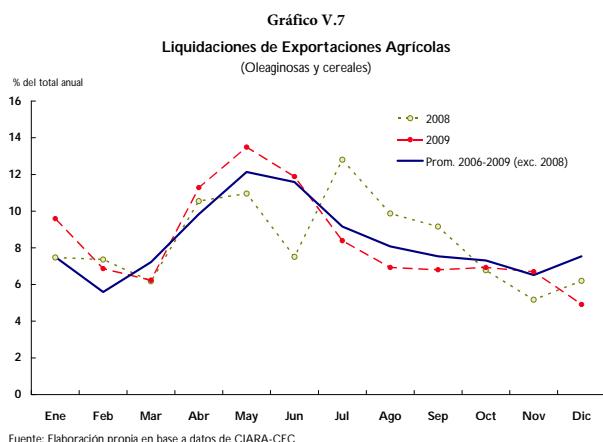
Rubro	Primer bimestre					
	millones de US\$		Variación % i.a.		Contribución % a la var. i.a.	
	2009	2010	Total	Precios		
Productos primarios	1.356	1.411	4,1	16	-10	6,8
MOA	3.095	2.883	-6,8	12	-17	-26,1
MOI	2.306	3.096	34,3	-17	63	97,2
MOI sin Material de transporte	1.946	2.319	19,2			45,9
Material de transporte	360	777	115,8			51,3
Combustibles y energía	914	1.094	19,7	110	-43	22,1
<b>TOTAL</b>	<b>7.671</b>	<b>8.484</b>	<b>10,6</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>100</b>

Fuente: INDEC

Las ventas externas de Productos primarios (PP), en tanto, acumulan en el primer bimestre del año un avance de 4,1% i.a., dado que los menores embarques de porotos de soja son compensados por un incremento de las ventas de maíz. De todas formas, se espera que las exportaciones de ambos productos registren un importante incremento a partir del segundo trimestre del año, cuando ingresa al mercado la cosecha de la campaña 2009/2010 (ver Sección III). Por su parte, se destacan las ventas de concentrado de cobre, que más que triplican los niveles de principios de 2009, principalmente a partir del fuerte incremento de la cotización del metal registrada a lo largo del último año.



Las Manufacturas de origen agropecuario (MOA) son el único rubro de exportación que comenzó el año en baja (-6,8% i.a. en el primer bimestre). La disminución está originada en los menores embarques de subproductos oleaginosos (principalmente aceite y pellets de soja), lo que se revertiría en los meses siguientes una vez que las fábricas del polo aceitero localizado en el Gran Rosario comiencen a procesar la producción de la nueva campaña.



En lo que va del año el incremento de las exportaciones de Combustibles y energía (19,7% i.a.) responde íntegramente a la suba de precios, vinculada al encarecimiento del petróleo crudo a nivel internacional. Los volúmenes despachados, en cambio, muestran una retracción (-43% i.a.), que refleja la disminución del saldo exportable ante la reactivación de la demanda interna, impulsada, entre otros factores, por el mayor consumo destinado a las tareas de cosecha y transporte de la producción agrícola.

Al igual que las ventas externas, las importaciones de bienes también comenzaron el año en alza, registrando un aumento de 22,9% i.a. en el primer bimestre (ver Cuadro V.3 y Gráfico V.8). El incremento de las cantidades explica la totalidad del crecimiento de las compras externas, ya que en promedio los precios de importación no muestran variaciones.

A nivel de rubros, se observa un aumento de más de 20% i.a. en las importaciones de Bienes de capital, asociado a la recomposición de los niveles de inversión, destacándose la fuerte suba en las importaciones de equipo de transporte industrial. En cuanto a los Bienes intermedios, el incremento de 16% i.a. en las importaciones incluye una importante recuperación de las compras externas de fertilizantes, que habían sufrido una caída el año pasado a causa de la sequía, y de insumos para la industria siderúrgica. A su vez, sobresale el aumento de las importaciones de autopartes (incluidas en el rubro de Piezas y accesorios para bienes de capital, que crece 21,5% i.a.), vinculado con la expansión de la producción automotriz y que determina un saldo comercial negativo para el rubro (ver Sección III).

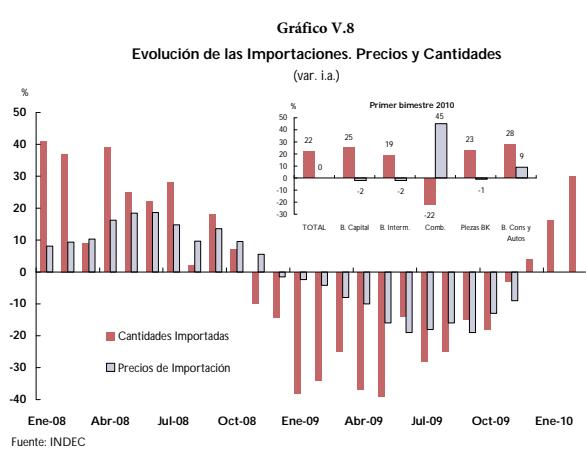
Con respecto a los Bienes de consumo, la suba de las importaciones acumulada en el primer bimestre llega a casi 18% i.a., abarcando incrementos tanto en los bienes de consumo durables como no durables. En tanto, las compras externas de Vehículos automotores de pasajeros presentan el comportamiento más dinámico, con un alza de 90% i.a. que responde a la expansión de la demanda del mercado interno de automóviles.

Se espera que tanto las exportaciones como las importaciones continúen en alza, recuperándose de la disminución de 2009. A la favorable evolución de las exportaciones industriales se agregaría un fuerte incremento de las ventas externas de productos agrícolas a partir del segundo trimestre, cuando ingresa al mercado la cosecha gruesa (maíz y soja). Por su parte, la reactivación económica local contribuiría a aumentar los volúmenes de importación, a partir de mayores compras externas de insumos industriales y de bienes de consumo

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

Uso Económico	Primer bimestre					
			Variación % i.a.	Contribución % a la var. i.a.		
	2009	2010		Total	Precios	
Bienes de capital	1.223	1.499	22,6	-2	25	22,2
Bienes intermedios	1.907	2.220	16,4	-2	19	25,2
Combustibles y lubricantes	258	289	12,0	45	-22	2,5
Piezas y acc. para bienes de capital	969	1.177	21,5	-1	23	16,8
Bienes de consumo	747	881	17,9			10,8
Vehículos automotores de pasajeros	301	572	90,0	9	28	21,8
Resto	16	24	50,0	-	-	0,6
<b>TOTAL</b>	<b>5.421</b>	<b>6.662</b>	<b>22,9</b>	<b>0</b>	<b>22</b>	<b>100</b>

Fuente: INDEC

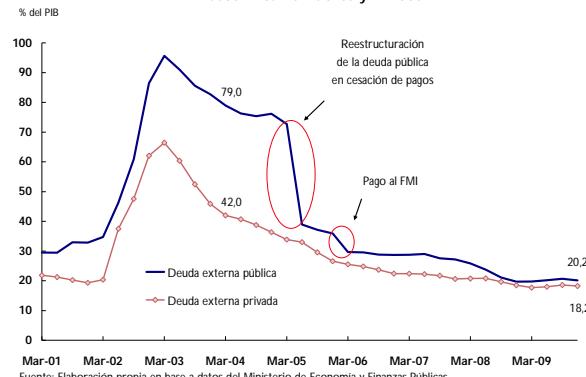


**Cuadro V.4**  
**Balance de Pagos. Cuenta Capital y Financiera**  
(millones de US\$)

	IV-08	2008	I-09	II-09	III-09	IV-09	2009	Var. 2009 / 2008
Cuenta capital y financiera	-1.550	-8.082	-1.149	-4.254	-956	-2.770	-9.129	-1.047
Cta. capital y fin. (c/errores y omisiones)	-2.060	-7.028	-1.166	-5.345	-1.817	-1.618	-9.946	-2.918
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	-2,5	-2,5	-3,0	-3,7	-2,6	-3,0	-3,0	-0,5
Cuenta capital	0	181	19	1	50	1	70	-111
Cuenta financiera	-1.550	-8.263	-1.168	-4.255	-1.006	-2.771	-9.199	-936
Sector Bancario	-139	1.733	1.614	-338	-346	-1.915	-985	-2.718
BCRA	535	1.823	1.486	-500	-600	-1.790	-1.404	-3.226
Otras entidades financieras	-674	-90	127	162	254	-125	418	508
Sector Público no Financiero	-447	537	.77	118	-356	-441	-756	-219
Sector Privado No Financiero	-964	-9.458	-2.705	-4.034	-304	-414	-7.457	2.001
Errores y Omisiones Netos	-510	1.054	-17	-1.091	-861	1.152	-817	-1.871
Variación de Reservas Internacionales	-846	9	267	-699	1.811	-33	1.346	1.337

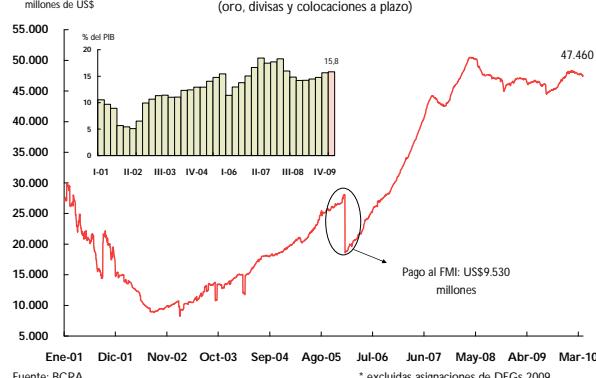
Fuente: INDEC

**Gráfico V.9**  
**Deuda Externa Pública y Privada**



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

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



Fuente: BCRA

\* excluidas asignaciones de DEGs 2009

e inversión. Si bien el excedente comercial de bienes disminuiría con respecto a 2009, seguiría siendo históricamente elevado, contribuyendo a sostener el resultado positivo de la Cuenta Corriente.

### V.3 Cuenta Capital y Financiera

En los primeros meses de 2010 se redujo la salida de capitales, siguiendo la tendencia de la segunda mitad de 2009, luego del fuerte saldo negativo que se originó ante la profundización de la crisis global (ver Cuadro V.4).

La dinámica de los flujos de capitales privados explica en gran medida el cambio de tendencia, ya que la reducción de la incertidumbre y la mejora de las perspectivas para la economía local derivaron en una menor formación de activos externos del sector privado.

Por su parte, la deuda externa total (pública y privada) ascendió a US\$117.808 millones a fin de 2009, con una reducción interanual de más de US\$7.000 millones (ver Gráfico V.9). Esta evolución responde a un desendeudamiento tanto en el sector público como en el privado. Así, la deuda externa total medida en relación al Producto se ubicó en 38,4%, el nivel más bajo de los últimos 15 años.

### V.4 Reservas Internacionales

A fin de marzo de 2010 las Reservas Internacionales se ubicaron en torno a US\$47.500 millones, manteniéndose sin grandes cambios con respecto al trimestre previo (ver Gráfico V.10). En relación al Producto, las Reservas representan cerca de 16% del PIB, valor cercano al máximo histórico de 2007, previo al inicio de las turbulencias en los mercados globales. El persistente superávit de la Cuenta Corriente, sumado al freno observado en la salida de capitales, permite al BCRA sostener sin sobresaltos el stock de Reservas en niveles históricamente elevados, contribuyendo a garantizar la solidez externa de la economía.

# VI. Finanzas Públicas

## VI.1 Síntesis

Durante los primeros meses de 2010 el ritmo de aumento de los ingresos tributarios continuó exhibiendo una significativa recuperación al crecer 24% nominal interanual (i.a.), alcanzando un nuevo récord histórico en relación con el Producto.

En tanto, el gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) habría aumentado a tasas superiores al 30% i.a., por encima de la suba de los ingresos, representando en los últimos 12 meses aproximadamente 22,6% del PIB. Las erogaciones previsionales y las Transferencias corrientes al sector privado fueron los rubros más dinámicos en los primeros meses de 2010, contemplando básicamente la movilidad previsional y la incidencia de la creación de la Asignación universal por hijo. En tanto, el gasto de capital exhibió cierta desaceleración en su tasa de incremento.

Durante el primer trimestre del año, el resultado primario del SPNF se habría mantenido en terreno positivo, mientras que el pago de intereses creció cerca de 30% i.a. en igual período.

El Tesoro Nacional (TN) continuó afrontando sus necesidades de financiamiento con el uso de fuentes intra sector público y generó un efecto monetario expansivo comparable al de los dos trimestres previos. Las disposiciones contenidas en los Decretos N°297/2010 y N°298/2010 permiten afrontar durante 2010 las obligaciones con los organismos financieros internacionales y con los tenedores privados de deuda pública a partir del uso de parte de las Reservas Internacionales.

El Gobierno Nacional siguió avanzando en el proceso de reestructuración de la deuda no ingresada al Canje 2005. En particular, se dieron a conocer las condiciones generales de la oferta y se procederá a la apertura del canje. Se estima que el impacto de la nueva reestructuración de los pasivos sobre el stock de Deuda Pública Nacional sería poco significativo.

Finalmente, la recuperación de los recursos provinciales (tanto los de origen nacional como la recaudación tributaria de las jurisdicciones) permitiría limitar el deterioro en las cuentas públicas provinciales, aunque la definición de las paritarias salariales de los empleados públicos tendrá incidencia en el resultado fiscal de los estados subnacionales, donde las remuneraciones representan cerca de la mitad del gasto primario. En este contexto, a fines de marzo se verificó la primera colocación voluntaria y significativa de deuda de una jurisdicción subnacional desde mayo de 2007, previéndose que en los próximos meses otras provincias realicen nuevas emisiones en el mercado.

Gráfico VI.1

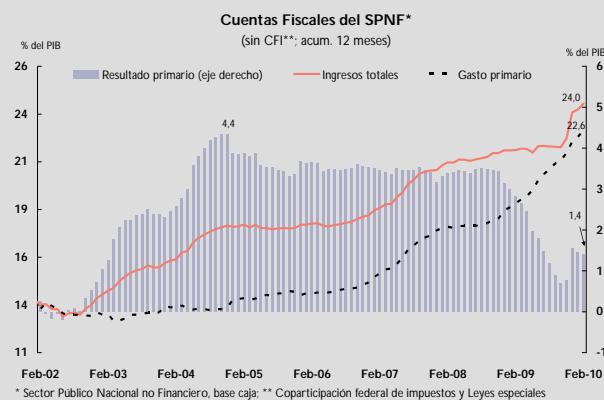
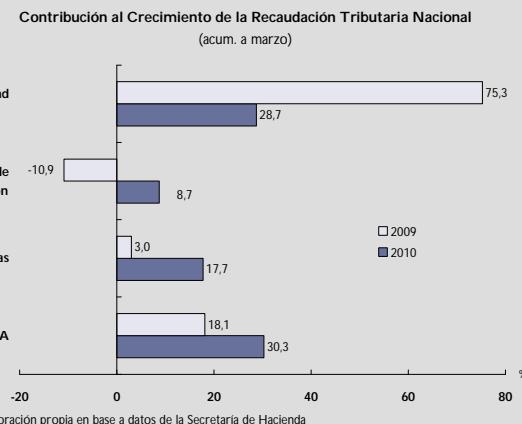


Gráfico VI.2



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

Impuesto	Acum. a Marzo		Diferencia		Contrib. Acum. %
	2009 (A)	2010 (B)	Absoluta (B)-(A)	% (B)/(A)-1	
Ganancias	11.079	13.965	2.885	26,0	17,7
IVA Total (1)=(2)+(3)	20.929	25.911	4.982	23,8	
IVA DGI (2)	14.785	17.543	2.758	18,7	
IVA DGA (3)	6.144	8.368	2.224	36,2	
Devoluciones de IVA (4)	785	842	57	7,3	
IVA (5)=(1)-(4)	20.144	25.069	4.925	24,4	30,3
Ganancia mínima presunta	391	557	166	42,6	1,0
Bienes personales	390	567	177	45,5	1,1
Derechos de importación	1.656	2.170	513	31,0	3,2
Derechos de exportación	6.891	8.307	1.416	20,5	8,7
Combustibles	2.377	3.027	650	27,3	4,0
Internos	1.615	2.260	646	40,0	4,0
Seguridad social*	18.598	23.269	4.671	25,1	28,7
Créditos y débitos en ctas. bancarias	4.645	5.567	921	19,8	5,7
Otros	865	155	-711	-82,1	-4,4
<b>TOTAL*</b>	<b>68.651</b>	<b>84.911</b>	<b>16.260</b>	<b>23,7</b>	

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

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

## VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

### Ingresos

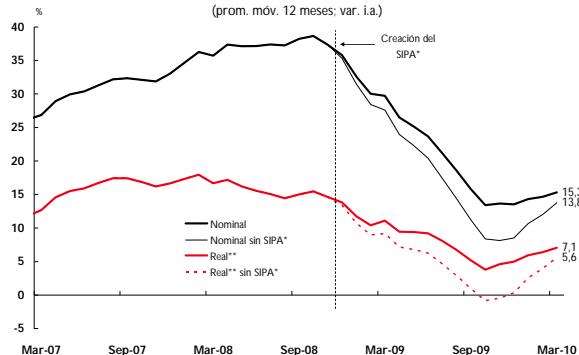
Durante el primer trimestre del año la Recaudación Tributaria Nacional continuó recuperándose, alcanzando un nuevo récord histórico en relación con el PIB. Los tributos que impulsaron la suba fueron el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la Seguridad social y el impuesto a las Ganancias, que en conjunto aportaron cerca del 77% del incremento de la recaudación total para ese período (ver Cuadro VI.1). Así, la recaudación tributaria nacional creció en términos nominales 24% interanual (i.a.) entre enero y marzo, representando en los últimos 12 meses alrededor de 28% del PIB (ver Gráfico VI.3).

Los ingresos del IVA se elevaron significativamente por encima del registro de 2009, en línea con la evolución proyectada del consumo nominal, siendo el principal impulsor del incremento de la recaudación total (ver Gráfico VI.4). El IVA Dirección General de Impuestos (DGI) subió 19% i.a., mientras que el IVA Dirección General de Aduanas (DGA) aumentó 36% i.a. impulsado por el crecimiento de las importaciones. De esta forma, a marzo de 2010 la recaudación del IVA representó en el acumulado de los últimos 12 meses 8,1% del PIB (+0,3 puntos porcentuales -p.p.- del Producto respecto de igual mes de 2009), previéndose que esta participación continúe creciendo hasta fines de año.

Los ingresos de la Seguridad Social aumentaron 25% i.a. alcanzando en los últimos 12 meses 7% del PIB (+1,5 p.p. interanuales). Para este año se espera que estos recursos crezcan en términos del Producto, aunque elevándose a tasas nominales interanuales inferiores a las de 2009, dado que la creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) a fines de 2008 dejó de influir sobre la base de comparación (ver Gráfico VI.5).

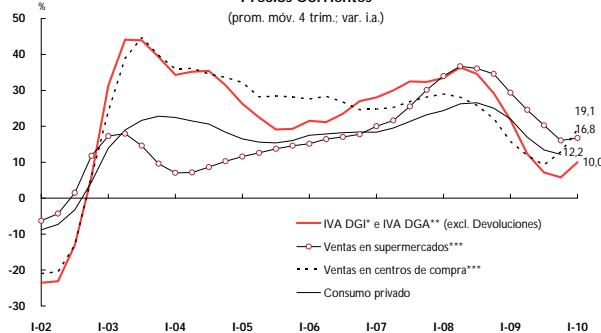
Fortaleciendo la recuperación iniciada a fines de 2009, los Derechos de exportación crecieron 21% i.a. en el primer trimestre del año. En parte, este comportamiento obedeció a la menor base de comparación interanual, ya que en igual período del año previo el comercio internacional se vio severamente afectado por la profundización de la crisis financiera internacional (ver Gráfico VI.6). En particular, se destacó la evolución positiva de los ingresos asociados a las ventas externas de cereales y semillas y frutos oleaginosos. Además podrían estar incidiendo los adelantos de pagos del tributo de acuerdo al Registro de Operaciones de Exportación (ROE). En particular, se observó un aumento significativo de la solicitud

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

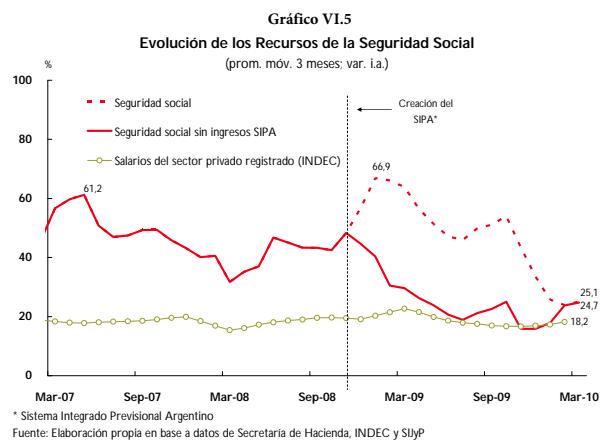


\* Sistema Integrado Previsional Argentino. \*\* Deflactada por IPI del PIB  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda e INDEC

Gráfico VI.4  
Recaudación de IVA DGI\* e IVA DGA\*\* y Consumo Privado a Precios Corrientes  
(prom. móv. 4 trim.; var. i.a.)



\* Dirección General Impositiva; \*\* Dirección General de Aduanas; \*\*\* I-10: datos a Feb-10  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC



de los ROE de 180 y de 365 días correspondientes a los porotos de soja, aceite de soja y maíz, que implican la liquidación del impuesto en forma anticipada. A marzo de 2010, los gravámenes sobre las exportaciones totalizaron 2,9% del PIB (-0,4 p.p. i.a.), esperando un significativo crecimiento de este impuesto en términos del Producto, en línea con la mayor proyección de las exportaciones de los productos gravados.

Por su parte, siguiendo la evolución de las compras externas, los Derechos de importación subieron 31% i.a. en lo que va del año (ver Sección V). Así, al tercer mes de 2010 los recursos por este tributo sumaron 0,7% del Producto (-0,1 p.p. interanuales), con una leve recuperación esperada para lo que queda del año.

Durante el primer trimestre del año los ingresos del Impuesto a las Ganancias subieron 26% i.a., dados los mayores anticipos de sociedades y la suba de los ingresos por retenciones a personas físicas en el marco del crecimiento de la actividad económica y del aumento de la remuneración imponible. En los últimos doce meses estos recursos representaron 5,1% del PIB, previéndose que se mantenga su participación en términos del Producto (ver Gráfico VI.7).

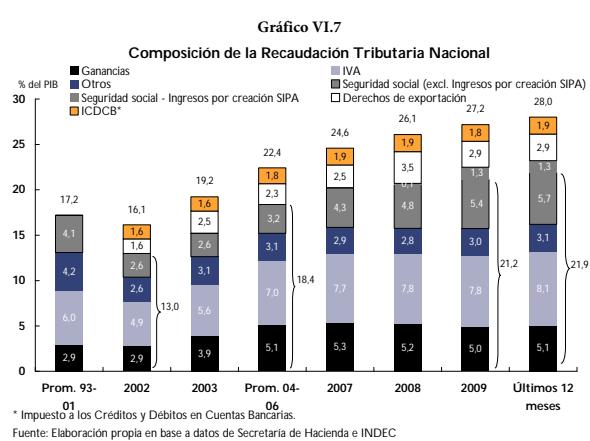
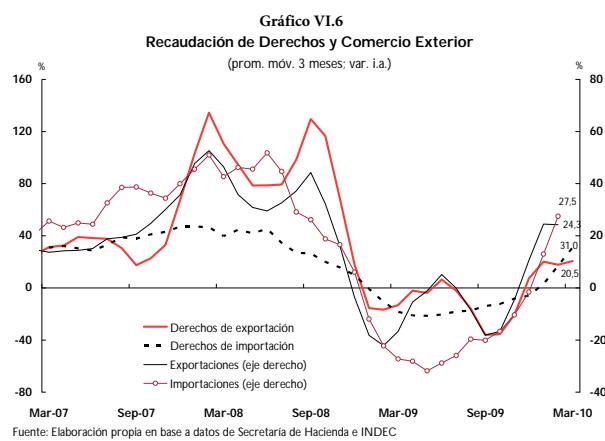
El mayor volumen de transacciones bancarias gravadas determinó que los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) crecieran 20% i.a. en el primer trimestre. La recaudación diaria promedio del tributo alcanzó \$92 millones, mostrando una suba interanual de \$18 millones. Para los siguientes trimestres, lo recaudado por este tributo continuaría representando cerca de 1,9% del PIB.

Entre otros recursos del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), se verificó el ingreso de \$1.550 millones asociado a la transferencia de utilidades del BCRA al Tesoro Nacional (TN)<sup>15</sup>.

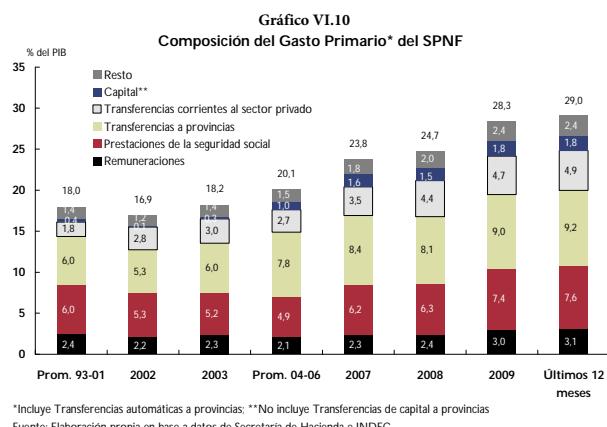
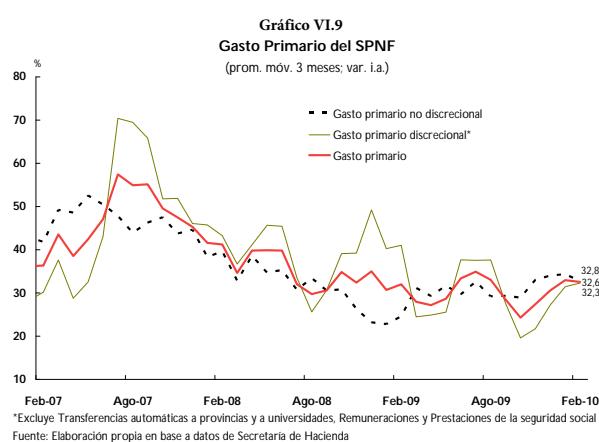
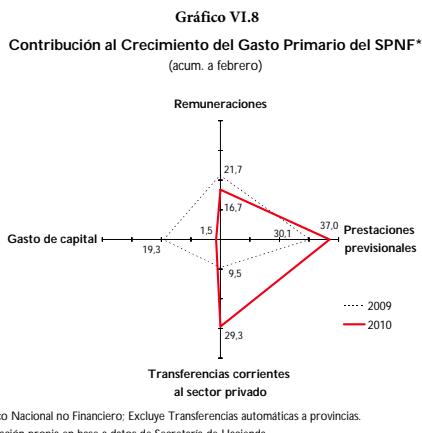
En línea con la previsión de mayor dinamismo de la actividad económica y considerando el aumento proyectado de las exportaciones agrícolas, a fines de 2010 la relación recaudación/PIB alcanzaría cerca de 29%.

### Gasto y Resultado

En el inicio del año 2010 el gasto primario siguió creciendo a tasas superiores al 30% i.a.. El incremento se explicó básicamente por las Prestaciones previsionales, las Transferencias corrientes al sector privado y las Remuneraciones a los empleados públicos, que en conjunto



<sup>15</sup> En igual trimestre de 2009 el BCRA no transfirió utilidades al TN.



aportaron casi 90% del crecimiento nominal, con un aporte inferior del gasto de capital (ver Gráfico VI.8). Así, en el acumulado de los últimos 12 meses el gasto primario, considerando las transferencias automáticas de recursos a las provincias (Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros), representó 29% del PIB, un nuevo récord histórico.

El gasto en Prestaciones previsionales se habría elevado alrededor de 35% i.a., impulsado principalmente por las subas de los haberes otorgadas en marzo de 2010 y en septiembre de 2009<sup>16</sup>, así como por el incremento en la cantidad de beneficiarios.

El gasto “discrecional”<sup>17</sup> aumentó cerca de 30% i.a. en el primer trimestre de 2010. El alza respondió principalmente al crecimiento de las Transferencias corrientes al sector privado y los giros discrecionales a las provincias (ver Gráfico VI.9).

Las Transferencias corrientes al sector privado, asociadas principalmente a las Asignaciones familiares y los subsidios al sector energético, al transporte público de pasajeros y al consumo interno de agroalimentos, se habrían incrementado a una tasa cercana a 50% i.a. en el primer trimestre del año. En particular, incidieron la creación de la Asignación universal por hijo para protección social y el aumento en las asignaciones familiares otorgado a partir de octubre de 2009. Así, los giros corrientes al sector privado representaron 4,9% del PIB en los últimos 12 meses (ver Gráfico VI.10).

Las Remuneraciones del sector público subieron cerca de 30% i.a., impulsadas principalmente por el efecto arrastre de los aumentos salariales de 8% y 7%, otorgados en junio y agosto de 2009, respectivamente, y por el aumento de los puestos de trabajo<sup>18</sup>.

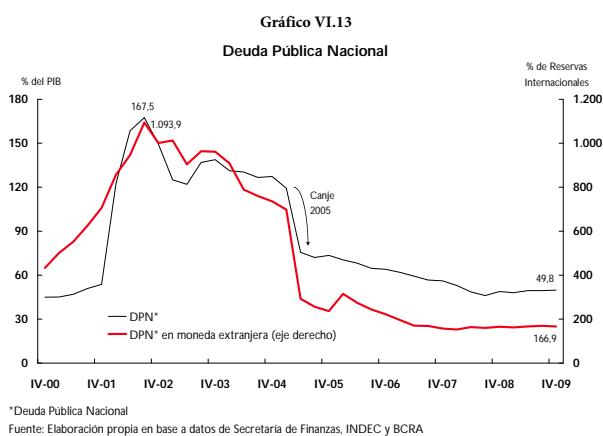
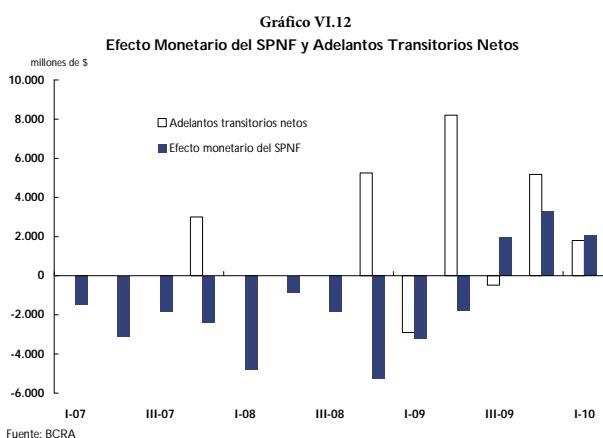
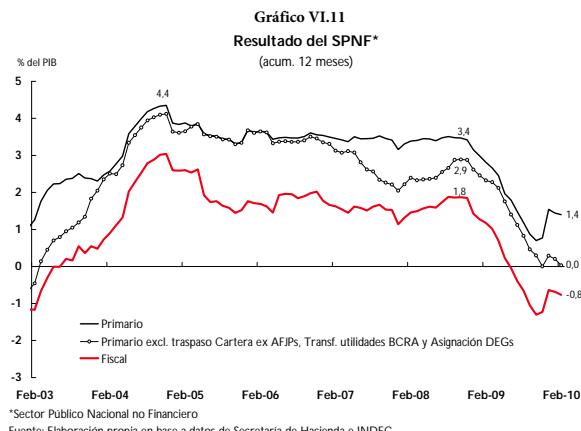
El gasto de Capital fue el rubro menos dinámico en los primeros meses de 2010 al crecer cerca de 20% i.a.. La desaceleración del ritmo de crecimiento se concentró en la Inversión Real Directa (IRD) que se habría mantenido en los valores nominales de igual período de 2009. Las transferencias de capital a provincias continuaron aumentando a tasas superiores a 40% i.a.. Estos giros contemplan la distribución del Fondo Federal Solidario (FFS), que asigna el 30% de los Derechos de exportación de la soja y sus derivados<sup>19</sup> entre las provincias, con el criterio de distribución la Coparticipación federal de

<sup>16</sup> Segundo la Ley N°26.417 de Movilidad Previsional se dispusieron subas de 7,34% y 8,21% en septiembre de 2009 y marzo de 2010, respectivamente.

<sup>17</sup> Excluye Transferencias automáticas a provincias, Prestaciones previsionales, Transferencias corrientes a universidades y Remuneraciones.

<sup>18</sup> Durante 2009, los puestos de trabajo del SPNF crecieron alrededor de 7% i.a., según el INDEC.

<sup>19</sup> Decreto N° 206/2009.



impuestos. A su vez, las provincias derivan a través de un régimen de reparto automático a sus municipios una proporción semejante, no inferior al 30% de los fondos que se destinan a la provincia por este régimen. Así, el gasto de Capital, considerando los giros automáticos a provincias, representó 3,3% del Producto en los últimos 12 meses.

En los primeros meses de 2010, el resultado primario se habría mantenido en terreno positivo. En tanto, los intereses crecieron cerca de 30% i.a. incididos principalmente por el efecto de los canjes de deuda realizados durante el año 2009 (ver Gráfico VI.11).

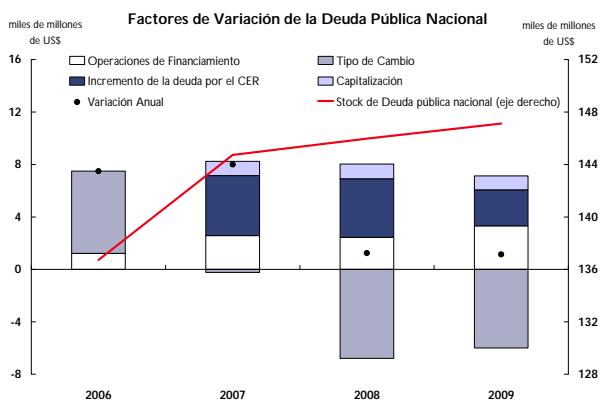
Durante el primer trimestre del año, el Tesoro Nacional afrontó sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes domésticas intra sector público, generando un efecto monetario expansivo comparable al de los dos trimestres previos (ver Gráfico VI.12). Las disposiciones contenidas en los Decretos N°297/2010 y N°298/2010 permiten afrontar durante 2010 las obligaciones con los organismos financieros internacionales y con los tenedores privados de deuda pública a partir del uso de parte de las Reservas Internacionales.

### Deuda Pública Nacional

La Deuda Pública Nacional (DPN) totalizó US\$147.119 millones al cuarto trimestre de 2009, incrementándose US\$1.144 millones respecto de fines de 2008 (0,8% i.a.). En términos del Producto, el *stock* de deuda representó 49,8% (+1 p.p. respecto de diciembre de 2008; ver Gráfico VI.13). Esta ligera suba obedeció al efecto de las operaciones netas de financiamiento, que fueron parcialmente compensadas por la contracción generada por los efectos de valuación (básicamente por la evolución de los tipos de cambio; ver Gráfico VI.14). Finalmente, cabe destacar que durante 2009 los flujos netos (desembolsos menos amortizaciones e intereses) con los organismos financieros internacionales fueron positivos (US\$929 millones) por primera vez desde 2001, aumentando levemente el nivel de exposición con estos organismos (Banco Interamericano de Desarrollo -BID-, Banco Mundial y otros; ver Gráfico VI.15).

El Gobierno Nacional siguió avanzando en el proceso de reestructuración de la deuda no ingresada al Canje 2005. En particular, se dieron a conocer las condiciones de la oferta y se procederá a la apertura del canje. Se estima que el impacto de la nueva reestructuración de los pasivos sobre el *stock* de Deuda Pública Nacional sería poco significativo (ver Apartado 2).

Gráfico VI.14



## Provincias

La recaudación tributaria de las provincias se recuperó significativamente. Dado que las transferencias automáticas de origen nacional también exhibieron un mayor dinamismo, la suba de los ingresos permitirían limitar el deterioro en las cuentas públicas provinciales previsto para lo que resta de 2010. Sin embargo, la definición de las paritarias salariales tendrá incidencia en el resultado fiscal de los estados subnacionales, donde las remuneraciones representan cerca de la mitad del gasto primario (ver Gráfico VI.16).

Finalmente, a fines de marzo se verificó la primera colocación significativa de deuda en el mercado voluntario internacional por parte de una jurisdicción subnacional desde mayo de 2007. En efecto, el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires colocó a la par US\$475 millones con una tasa de 12,5% anual a 5 años. Se prevé que en los próximos meses otras provincias realicen nuevas emisiones en el mercado, facilitadas por la normalización de las relaciones financieras internacionales.

Gráfico VI.15  
Organismos Financieros Internacionales  
(operaciones valuadas a la fecha de registro)

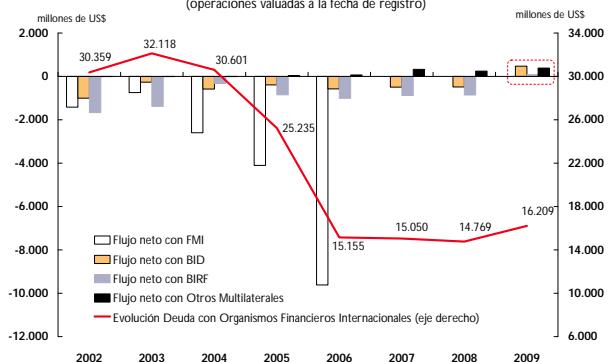
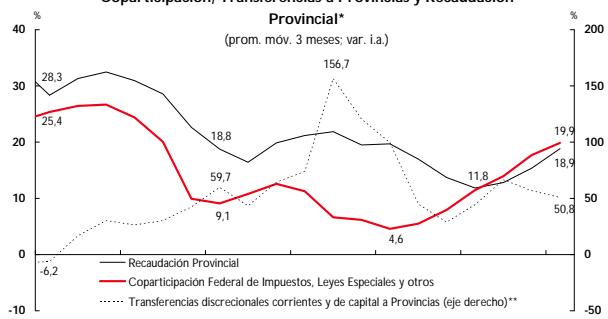


Gráfico VI.16  
Coparticipación, Transferencias a Provincias y Recaudación Provincial\*

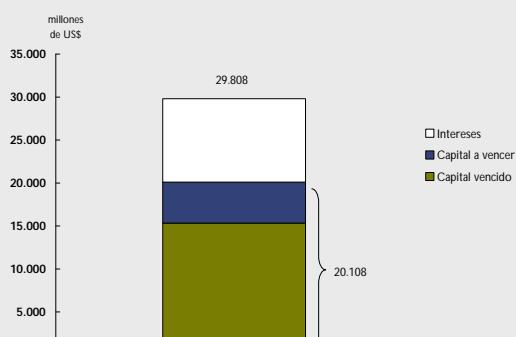


## Apartado 2 / Características de la oferta de canje de la deuda no ingresada en 2005

Tras la declaración de cesación de pagos (*default*) de la deuda realizada a fines de diciembre de 2001, en 2005 el Gobierno argentino realizó una oferta de reestructuración que logró un 76,15% de adhesión. En 2009, el acercamiento de una propuesta de canje de deuda efectuada por un conjunto de acreedores desencadenó la implementación por parte del Gobierno Nacional de un proceso de reestructuración de la deuda no ingresada al canje 2005 (*holdouts*). Luego de avanzar en diversos pasos administrativos, recientemente se dio a conocer la oferta final y se procederá a la apertura del canje<sup>25</sup>.

En diciembre de 2009, el Poder Ejecutivo Nacional promulgó la Ley N°26.547 que suspendió la “Ley Cerrojo” (Ley N°26.017) hasta el 31 de diciembre de 2010 o hasta que el Gobierno declare terminado el proceso de reestructuración, lo que ocurría primero. La norma prevé que los términos y condiciones financieras que se ofrezcan no podrán ser iguales ni mejores que las ofrecidas a los acreedores en el canje de 2005. Asimismo, prohíbe ofrecer a los tenedores de deuda pública que hubieran iniciado acciones judiciales, o de cualquier otro tipo, un trato más favorable, eliminando la posibilidad de acordar condiciones con los que no ingresen a esta nueva fase. Adicionalmente, autoriza la suspensión de la prohibición de emitir instrumentos de deuda en moneda doméstica indexados para los títulos que se entregarán como contrapartida en la operación.

Gráfico 1 | Stock de Deuda no ingresada al Canje 2005 (e)



(e) Estimado en función del stock de deuda al 31-12-2009

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

Por otra parte, el Decreto N°1.953/2009 encomendó al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas a registrar un programa de deuda pública ante la *Securities and Exchange Commission* (SEC) de Estados Unidos, que involucra una emisión máxima de US\$15.000 millones. Además, se apro-

<sup>25</sup> Según el Prospecto del Canje, los tenedores de títulos elegibles denominados en yenes y bajo legislación japonesa no podrán participar en la oferta recientemente conocida. No obstante, Argentina llevará a cabo una oferta específica en Japón.

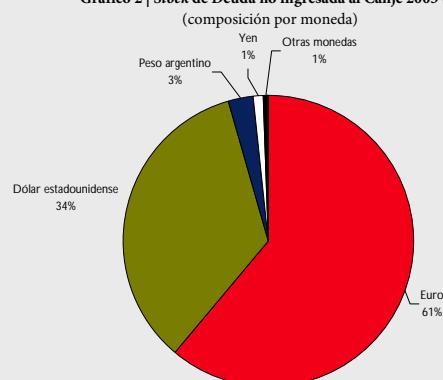
bó la Carta Convenio suscripta con determinados bancos del exterior (Barclays Capital Inc., Citibank N.A. y Deutsche Bank Securities Inc.) para emprender la operación de canje referida a la deuda pendiente de reestructuración (Resolución Ministerio de Economía y Finanzas Públicas N°267/2009).

Posteriormente, el jueves 15 de abril último se informaron las condiciones generales de la oferta de canje de los bonos respectivos<sup>26</sup>. El Gobierno espera recepcionar las adhesiones al nuevo canje durante un período de 30 días.

Para la implementación del canje se definió un “monto elegible” por cada título que se encuentra en cesación de pagos. La deuda a ser canjeada, valuada a los tipos de cambio del 31 de diciembre de 2003, asciende aproximadamente a US\$17.600 millones, correspondientes al monto de capital, más los intereses devengados impagos hasta el 31 de diciembre de 2001 por US\$700 millones (ver Gráfico 1).

El remanente no ingresado al canje 2005 se integra por instrumentos financieros en 6 monedas distintas, básicamente euros y dólares estadounidenses (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Stock de Deuda no ingresada al Canje 2005 (e)



(e) Estimado en función del stock de deuda al 31-12-2009

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

Los lineamientos generales de la nueva propuesta de reestructuración, que no difieren significativamente de los presentados en el canje 2005, implican la conversión a tan sólo 9 títulos correspondientes a 3 clases de bonos: Par, Descuento y un nuevo instrumento con vencimiento en 2017. Adicionalmente, el canje prevé la emisión de cupones ligados al PIB por un valor nocial idéntico al monto elegible que ingrese cada acreedor al proceso de reestructuración. Otra modificación que se producirá con el canje es el traspaso de 7 legislaciones en las que estaba emitida la

<sup>26</sup> Sólo se detallan los lineamientos principales de la oferta a los acreedores que no ingresaron al canje 2005, aunque también se prevén condiciones específicas para los que participaron en esa oportunidad.

deuda a sólo 3. Los títulos elegibles se habían emitido bajo legislaciones de Nueva York, Alemania, Inglaterra, Argentina, Italia, España y Suiza. En tanto, los que se colocarán se regirán por las leyes de Nueva York, Inglaterra y Argentina (ver Cuadro 1).

Al igual que en el canje 2005, los tenedores de instrumentos denominados en moneda nacional sólo podrán optar por títulos de igual denominación. En tanto, a diferencia de la primera oferta, los tenedores de deuda originalmente emitida en moneda extranjera no podrán optar por títulos en moneda nacional.

Cuadro 1 | Stock de Deuda no ingresada al Canje 2005  
(composición por legislación; en millones de US\$)

Legislación de Origen	Stock (e)	% Participación
Nueva York	6.850	34,1
Alemana	6.356	31,6
Reino Unido	4.954	24,6
Argentina	1.534	7,6
Japonesa	103	0,5
Otras	311	1,5
<b>TOTAL</b>	<b>20.108</b>	<b>100,0</b>

(e) Estimado en función del stock de deuda al 31-12-2009

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

El monto máximo de títulos a emitir rondaría entre Valor Nominal Original (VNO) US\$8.600 y US\$10.000 millones, dependiendo de la emisión de hasta US\$2.000 millones de títulos Par, que serán distribuidos por prorrato entre los tenedores minoristas, que cuentan con la posibilidad de elegir ese instrumento sin descuento sobre el monto elegible.

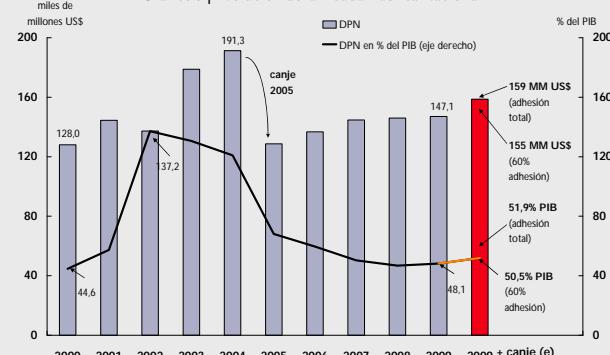
Dado que todos los títulos serán emitidos con fecha 31 de diciembre de 2003, el día de “liquidación” (*settlement*), junto con el traspaso de los bonos colocados, los acreedores que hayan ingresado al canje recibirán un nuevo bono en reconocimiento sólo de los pagos devengados por los bonos Descuento entre la fecha de emisión y el 31 de diciembre de 2009. Se tratará de un nuevo instrumento en dólares tipo *bullet* (con amortización única al final del período), con vencimiento en 2017 e intereses semestrales de 8,75% anual (Bono US\$ 2017). En tanto, los acreedores que oferten hasta US\$50.000 de monto elegible, o el equivalente en otras monedas, recibirán en efectivo los intereses que habrían devengado los bonos Par entre la fecha de emisión y el 30 de septiembre de 2009, que podrían sumar hasta US\$165 millones a ser erogados durante 2010. En tanto, los cupones ligados al PIB sólo reconocerán las obligaciones de pago que se generen en el futuro.

Por otra parte, la aceptación por la Argentina de los títulos elegibles estará sujeta a la recepción de fondos provenientes de un ofrecimiento simultáneo en efectivo por la emisión del Bono US\$ 2017. El Gobierno decidirá si realiza o no la colocación del título (que podría implicar el ingreso efectivo de alrededor de US\$1.000 millones), de acuerdo a la conveniencia para el país. Esta decisión dependerá del rendimiento asociado a la colocación del instrumento. Habrá un incentivo para que los tenedores mayoristas ingresen al canje en un período temprano: si no adhieren antes de un determinado momento se les hará una quita de

1 centavo de dólar sobre el monto de Bono US\$ 2017 a emitir por cada dólar de monto elegible ingresado al nuevo canje.

Dado que en el *stock* de Deuda Pública Nacional no se incluyen las obligaciones asociadas a los *holdouts*, la implementación del canje implicaría un incremento de su Valor Nominal Residual Actualizado (VNRA) que dependerá del grado de adhesión. Así, la DPN aumentaría 2,4 puntos porcentuales (p.p.) del Producto con una aceptación de 60%, 3,1 p.p. con una adhesión del 80% y 3,8 p.p. en caso de abarcar la totalidad (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Evolución de la Deuda Pública Nacional\*

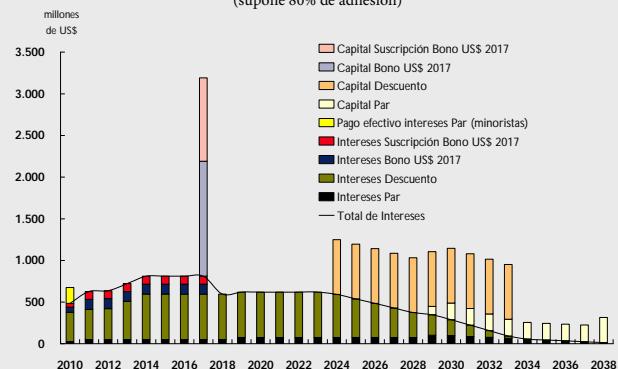


\*excluye holdouts; (e) Estimado

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

Por su parte, bajo el supuesto de reestructuración de un 80%, los servicios de deuda se incrementarían por un monto entre US\$600 y US\$800 millones anuales para los próximos 5 años (ver Gráfico 4). Cabe destacar que para 2010, si se efectivizara la suscripción de alrededor de US\$1.000 millones a los tenedores institucionales, el efecto sobre el financiamiento resultaría positivo en alrededor de US\$300 millones.

Gráfico 4 | Flujos de servicios de deuda asociados al Canje  
(supone 80% de adhesión)



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

Finalmente, la implementación del nuevo canje de deuda constituye un avance en la superación del evento de *default* del año 2001, ya que suponiendo una adhesión del 60% a la reciente oferta de reestructuración y considerando los resultados obtenidos en el canje 2005, se alcanzaría una regularización del 90% del total de la deuda original elegible. En tanto, si la aceptación alcanzara 80%, la regularización ascendería a 95%.

# VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

## VII.1 Síntesis

Durante el primer trimestre de 2010 continuó consolidándose la recuperación del mercado monetario y crediticio que comenzó a mediados de 2009, una vez superados los efectos de los episodios de turbulencia que afectaron los mercados locales en los últimos dos años. La demanda de dinero siguió fortaleciéndose, reflejando la política del Banco Central en los frentes monetario, cambiario y financiero, con un destacado aumento de las colocaciones a plazo.

Las metas del Programa Monetario (PM) se cumplieron una vez más, en este caso, en el centro de la banda proyectada. Los medios de pagos totales en pesos (M2) alcanzaron en marzo un saldo promedio de \$197.620 millones, con un incremento interanual (i.a.) del 18%. Adicionalmente, los medios de pago privados (M2 privado) terminaron dentro de las estimaciones del PM 2010, con un saldo promedio de \$168.380 millones (20,1% i.a.).

El agregado más amplio en pesos (M3) aumentó en el trimestre 3,9% (\$11.610 millones), principalmente por la expansión de los depósitos a plazo fijo que crecieron 12,4% (\$11.130 millones). El incremento en las colocaciones a plazo del sector privado se concentró principalmente en el segmento mayorista (más de \$1 millón), que retomó su senda expansiva luego de caer en diciembre como consecuencia de la mayor demanda de liquidez estacional de las empresas.

Los préstamos en pesos al sector privado suavizaron su ritmo de expansión en el primer trimestre del año por factores estacionales, que afectaron fundamentalmente a las líneas vinculadas a la actividad comercial. De esta manera, los préstamos en pesos aumentaron en el trimestre \$3.620 millones (3% y 12,5% i.a.). Por su parte, los créditos al consumo se incrementaron \$2.830 millones (5,9% y 18,5% i.a.).

El Banco Central mantuvo inalteradas las tasas de interés para sus operaciones de pase. No obstante, redujo gradualmente las tasas de interés del mercado primario de Letras del Banco Central (LEBAC) a lo largo de toda la curva de rendimientos. Las principales tasas de interés de corto plazo disminuyeron levemente. Las tasas de interés promedio del mercado interbancario y la BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) mostraron reducciones de 0,4 puntos porcentuales (p.p.), mientras que la tasa pagada por los bancos privados por las colocaciones de hasta 35 días de plazo por montos inferiores a \$100.000 se redujo 0,5 p.p.. Las tasas de interés activas registraron bajas algo mayores, lo que redujo levemente los spreads. La tasa de interés de los adelantos en cuenta corriente se redujo 0,8 p.p., la de los documentos a sola firma 1,3 p.p. y la de los préstamos personales 1,7 p.p..

Gráfico VII.1

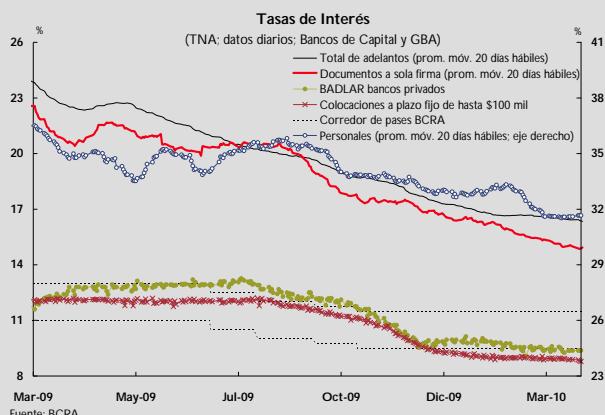


Gráfico VII.2

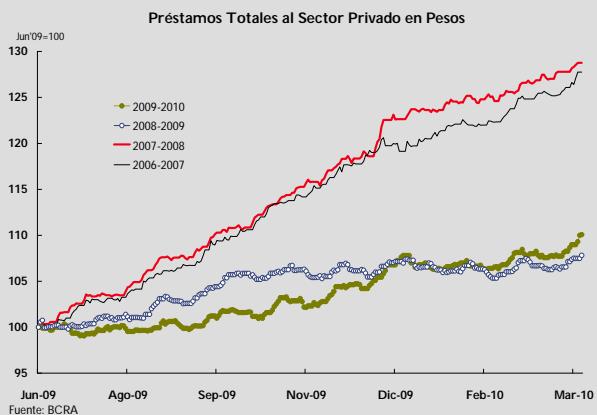
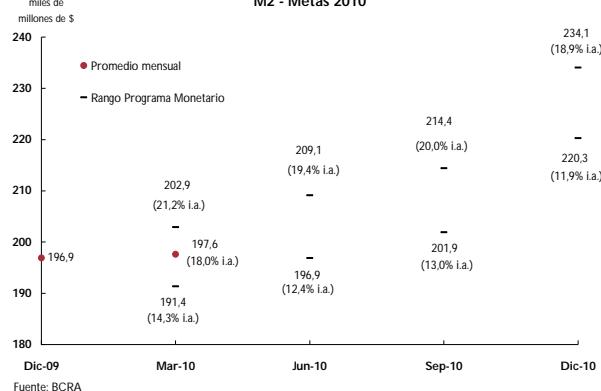


Gráfico VII.3  
M2 - Metas 2010



## VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

Los medios de pago totales (M2) alcanzaron en marzo un saldo promedio de \$197.620 millones, registrando en el último año un incremento de 18% y ubicándose dentro del rango establecido en el Programa Monetario (PM) 2010 (ver Gráfico VII.3). En el mismo sentido, los medios de pago privados (M2 privado) se encontraron dentro de las estimaciones del PM 2010 (15,8%-22,6% interanual -i.a.-), mostrando un saldo promedio de \$168.380 millones (20,1% i.a.).

En el primer trimestre, los medios de pago totales crecieron 0,4% mientras que los privados aumentaron 1,6%, impulsados por el incremento del circulante en poder del público (1,7%) y de los depósitos a la vista privados (1,4%).

Entre los principales factores que tuvieron efecto expansivo sobre el M2 se encuentran las compras de divisas realizadas por el Banco Central en el mercado de cambios, el incremento de los préstamos en pesos al sector privado no financiero y las operaciones del sector público. En tanto, el aumento de las colocaciones a plazo constituyó el factor más importante de contracción de los medios de pago, lo que muestra que la demanda de dinero siguió fortaleciéndose, reflejando la política del Banco Central en los frentes monetario, cambiario y financiero (ver Gráfico VII.4).

La liquidez de las entidades financieras continuó elevada en el primer trimestre del año. La suma del efectivo en bancos, la cuenta corriente de las entidades en el BCRA, los pasos netos con el BCRA y la tenencia de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC) en relación al total de depósitos en pesos se ubicó en 38,3% (ver Gráfico VII.5). Esto implicó un incremento de 1,5 puntos porcentuales (p.p.) respecto al trimestre anterior, principalmente por el aumento de los pasos con el BCRA. En tanto, en febrero disminuyó la integración de encajes hacia el final de la posición de efectivo mínimo trimestral, al tiempo que las entidades incrementaron los pasos con el BCRA (ver Gráfico VII.6). Luego, hacia el final del trimestre volvieron a incrementarse las reservas legales para cumplir con el requerimiento de efectivo mínimo mensual de marzo, aunque también aumentaron las tenencias de LEBAC y NOBAC, para lo cual las entidades disminuyeron los pasos con el BCRA.

En tanto, en el segmento en moneda extranjera, el excedente de liquidez disminuyó a lo largo del trimestre, hasta alcanzar el 48% de los depósitos, principalmente, por el crecimiento de los préstamos en dólares.

Gráfico VII.4  
Factores de Explicación de la Variación del M2  
(primer trimestre de 2010)

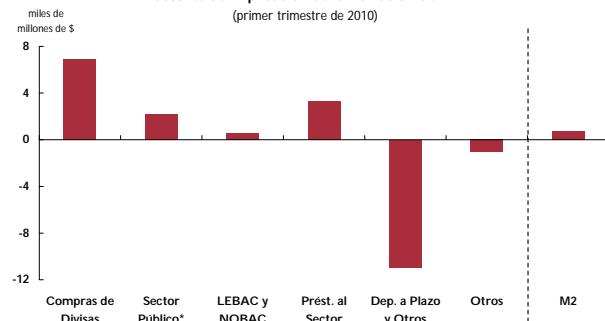
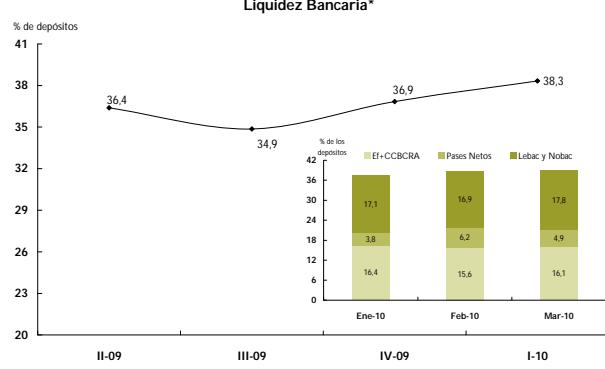
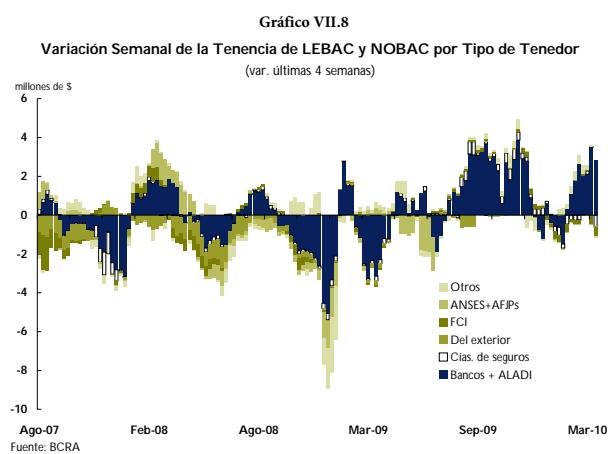
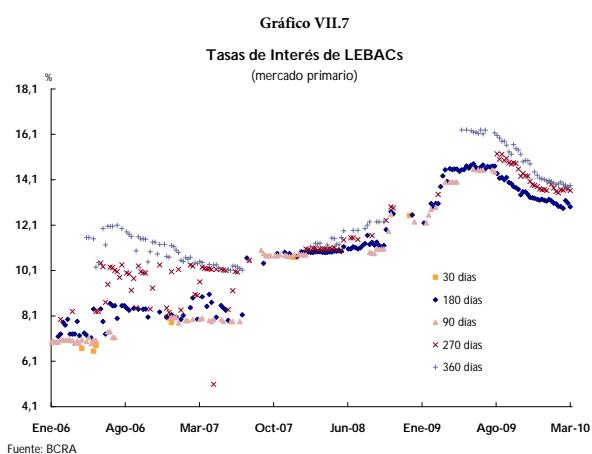
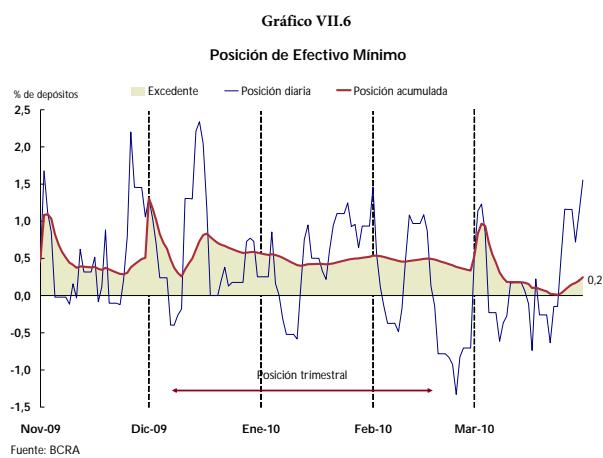


Gráfico VII.5  
Liquidez Bancaria\*





En función del compromiso asumido por el Banco Central de dar a conocer una estimación a 12 meses vista de los agregados M2 y M2 privado, con el objetivo de extender el horizonte de certidumbre respecto a las condiciones monetarias y financieras locales, se informó que de acuerdo a las proyecciones que arrojan distintos modelos de demanda de dinero, en el escenario central la variación interanual del M2 privado se ubicaría en marzo de 2011 en torno a 17,3%, con bandas asimétricas que reflejan un mayor sesgo al alza que a la baja. Por su parte, la variación interanual del M2 a esa misma fecha se encontraría alrededor de 17,9% en el escenario base.

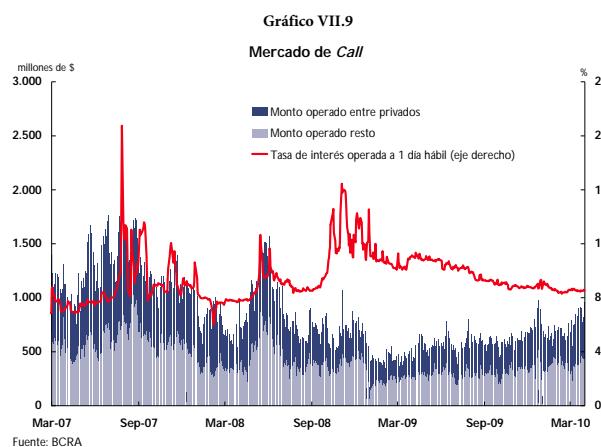
### Tasas de Interés

Durante el primer trimestre, el Banco Central mantuvo las tasas de interés para sus operaciones de pase. Así, las tasas de los pases pasivos fueron de 9,0% y 9,5%, para 1 y 7 días, respectivamente, mientras que las tasas de pases activos de 1 y 7 días continuaron en 11,0% y 11,5%, respectivamente.

No obstante, las tasas de interés del mercado primario de LEBAC disminuyeron a lo largo de toda la curva de rendimientos hasta 0,3 p.p. (ver Gráfico VII.7). En cambio, se colocó muy poco monto de NOBAC, a márgenes ligeramente superiores a los del trimestre previo, aunque más que compensados por la caída de la BADLAR (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*) a la que están vinculadas.

El volumen operado en el mercado secundario de Letras y Notas del BCRA fue superior al registrado el trimestre previo. Las menores operaciones realizadas con NOBAC se contrarrestaron con un fuerte aumento de las efectuadas con LEBAC, que representaron el 80% del total operado en el trimestre en el mercado secundario. Hubo cierta mayor preferencia por las especies cercanas a 90 y a 180 días (40% del total de letras operadas). Por otra parte, las tasas de interés operadas también disminuyeron, en línea con la evolución de las tasas del mercado primario.

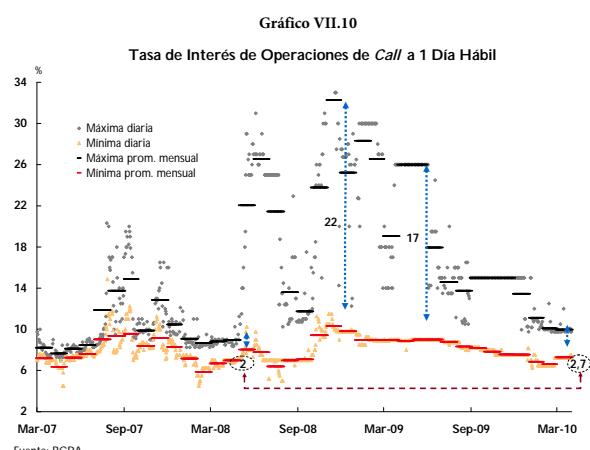
El stock en circulación de títulos que emite el BCRA creció 8% en el trimestre, ubicándose en VN\$50.695 millones a fin de marzo. Los bancos aumentaron sus tenencias un 13%, llegando a concentrar el 85% del total en circulación (ver Gráfico VII.8). Por otro lado, finalizando el trimestre el BCRA decidió flexibilizar los requisitos de las tenencias de LEBAC y NOBAC, permitiendo a los Fondos Comunes de Inversión (FCI), cuyos cuotapartistas sean residentes locales, invertir en estos títulos, lo que les estaba vedado desde fines de 2007. Sin bien aún no se ha observado un aumento importante en sus te-



nencias, dado los fuertes vencimientos que tuvieron que afrontar recientemente, se espera que las incrementen en los próximos trimestres.

La tasa de interés de los préstamos interbancarios (*call*) se redujo levemente respecto del trimestre anterior, ubicándose en 8,6% (-0,4 p.p.). El monto operado en el mercado de *call* promedió los \$695 millones diarios, \$75 millones más que en el trimestre previo. En particular, en marzo el volumen fue el mayor desde junio de 2008, alcanzando los \$785 millones (ver Gráfico VII.9).

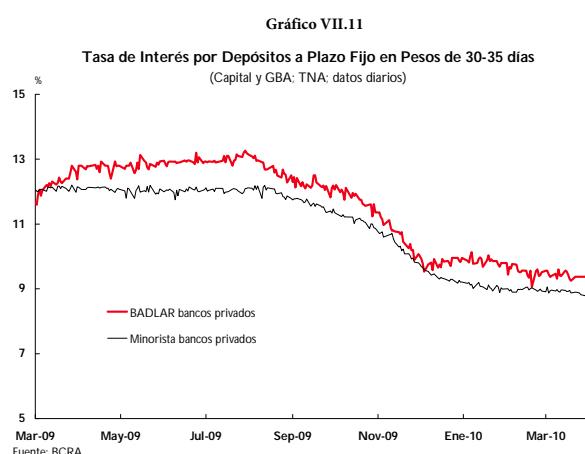
Por su parte, la variabilidad también se redujo ya que la diferencia entre la tasa de interés máxima y mínima del mercado de *call*, se ubicó en marzo en 2,7 p.p. resultando la menor desde abril de 2008 (ver Gráfico VII.10).



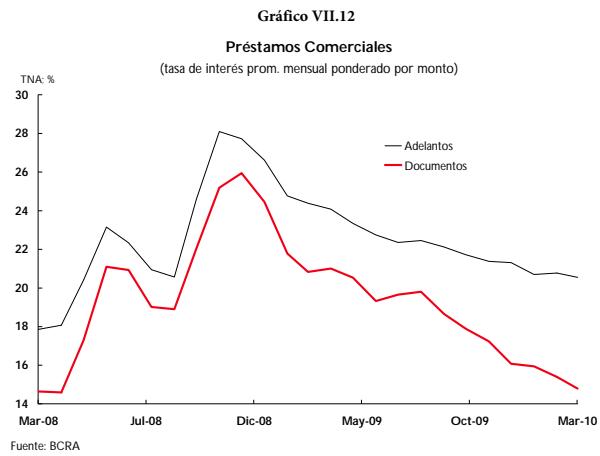
Las principales tasas de interés pasivas de corto plazo disminuyeron levemente durante el trimestre. El promedio de la tasa de interés pagada por los bancos privados en el tramo mayorista y por depósitos en pesos de hasta 35 días de plazo (BADLAR) se ubicó en marzo en 9,4%, con un descenso de 0,4 p.p. respecto al promedio de diciembre. Análogamente, la tasa pagada por los bancos privados para ese plazo por las colocaciones por montos inferiores a \$100.000 se redujo 0,5 p.p., ubicándose en 8,9% (ver Gráfico VII.11).

Aún mayor fue la reducción de las tasas de interés negociadas en el mercado de futuros de BADLAR a fin de marzo, aunque la curva de rendimientos se mantiene con pendiente positiva, lo cual estaría reflejando expectativas de subas de tasas de interés en el futuro. La tasa implícita en los contratos con vencimiento al término del segundo trimestre de 2010 fue 10,5%, 1,45 p.p. por debajo de la registrada en diciembre de 2009. Por su parte, las tasas de interés de los contratos con vencimiento al término del tercer trimestre de 2010 se redujeron 0,75 p.p., y pasaron a ubicarse en 13%. Cabe señalar que durante marzo el monto negociado en futuros fue el mayor desde el lanzamiento del instrumento en septiembre de 2009, con un volumen superior a los \$1.600 millones.

Durante el trimestre las tasas activas se redujeron, evidenciando descensos algo superiores a los de las tasas pasivas, reduciéndose así los márgenes.



Entre los préstamos comerciales otorgados por bancos privados en Capital y Gran Buenos Aires (GBA), la tasa de interés promedio de adelantos en cuenta corriente con acuerdo previo, otorgados a empresas por hasta 7 días de plazo y por montos superiores a \$10 millones (que representan una cuarta parte del total y constituye una de las tasas de interés más relevantes de los presta-



mos a empresas de primera línea en el corto plazo), se ubicó en 10,2% con un descenso de 0,5 p.p., respecto al promedio de diciembre. La tasa de interés de adelantos en cuenta corriente considerando el total de operaciones se redujo 0,8 p.p., ubicándose en un nivel cercano al 20,5%.

Las tasas de interés de las tres modalidades de financiamiento a través de documentos (descontados, a sola firma y comprados) descendieron en el trimestre. La tasa de interés promedio de marzo de los documentos a sola firma se ubicó en 14,8%, 1,3 p.p. por debajo del promedio de diciembre, mientras que la tasa de interés de los documentos descontados se ubicó en 13,3% con un descenso de 0,5 p.p. (ver Gráfico VII.12).

Las tasas de interés de los préstamos personales, de acuerdo a la información preliminar para Capital y GBA, continuaron descendiendo (1,7 p.p.) respecto al último mes del trimestre anterior, alcanzando un valor promedio de 30,8%.

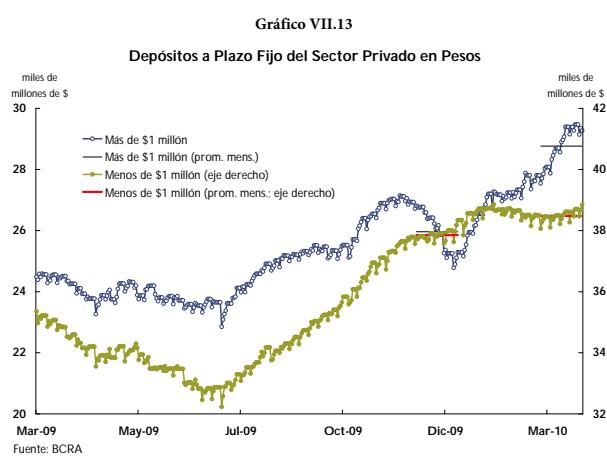
Por su parte, las tasas de interés de préstamos hipotecarios a familias se habrían mantenido en torno a 13,2%, sin cambios significativos respecto del nivel de diciembre. Por último, la tasa de interés correspondiente a las financiaciones con garantía prendería se redujo 1 p.p., alcanzando un nivel cercano al 17,3%.

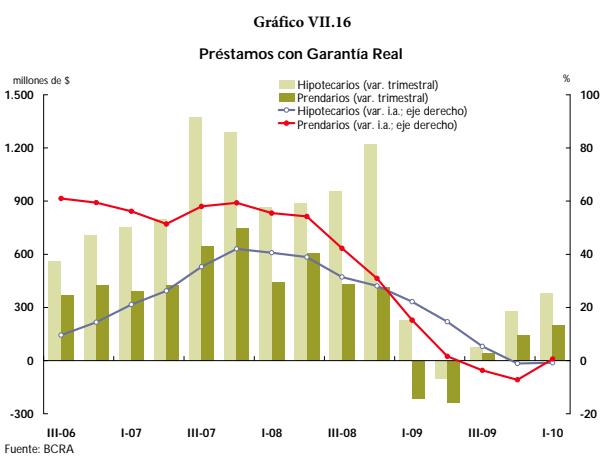
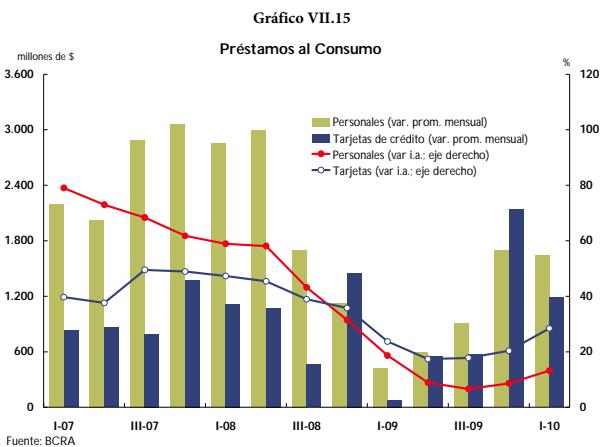
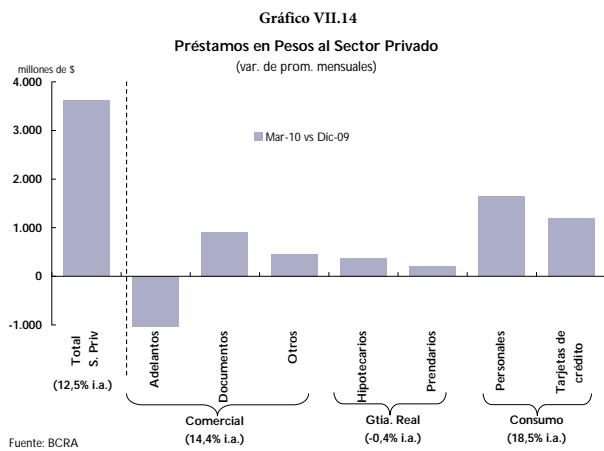
### VII.3 Agregados Monetarios Amplios y Crédito

El agregado en pesos más amplio, M3, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos creció 3,9% (\$11.610 millones) en el trimestre.

La mayor parte del aumento del M3 se debió a los depósitos a plazo fijo que se incrementaron 12,4% (\$11.130 millones). En el caso de los depósitos a plazo del sector privado, el incremento se concentró en el segmento mayorista (más de \$1 millón), que retomó su senda expansiva luego de caer en diciembre como consecuencia de la mayor demanda de liquidez estacional de las empresas. En el segmento minorista, luego del crecimiento de enero, los saldos permanecieron relativamente estables, registrándose durante la segunda mitad de marzo cierto dinamismo (ver Gráfico VII.13).

Los depósitos en moneda extranjera se mantuvieron en los niveles de diciembre pasado, con reducciones en las colocaciones públicas compensadas por los incrementos en las privadas. De esta forma, el agregado M3\*, que incluye el total de depósitos en pesos y dólares y el circu-





lante en poder del público, aumentó en el trimestre 3,6%.

### Crédito al Sector Privado<sup>29</sup>

Los préstamos en pesos al sector privado suavizaron su ritmo de expansión en el primer trimestre del año, influidos principalmente por factores estacionales relacionados con el receso estival. De esta manera, aumentaron \$3.620 millones (3% y 12,5% i.a.; ver Gráfico VII.14).

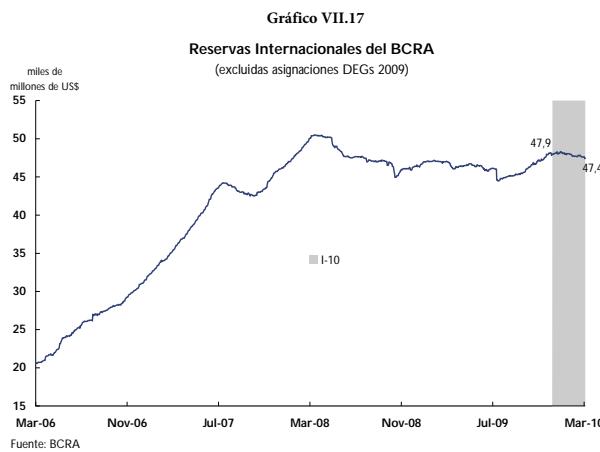
Las líneas vinculadas a la actividad comercial redujeron su expansión, al incrementarse en el trimestre apenas \$210 millones (0,4% y 14,4% i.a.). Pasada la mayor demanda de liquidez estacional de las empresas en diciembre, los adelantos en cuenta corriente retrocedieron \$1.160 millones (6,6%). En tanto, las financiaciones instrumentadas con documentos, que mostraron un gran dinamismo a lo largo del último trimestre de 2009, en febrero detuvieron su expansión para volver a crecer en marzo, registrando un aumento de \$910 millones (4,1%) en el trimestre. Finalmente, las restantes financiaciones comerciales aumentaron \$460 millones (7%), concentrándose prácticamente todo el aumento en el primer mes del año.

Por su parte, los créditos destinados al consumo se incrementaron \$2.830 millones (5,9%), mostrando en los últimos doce meses un crecimiento de 18,5%. Las financiaciones con tarjetas de crédito avanzaron \$1.190 millones (6,7%), con una importante suba en enero, una leve disminución posterior y un crecimiento moderado hacia el final del trimestre. En tanto, los préstamos personales continúan con el dinamismo que vienen mostrando desde agosto de 2009, creciendo \$1.640 millones (5,2%) en el trimestre (ver Gráfico VII.15).

Los préstamos con garantía real continúan acelerando su expansión, aumentando en el período \$580 millones (2,3%), aunque aún no compensan la caída previa, por lo que en términos interanuales disminuyeron 0,4%. Los préstamos hipotecarios crecieron \$380 millones (2,1%) y los prendarios aumentaron \$200 millones (2,7%), siguiendo las mayores ventas de automotores de comienzos de año (ver Gráfico VII.16).

Finalmente, los préstamos en moneda extranjera al sector privado subieron a lo largo del trimestre US\$245 mi-

<sup>29</sup> 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 operativa que, si bien altera los saldos contables, no afectan al stock de financiaciones otorgadas.



llones. Dicha suba estuvo impulsada principalmente por las financiaciones instrumentadas mediante documentos y adelantos.

#### VII.4 Mercado de Cambios

El *stock* de Reservas Internacionales totalizó US\$47.460 millones al final de marzo, con un descenso de US\$508 millones respecto al trimestre anterior (ver Gráfico VII.17). Las cuentas de Efectivo Mínimo se redujeron. En tanto, la intervención del BCRA en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) compensó parcialmente esta caída al acumular compras netas por alrededor de US\$1.200 millones en el trimestre, diferenciándose con lo ocurrido en igual período de 2009, cuando se habían observado ventas netas por cerca de US\$1.500 millones.

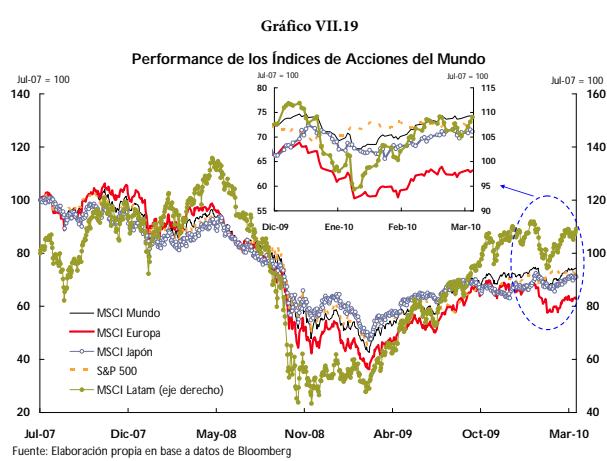
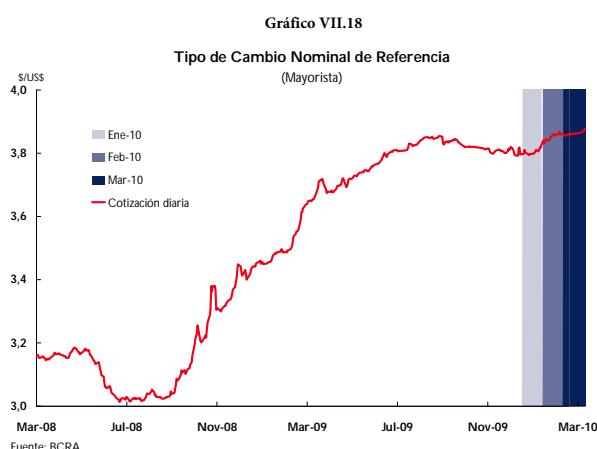
En el mercado de divisas, el tipo de cambio nominal se depreció 1,5% en el primer trimestre y la cotización promedio del Dólar Estadounidense en marzo fue de \$3,86/US\$ (ver Gráfico VII.18). Respecto al tipo de cambio real multilateral los distintos modelos que utiliza esta institución siguen mostrando que el mismo se ubica en niveles históricamente competitivos.

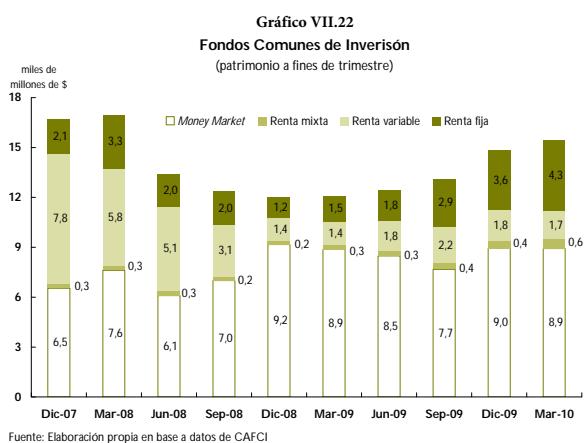
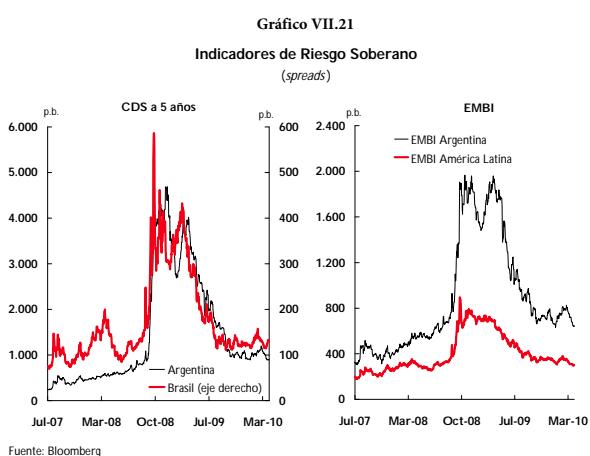
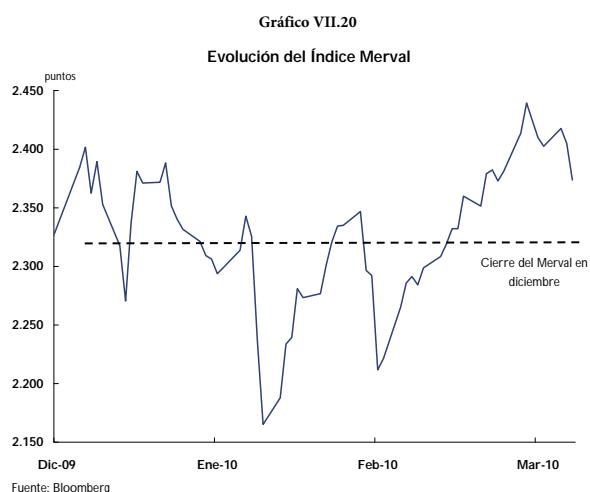
El Banco Central seguirá con su política de flotación administrada a fin de acotar la volatilidad del tipo de cambio, aunque sin ningún compromiso respecto de su cotización nominal.

#### VII.5 Otros Activos

La mayoría de los principales mercados bursátiles tuvo resultados positivos en el trimestre, con la excepción del índice europeo que fue afectado por la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal de algunas economías, particularmente de Grecia (ver Apartado 3). En este marco el *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) global se incrementó 2,7%. El MSCI de Japón subió 7,3% y el de América Latina se incrementó 1,3%, mientras que el de Europa perdió 5%. Por su parte, el *Standard and Poor's* (S&P) 500 norteamericano subió 1,4% entre fines de diciembre y marzo (ver Gráfico VII.19).

Los principales mercados de América Latina, medidos en dólares, tuvieron resultados positivos. Se destacan las ganancias trimestrales del IGBVL (Perú) 9,6%, el IPC (México) 8,5%, el IGPA (Chile) 2,7%, el Bovespa (Brasil) 0,3% y por último el Merval, que subió 0,2%. La evolución del IGPA de Chile estuvo, en parte, influenciada por el sismo de fines de febrero, puesto que hasta su ocurrencia el IGPA acumulaba una suba de 3,5% respecto de diciembre.





El índice Merval de Argentina finalizó marzo en 2.374 puntos, con un incremento en el trimestre de 2,3% (ver Gráfico VII.20). La evolución del índice Merval estuvo vinculada, en parte, a la percepción del mercado respecto de la evolución del proceso de reestructuración de la deuda no ingresada al canje 2005 (*holdouts*). En este sentido, las ganancias del Merval en el trimestre se consolidaron en las primeras tres semanas de marzo. En tanto, en los últimos doce meses acumuló una ganancia de 110,8%.

La volatilidad histórica del Merval (22 ruedas) en dólares anualizada fue de 13,1% en marzo, 9 p.p. menor que en diciembre. El volumen promedio diario en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires durante el primer trimestre fue \$44 millones, con un aumento de \$10 millones respecto a igual período del año anterior.

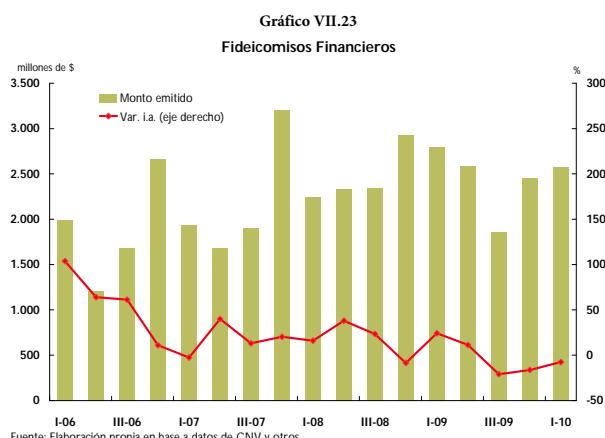
El mercado local de renta fija también estuvo signado por el canje de la deuda, y a nivel internacional por la crisis en algunas economías europeas y, en particular, en Grecia. En el primer caso, la autoridad regulatoria de la oferta pública de valores en EE.UU. autorizó el canje de deuda, mientras que el gobierno argentino inició los trámites para la aprobación del canje en Italia, Japón y Luxemburgo.

Los indicadores de riesgo soberano de las economías emergentes se redujeron levemente en relación con fines de diciembre. El *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI+), que mide los *spreads* de los países emergentes en conjunto, cerró en 251 puntos básicos (p.b.; -23 p.b.). En tanto, el *spread* de la deuda en moneda extranjera de América Latina finalizó marzo en 302 p.b., el de Brasil en 185 p.b. y el de Argentina en 646 p.b., lo que implica variaciones de -26 p.b., -7 p.b. y -14 p.b., respectivamente. El *spread* de los contratos de *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años (el segmento más negociado) de Argentina se redujo 11 p.b. respecto a diciembre (ver Gráfico VII.21).

El avance en el proceso de canje de la deuda también impactó en el volumen operado de títulos públicos en el mercado local, que en los primeros tres meses del año fue uno de los mayores de los últimos meses. Durante marzo, el volumen operado promedio diario fue de \$916 millones, \$270 millones más que en diciembre, y \$350 millones más que en marzo de 2009.

Los FCI finalizaron el primer trimestre del año con un patrimonio cercano a los \$17.500 millones, con un crecimiento de 3,3% respecto de diciembre. El mayor incremento nominal se dio en los FCI en moneda local,

que con un patrimonio de \$15.450 millones aumentaron más de 4% en el trimestre.

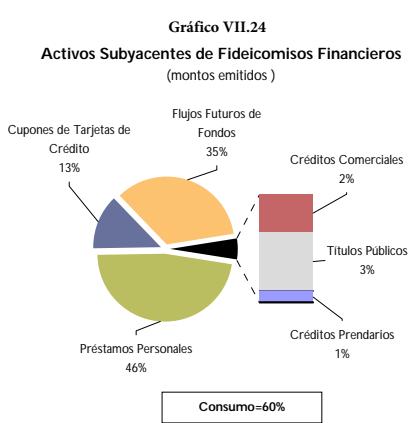


El progreso en la normalización de la deuda no ingresa da al canje 2005 también influyó en el desempeño de los FCI de renta fija, que crecieron 18% durante el trimestre (tanto por mejoras en las cotizaciones como fundamentalmente por aumento de la cantidad de cuotapartes) y terminaron marzo con un patrimonio de \$4.250 millones (ver Gráfico VII.22). Estos fondos acumularon un aumento de 180% en los últimos 12 meses, llegando a representar más del 27% del total de FCI en pesos (+15 p.p.). Por otro lado, los fondos de renta mixta aumentaron 33% en el trimestre, pero representan menos de 4% del total de FCI. Los fondos de *money market* y renta variable disminuyeron, finalizando el trimestre en \$8.930 y \$1.704 millones, respectivamente.

Por último, los FCI en moneda extranjera redujeron su patrimonio 2,8% entre enero y marzo, debido a la fuerte caída (15%) en el tramo de renta variable y se ubicaron en \$2.030 millones a fin de marzo. Pese a la disminución, este tramo junto con los fondos de renta fija en dólares mantuvieron una representación superior al 90% en el total de los FCI en dólares.

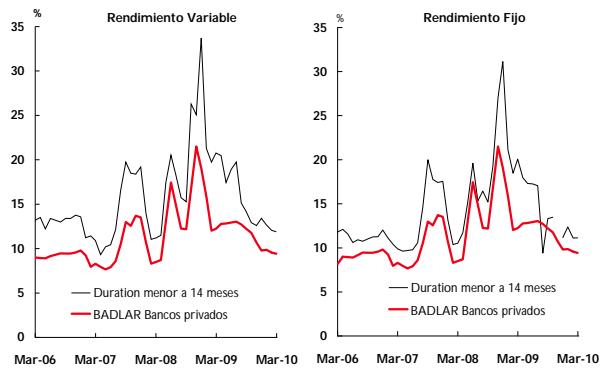
Las emisiones de Fideicomisos Financieros (FF) continuaron firmes en los primeros tres meses del año y totalizaron \$2.580 millones, 5% (\$125 millones) superior al del trimestre anterior, pero 8% (\$210 millones) inferior al de igual período del año pasado (ver Gráfico VII.23).

Al igual que en el trimestre pasado, los principales activos subyacentes fueron los vinculados al consumo (préstamos personales y cupones de tarjetas de crédito) representando el 60% del total. En orden de importancia le siguieron flujos futuros de fondos con el 35%, gracias a las colocaciones del sector público. El resto estuvo compuesto por títulos públicos (que no tenían presencia desde 2007), créditos comerciales y prendarios (ver Gráfico VII.24).



Entre los fiduciarios, se destacó el Estado Nacional (35% del total) al colocar en febrero dos fideicomisos que totalizaron \$900 millones destinados a financiar proyectos de infraestructura hídrica y vial. Por su parte, los comercios minoristas fueron fiduciantes del 32% del total, con un aumento en el volumen de activos securitizados de 11% respecto al trimestre previo. En cambio, tanto las entidades financieras (18% del total) como las mutuales, cooperativas y emisoras no bancarias de tarjetas de crédito (11% del total) redujeron sus titulizaciones respecto al último trimestre de 2009, en 29% y 32%, respectivamente.

**Gráfico VII.25**  
**Tasas de Corte de los FF**  
(Títulos A en pesos; prom. mens. ponderados por monto)

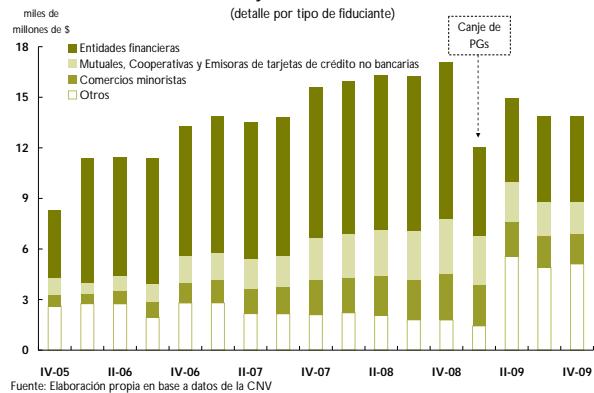


Fuente: BCRA en base a datos de CNV y otros

La tasa promedio de corte de los títulos *senior* con una *duration* menor a los 14 meses, concertados a tasa variable, se ubicó en 11,9% en marzo, 1,5 p.p. por debajo del promedio de diciembre. En tanto, la correspondiente a los títulos con rendimiento fijo (para el mismo tramo de *duration*) se ubicó en 11,1%, nivel similar al de diciembre (ver Gráfico VII.25). Por su parte, la *duration* de los títulos *senior* alcanzó a alrededor de 27 meses, por la incidencia de los fideicomisos para infraestructura, casi el doble de la registrada el trimestre anterior.

De acuerdo con la última información de balance correspondiente a diciembre de 2009, el *stock* de activos de los FF fue de \$13.860 millones, 19% menos que un año atrás, debido principalmente al canje de préstamos garantizados (PGs) de principio de 2009 que provocó la cancelación anticipada de gran parte de los títulos de deuda fiduciaria respaldados por este tipo de activo subyacente (ver Gráfico VII.26). En efecto, si se excluyen los FF con PGs como subyacentes se observa un aumento de 7,5% respecto a igual período de 2009.

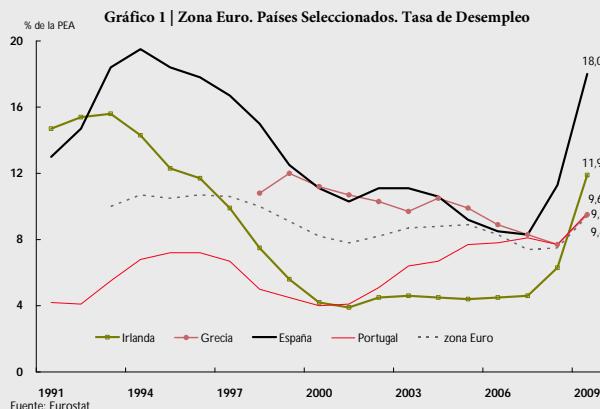
**Gráfico VII.26**  
**Stock de Activos Subyacentes de Fideicomisos Financieros**  
(detalle por tipo de fiduciante)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNV

## Apartado 3 / Los problemas de endeudamiento en algunas economías de la zona Euro

Los temores generados por la crisis de la deuda de la economía griega dieron lugar a que los países líderes de la Unión Europea (UE) declaren su apoyo a esta economía con el fin de evitar problemas en la zona del Euro. Además de Grecia, Irlanda, España y Portugal<sup>31</sup> enfrentan problemas fiscales de liquidez y solvencia<sup>32</sup>, aunque los riesgos de los desequilibrios macroeconómicos acumulados en los últimos años difieren entre ellos. Más allá del resurgimiento de la volatilidad de los mercados financieros internacionales, esta situación deja en evidencia la ausencia de procedimientos para enfrentar dificultades de este orden en el seno de la UE y plantea grandes desafíos en relación al diseño de una política macroeconómica consistente entre sus países miembros.

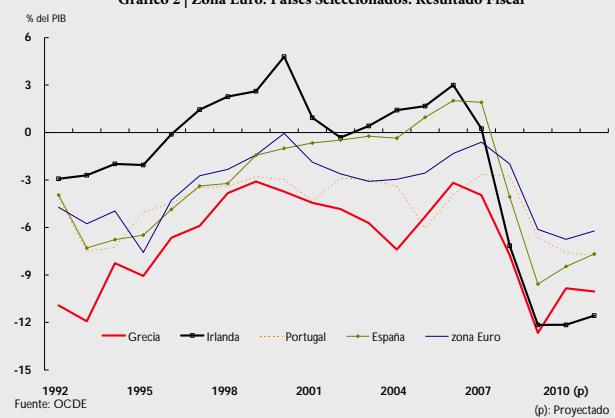


Las mencionadas economías experimentaron a inicios de 2009 un marcado deterioro del Producto, que conllevó a un fuerte incremento en la tasa de desempleo (ver Gráfico 1). Aunque a fines de año la actividad económica comenzó a recuperarse, se prevé que el proceso sea lento y persistan elevadas tasas de desocupación en los próximos años. La reversión de la tendencia negativa de la actividad fue posible gracias a los estabilizadores automáticos (seguros de desocupación ya existentes y caídas de la recaudación) además de los programas especiales de estímulo fiscal a la demanda interna. De esta manera, a los menores ingresos fiscales originados por el ciclo económico, se sumó el fuerte aumento del gasto. Así, en 2009 se acentuó la tendencia de

los últimos años de deterioro de las finanzas públicas en estos países (ver Gráfico 2).

En efecto, luego de mostrar España e Irlanda leves superávits fiscales en 2007, y Portugal y Grecia déficits en torno a 3% del PIB, se estima que en 2009 los déficits habrían alcanzado más del 12% del Producto en Grecia e Irlanda; y 9,6% y 6,7% en España y Portugal, respectivamente. Si bien se espera para 2010 una reducción de la brecha fiscal, el déficit seguiría siendo elevado y mayor al promedio de la zona Euro.

Gráfico 2 | Zona Euro. Países Seleccionados. Resultado Fiscal



Por su parte, desde la adopción del euro como moneda única, la inflación de las economías analizadas superó a la tasa de aumento de los precios minoristas para el promedio de la zona Euro, lo que afectó la competitividad de aquellos países, que registraron en el último lustro persistentes déficits en Cuenta Corriente (ver Gráfico 3).

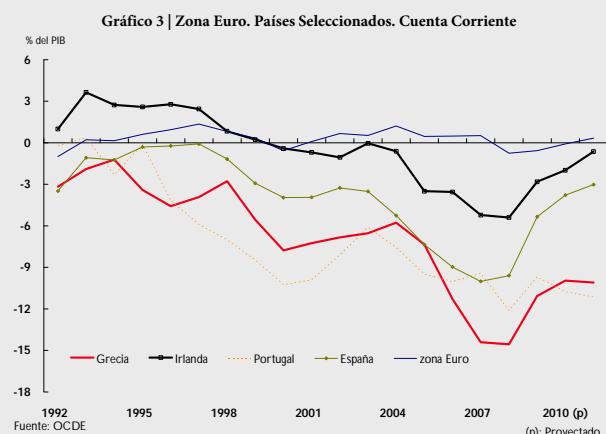
El comercio exterior de estas economías se contrajo a lo largo de 2009, aunque sobre el final de año fue a un ritmo más moderado, en línea con la mejora de la demanda local e internacional. La fuerte contracción de las compras externas, producto de la recesión económica, permitió que los déficits de la Cuenta Corriente durante el año pasado se redujeran, y se espera que continúen en esta tendencia en los próximos años, especialmente en España e Irlanda.

La persistencia de los déficits gemelos conllevó al incremento de la deuda pública y externa, con su consecuente impacto sobre las necesidades de financiamiento. En Irlanda, el ratio de deuda/PIB se proyecta que pase de 25% en 2006 a casi 90% en 2011. En tanto en Grecia, según las estimaciones del presupuesto 2010, la deuda del gobierno central habría alcanzado en 2009 un nivel de 113% del PIB y para el presente año se posicionaría en torno al 120%. En Portugal y España, la deuda pública se mantiene por debajo del nivel promedio de la zona Euro, siendo en España una de las tasas más bajas de la región (ver Gráfico 4).

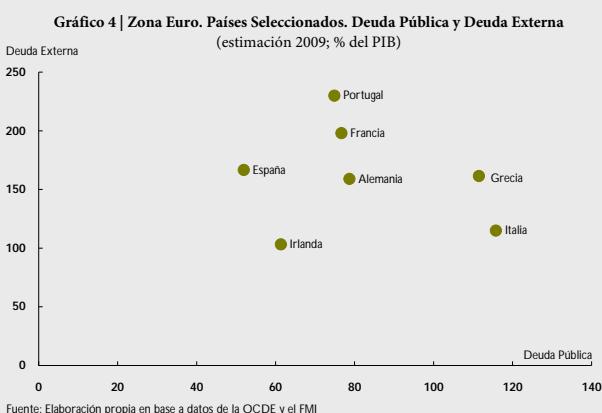
<sup>31</sup> Italia había sido considerada originalmente dentro de este grupo de países, aunque su menor dependencia al financiamiento externo limitó los temores del mercado en torno a su situación.

<sup>32</sup> Según Reinhart y Rogoff, en el paper “This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises”, factores globales, como el precio de los *commodities* y los flujos de capitales, pueden jugar un importante rol en eventos de insolvencia soberanos. Advierte sobre la probabilidad de que, a partir del estallido de una crisis en un gran centro financiero, la cual afectaría los mencionados factores globales, se genere una ola de *defaults* de deuda soberana.

Como se mencionara, los permanentes déficits de Cuenta Corriente se reflejaron en el incremento en la deuda externa de estos países, alcanzando en Irlanda en 2009 el 103% del Producto, mientras que en Portugal la misma representó 230% del PIB.



La profundización de los desequilibrios macroeconómicos y los riesgos asociados a la capacidad de estas economías de hacerse del financiamiento necesario se reflejó en la evolución de los *spreads* de la deuda soberana. Sin embargo, la evolución fue dispar. Mientras que el margen por sobre la tasa libre de riesgo para la deuda soberana de Grecia y Portugal subió 220 puntos básicos (p.b.) y 47 p.b., respectivamente en lo que va del año, en el caso de España el aumento fue de sólo 9 p.b. y en Irlanda prácticamente insignificante.

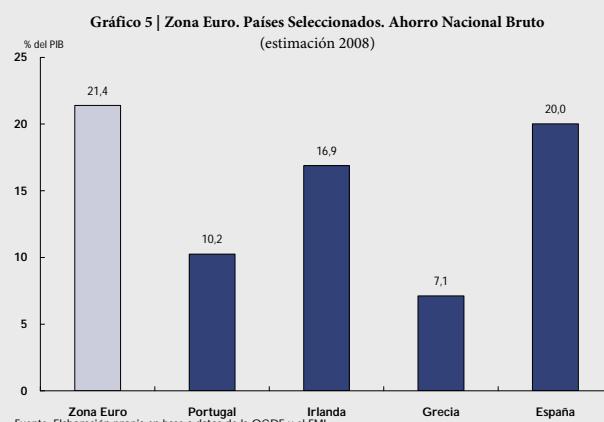


Algunos analistas atribuyen el mayor deterioro de los indicadores financieros de Grecia y Portugal a la diferencia en las tasas de ahorro doméstico. Mientras que en Irlanda y España la tasa de ahorro es similar al promedio de la zona Euro (21,4% según lo estimado para el año 2008), Grecia y Portugal tienen tasas de ahorro de menos de la mitad de la zona. Así, los temores más fuertes de los mercados recaen sobre las economías con mayor dependencia al financiamiento externo (ver Gráfico 5).

La reducción de los desequilibrios no es de fácil resolución, dado que al pertenecer a la zona Euro las economías enfrentan, por un lado, una política de tipo de cambio fijo y, por el otro, un ajuste fiscal de la magnitud necesaria sería

política y socialmente inviable en un escenario de incipiente recuperación económica y elevadas tasas de desempleo. Asimismo, la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) uno de cuyos pilares se basa en una meta explícita y baja de inflación limita aún más las herramientas económicas.

Si bien los planes anunciados por los gobiernos de estos países tendientes a reducir la brecha fiscal fueron percibidos positivamente por el mercado, lo que permitió incluso el acceso reciente a los mercados financieros internacionales, en el corto plazo se prevé que el ajuste fiscal sea limitado, lo que torna fundamental el apoyo financiero bilateral o proveniente de organismos internacionales de crédito.



En este marco, en los meses recientes cobró sustancial relevancia para la UE la discusión respecto del apoyo financiero que se debiera dar a estos países. Si bien hubo posiciones encontradas, se acordó que, en caso de requerirse, se brindará soporte financiero bilateral conjuntamente con el Fondo Monetario Internacional (FMI). En particular, hay en líneas generales un acuerdo entre la Comisión Europea, el FMI y el BCE de ayuda financiera a Grecia por un total estimado de €120 miles de millones.

Las autoridades de Alemania propusieron la creación de un fondo europeo en lugar de constituirse como garantes y proveer financiamiento directo a los países que lo requieren. La idea, sugerida por el ministro de finanzas de este país, fue respaldada por otras autoridades de la UE. No obstante, existe consenso de que la puesta en marcha de un Fondo Monetario Europeo (FME) llevará tiempo y que la situación crítica que atraviesa particularmente Grecia requerirá una solución inmediata.

Más allá de la salida de corto plazo, esta situación pone de manifiesto los problemas que pueden originarse, en este caso en la fase descendente del ciclo, al aplicar una política monetaria en común a países con diferencias en su estructura productiva y fiscal frente a *shocks* de impacto asimétrico. Esta política plantea grandes desafíos para la zona Euro en relación a la consistencia de las metas establecidas y los instrumentos de la política macroeconómica.

## VIII. Inflación

### VIII.1 Síntesis

Los diferentes indicadores de precios señalan un mayor ritmo de aumento en el primer trimestre de 2010, en línea con la tendencia mundial, principalmente en las economías emergentes. Los incrementos fueron impulsados fundamentalmente por los Alimentos y bebidas, donde las fuertes subas de la carne vacuna tanto a nivel mayorista como minorista, que operaron desde diciembre del año previo, contribuyeron en gran medida a explicar la evolución de los precios.

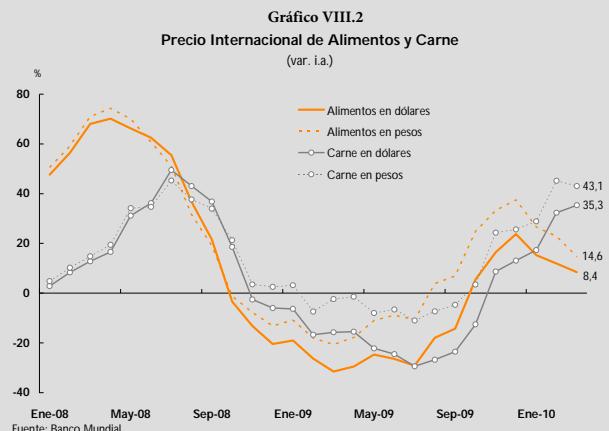
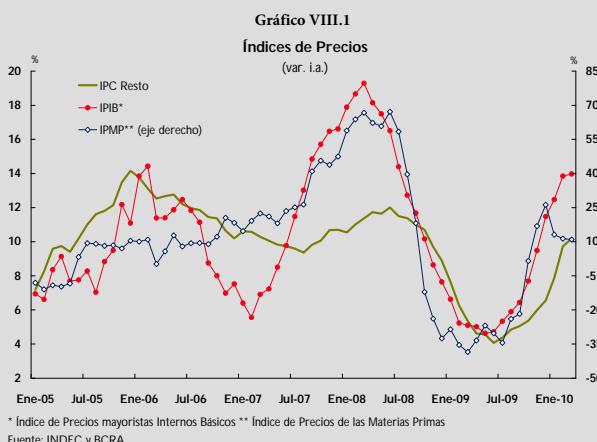
La mayor dinámica a nivel minorista en los primeros meses del año se desprende mayormente del comportamiento de los precios de los bienes, que vienen incrementando su tasa de aumento desde mediados de 2009 y en los primeros meses del año comienzan a crecer por encima de los servicios. Esta situación refleja principalmente los efectos del alto grado de concentración de las distintas cadenas de producción y distribución de alimentos y bebidas cuyos precios acompañaron la trayectoria del precio de la carne y sus sustitutos.

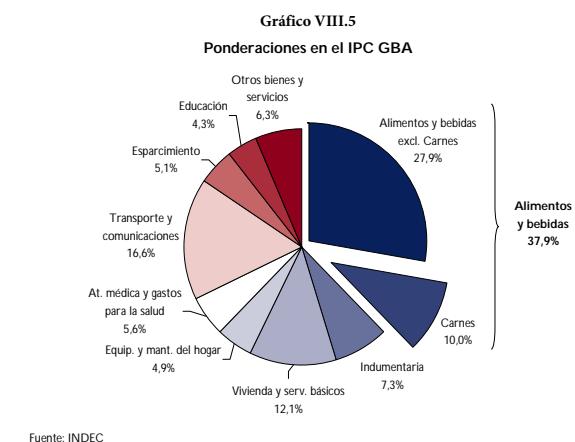
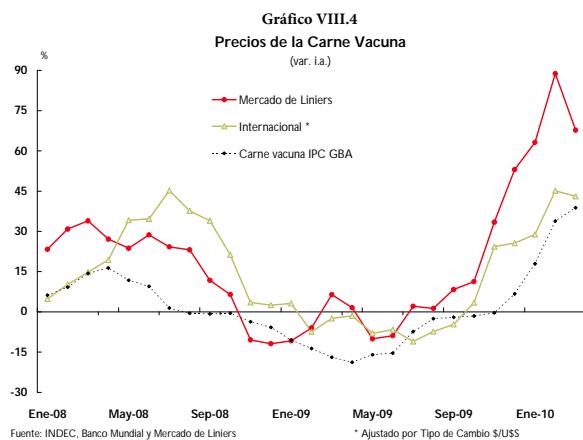
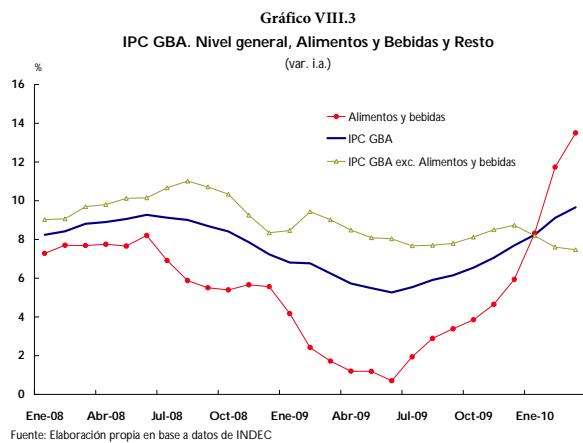
Desde una óptica más amplia, el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB también muestra una tendencia ascendente, impulsado por el IPI de Exportaciones, mientras que el IPI de Consumo Privado no presenta hasta el momento un cambio de tendencia. Desagregando el IPI entre Bienes y Servicios se verifica una morigeración en el ritmo de subas de los Servicios, mientras que los Bienes elevaron su crecimiento.

Los precios mayoristas también incrementaron su variación interanual, reflejando mayormente presiones de los productos manufacturados, mientras que los productos primarios mantienen una tasa interanual más estable. El repunte en el valor de las Manufacturas respondió principalmente a la evolución de los precios de los Alimentos y bebidas y de algunos de los productos de los sectores industriales que están motorizando la recuperación de la actividad manufacturera. Por su parte, los precios de los Productos importados se elevaron por el traslado a los precios locales de la variación nominal del peso durante 2009, en un marco de reactivación de la economía local e internacional.

Por su parte, también se registran aumentos en los Costos de la construcción, que reflejan en su mayor parte las alzas de los costos salariales.

La importante correlación contemporánea y anticipada entre los precios de nuestro país y las cotizaciones de las materias primas permite anticipar que en los próximos meses se reducirían las presiones sobre los precios de los alimentos, teniendo en cuenta que las cotizaciones de los productos agrícolas se mantendrían en niveles similares a los actuales, aunque con cierta volatilidad. Por lo tanto, dado el origen de estos aumentos y la perspectiva esperable para los commodities, así como la experiencia histórica, el comportamiento del primer trimestre no debería ser extrapolado en forma lineal como anticipación del pronóstico anual de inflación.





## VIII.2 Precios Minoristas

Los precios minoristas comenzaron 2010 con un ritmo de aumento mayor que el de fines del año pasado, impulsados fundamentalmente por los Alimentos y bebidas en general, donde las fuertes subas de los precios de las carnes, en especial la vacuna, y los lácteos contribuyeron en gran medida a explicar su dinámica desde diciembre de 2009 (ver Gráfico VIII.3).

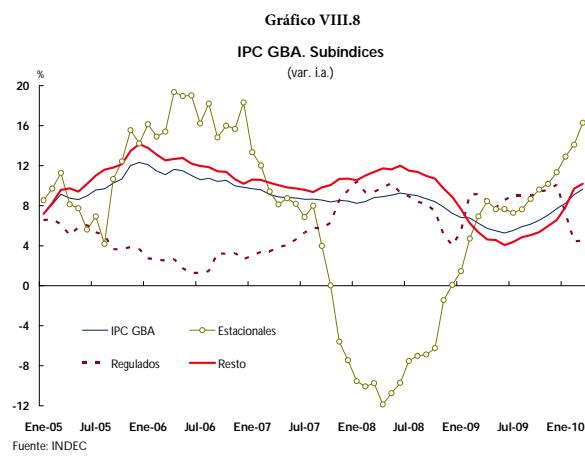
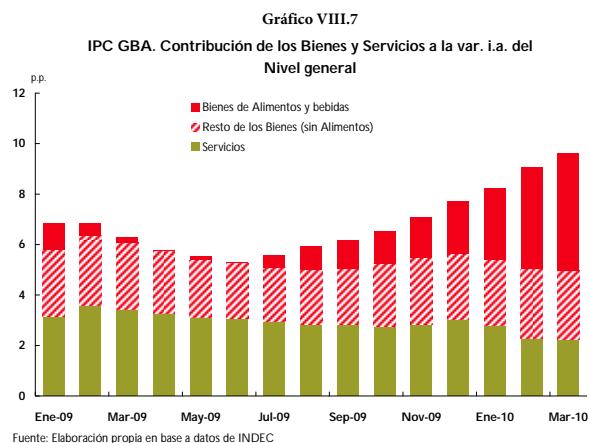
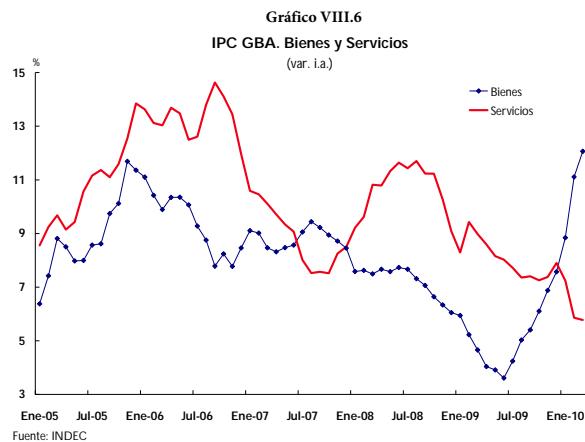
El alza de los precios de la carne a nivel minorista se corresponde con las fuertes subas en las cotizaciones a escala mayorista, donde se conjugan varios factores. En el mercado local se redujo la capacidad productiva del sector ganadero debido a la sequía de 2009 y al proceso de liquidación de vientes<sup>35</sup>. Asimismo, las abundantes pasturas estivales propicias para el engorde de ganado incentivaron la retención de animales, conduciendo a una reducción adicional de la oferta. Al mismo tiempo, el aumento de la demanda de este producto a nivel mundial ejerció presión sobre las cotizaciones internacionales, que aumentaron más del 30% en dólares en el último año, a lo que debe agregarse la depreciación nominal del peso que tuvo lugar en 2009. Se produjo, entonces, una coyuntura donde confluyeron precios internacionales elevados, una menor oferta de ganado, y una demanda firme que dio sostén al aumento de estos precios (ver Gráficos VIII.4 y VIII.5).

La situación indica que el alza de los precios de la carne vacuna se desaceleraría en el corto plazo, ya que habría menores presiones tanto por el lado de la demanda como de la oferta. Ante la fuerte suba de los precios de las carnes rojas, la demanda interna disminuyó, sobre todo en febrero, contribuyendo así a la normalización del consumo per cápita<sup>36</sup>. Por otro lado, a medida que se acerca el invierno la oferta local de carne debería aumentar, quitando presión a las cotizaciones. Asimismo, la recomposición del precio relativo de la carne aumenta la rentabilidad del sector y serviría de incentivo para regenerar el ciclo ganadero, permitiendo un incremento de la oferta en el largo plazo, siempre que esta situación sea percibida como sostenible.

Analizando en forma separada el comportamiento de los Bienes y de los Servicios de la canasta de consumo, se observa que en los primeros meses del año la evolución de los precios de los Bienes viene ejerciendo un rol preponderante en la variación de los índices minoristas,

<sup>35</sup> Se debe destacar que el impacto de la sequía de 2008-2009 forzó la venta de hacienda en general y fue un factor agravante del proceso de liquidación de hembras, que se viene verificando desde fines de 2006.

<sup>36</sup> Según información difundida por la Cámara de la Industria y Comercio de Carnes y Derivados de la República Argentina (CICCRA), el consumo por habitante retrocedió desde 69,8 kilogramos/año en enero-febrero de 2009 hasta 55,2 kilogramos/año en enero-febrero de 2010 (-20,9% i.a.).



mientras que los Servicios exhiben una dinámica más acotada. Los Bienes muestran una tendencia alcista desde mediados de 2009, y en el primer trimestre del año comienzan a crecer por encima de los Servicios (ver Gráfico VIII.6).

En gran parte, este mayor dinamismo de los Bienes se explica por la evolución de los Alimentos y bebidas. De esta forma, en el primer trimestre del año las tasas de variación de los precios de los Bienes, y especialmente de los Alimentos, se ubican en un nivel superior al de fines de 2009, mientras que en el caso de los Servicios sucedió lo contrario (ver Gráfico VIII.7).

A nivel de subíndices<sup>37</sup>, el IPC Resto (compuesto por bienes y servicios que no están afectados por cuestiones estacionales o regulaciones gubernamentales) y los ítems Estacionales subieron por encima del promedio. En contraposición, los precios Regulados se desaceleraron, fundamentalmente porque, a diferencia de lo ocurrido los dos años anteriores, no tuvo lugar el incremento en las tarifas del transporte público de pasajeros, como tampoco hubo subas en las tarifas de gas y electricidad, aunque se registraron fuertes aumentos en los combustibles para el automóvil<sup>38</sup> y en los cigarrillos (ver Gráfico VIII.8).

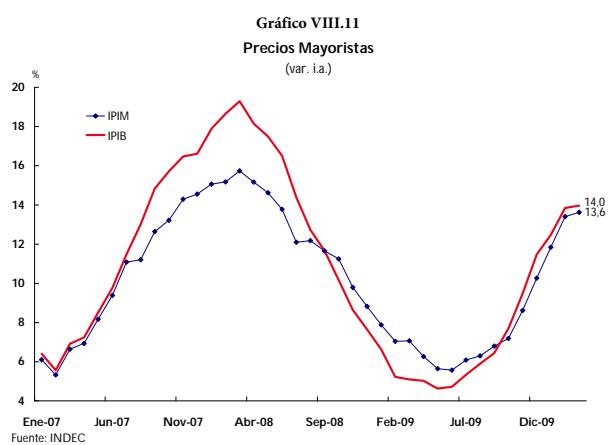
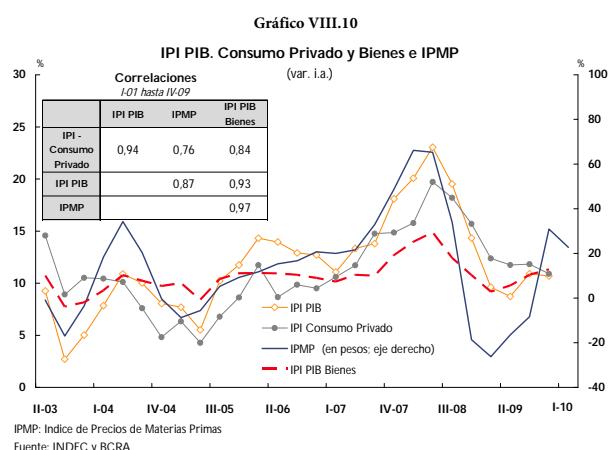
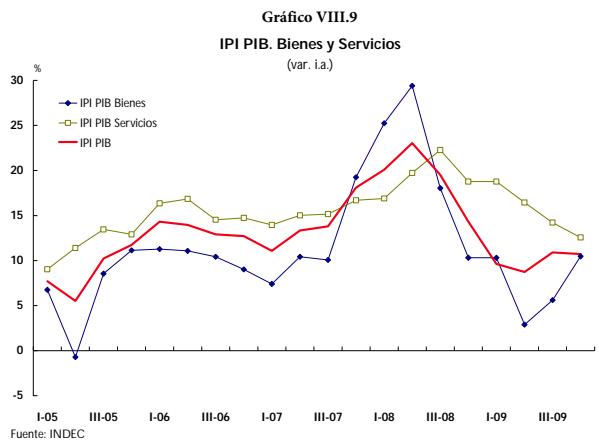
Un indicador de precios más amplio, como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, también exhibió una tendencia ascendente, impulsado por el IPI de Exportaciones, mientras que el IPI del Consumo Privado no muestra hasta el momento un cambio de tendencia.

Desagregando el IPI del PIB entre bienes y servicios, se verifica una morigeración en el ritmo de subas de los Servicios, mientras que los Bienes elevaron su crecimiento, en línea con lo ocurrido con los precios de las exportaciones (ver Gráfico VIII.9).

En particular, los precios de los *commodities* que exporta Argentina, cuya evolución es estimada por el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), han mantenido históricamente una elevada correlación contemporánea y anticipada con los principales índices de precios domésticos de nuestro país, del orden del 70% o superior. Así, los aumentos de precios de 2007-2008 y los recientes incrementos presentan un patrón similar. En 2008 los precios récord de los *commodities* disminuyeron a partir del recrudecimiento de la crisis. En la actual coyuntura, las cotizaciones de las materias primas, especialmente las de origen agropecuario, parecen haber llegado a un nivel

<sup>37</sup> 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.

<sup>38</sup> Según datos de la Secretaría de Energía, los precios en surtidor de los combustibles para transporte (GNC, gasoil y nafta) acumularon a febrero de 2010 un incremento superior al 20% i.a..



estable que se mantendría de acá a un año, aunque con cierta volatilidad. Esto señalaría menores presiones por el lado de estos *commodities* sobre los precios de los alimentos (ver Gráfico VIII.10).

Por lo tanto, dado el origen de estos aumentos y la perspectiva para los *commodities*, el comportamiento del primer trimestre no debería ser extrapolado en forma lineal como pronóstico anual de inflación. De hecho, para el período 1993-2009 sólo en cinco casos sobre diecisiete la inflación efectivamente observada al final del año fue igual o superior al dato anualizado del primer trimestre.

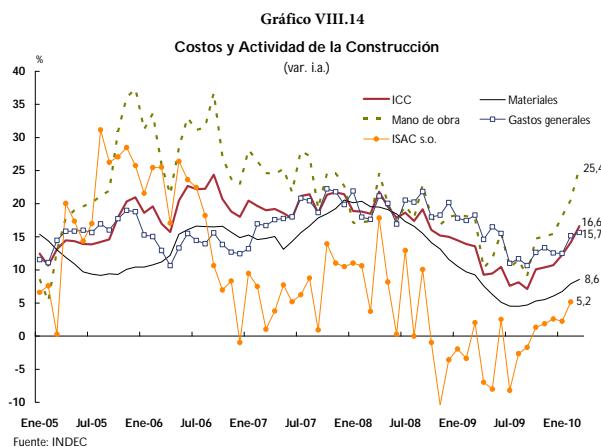
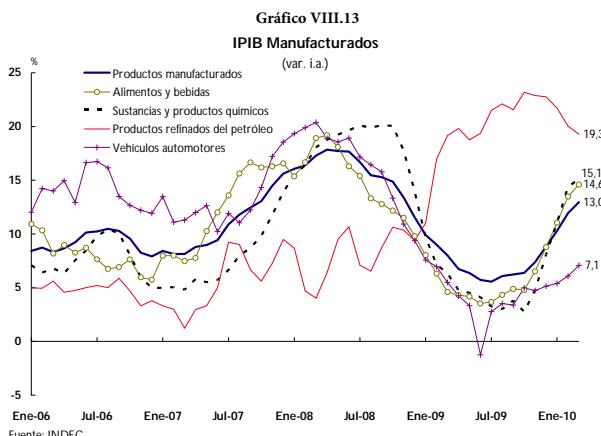
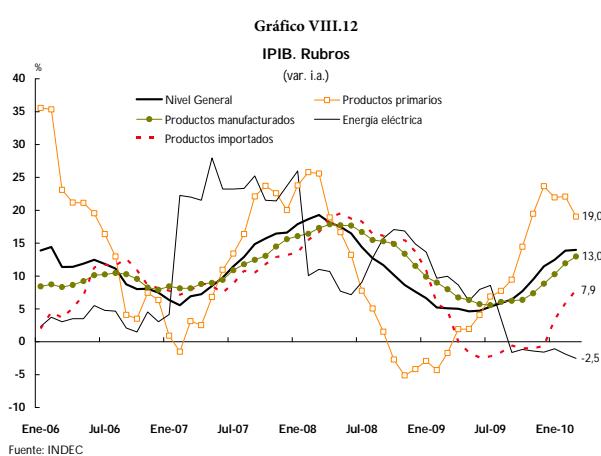
En adelante, se esperarían menores presiones por parte de los alimentos y de los bienes en general, en un marco de menor volatilidad del tipo cambio nominal. Finalmente, con respecto a la consistencia de la política económica se ha generado un espacio para una mayor coordinación de la política monetaria y fiscal, junto con las políticas de ingresos, competencia e inversión, a los fines de garantizar un crecimiento sostenible y estable.

### VIII.3 Precios Mayoristas

Al igual que en el caso de los precios minoristas, los mayoristas también incrementaron su trayectoria interanual, reflejando mayormente presiones de los productos manufacturados, mientras que los productos primarios mantienen una tasa interanual elevada, aunque más estable (ver Gráficos VIII.11 y VIII.12).

El repunte del valor de las Manufacturas respondió mayormente a la evolución de los precios de los Alimentos y bebidas y de algunos de los productos de los sectores industriales que están motorizando la recuperación de la actividad manufacturera. En este sentido, se destaca el encarecimiento de los Vehículos automotores y de las Sustancias y productos químicos, que son los bloques que están mostrando un rebote más marcado en su demanda, tanto interna como externa, y en su nivel de actividad. Estos bienes están altamente correlacionados con las cotizaciones internacionales de algunos *hard commodities*, como el cobre y el acero, cuya evolución muestra una tendencia ascendente (ver Gráfico VIII.13).

Por su parte, los Productos primarios continúan mostrando alzas interanuales pronunciadas, que se explican principalmente por el fuerte aumento de las cotizaciones del ganado vacuno desde diciembre del año pasado, mientras que los cereales y oleaginosas se desaceleraron levemente, en línea con los precios internacionales de las materias primas agrícolas. La reducción de la oferta ganadera, junto con una demanda interna y externa sostenida, además de precios internacionales en ascenso, die-



ron lugar al ya mencionado encarecimiento del ganado en pie. En adelante no se esperan fuertes presiones por el lado de los *commodities*, por lo que habría cierta estabilidad en la tasa de aumento de estos precios (ver Sección II y Gráfico VIII.4).

Finalmente, los precios de los Productos importados a nivel mayorista también se están recuperando. Ello coincide con la consolidación del repunte de la economía mundial y el traslado gradual del aumento del tipo de cambio nominal verificado en 2009, que tiene lugar en un contexto de reactivación económica a nivel local.

En el transcurso del año, los precios mayoristas podrían incrementar su tasa de crecimiento respondiendo a la recuperación de la demanda local e internacional de manufacturas.

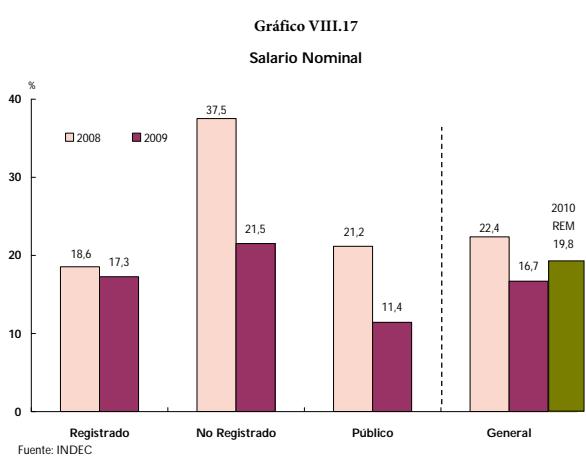
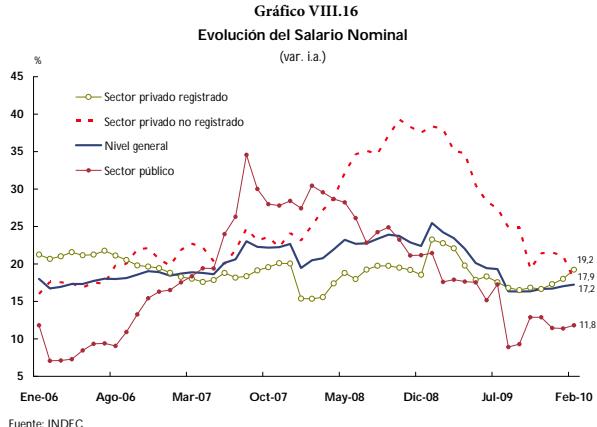
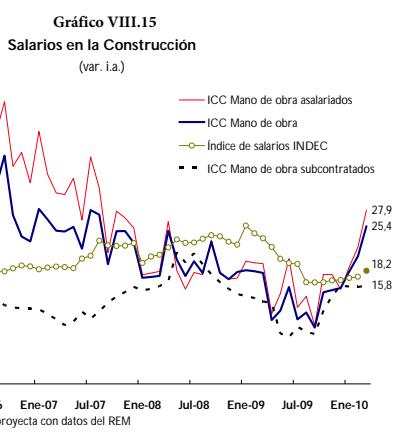
#### VIII.4 Costos de la Construcción

El Índice de Costos de la Construcción (ICC) también mostró mayores subas en los primeros meses de 2010, asociadas principalmente a las alzas en los costos salariales y, en menor medida, de los materiales (ver Gráfico VIII.14 y Sección III).

Los costos de la Mano de obra son el componente con alzas más pronunciadas. El Sector Asalariado es el que muestra mayores aumentos y se espera que continúe acelerándose a medida que se pacten las nuevas paritarias. En tanto, los Subcontratos de Mano de obra, que cuentan con mayor flexibilidad, se están recuperando, pero a un ritmo más lento. Por otro lado, la variación del componente de Mano de obra del ICC resulta levemente superior a la del índice de salarios del INDEC, que capta la evolución de las remuneraciones de toda la economía, en concordancia con el comportamiento relativo de la actividad de la Construcción *vis-à-vis* otros sectores productivos (ver Gráfico VIII.15 y Sección III).

En tanto, los Gastos generales, que reflejan los precios de distintos servicios de la actividad de la construcción, continúan mostrando una aceleración acotada, debido a incrementos en los precios de algunos servicios.

Por su parte, los precios de los Materiales, que comenzaron a recuperarse desde mediados del año pasado, continúan acelerándose en el primer trimestre de 2010, pero con tasas interanuales inferiores a las de los salarios y Gastos generales. Desde mediados de 2009 se observó una recuperación de algunos ítems con alto contenido de *commodities*, como los productos de cobre.



## VIII.5 Salarios

La reactivación económica comenzó a reflejarse en una mejora de las variables del mercado de trabajo, donde el aumento de los salarios nominales se intensificó.

El segmento privado es el que está impulsando los mayores niveles salariales, principalmente dentro del sector formal (ver Gráfico VIII.16). Esta situación sería reflejo de los acuerdos logrados el año pasado, que implicaron subas escalonadas con impacto pleno en el comienzo del presente año, y de las nuevas negociaciones. Varios sectores todavía no han llegado a un acuerdo, previéndose diversos resultados en la negociación. Ante esta situación es de esperar que si bien en su mayoría los convenios impliquen aumentos superiores a los de 2009, prevalezcan arreglos con sumas fijas no remunerativas y subas escalonadas.

En tanto, el incremento de las remuneraciones en el sector público hasta el momento es más moderado, aunque queda pendiente definir las paritarias, tanto para los empleados públicos provinciales como nacionales.

Contrariamente, el sector no registrado continúa desacelerando la suba salarial, ubicándose por debajo de la alcanzada en el sector privado formal.

En resumen, las remuneraciones finalizarían el año con un alza superior a la registrada el año pasado y a la proyectada anteriormente, de acuerdo a lo capturado por el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM; ver Gráfico VIII.17 y Sección IX).

# IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

## IX.1 Síntesis

Durante el primer trimestre de 2010 las expectativas de crecimiento para ese año fueron corregidas al alza, proyectándose un crecimiento del Producto de 4,5%, a partir de aumentos en el aporte del Consumo y de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) parcialmente contrarrestados por una contribución negativa de las Exportaciones Netas (XN). Por su parte, las estimaciones de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB fueron ajustadas al alza, al igual que las correspondientes al Índice de Salarios, en tanto se contrajeron las perspectivas de Tasa de Desocupación.

En términos generales, las proyecciones de tasas de interés para el corriente año prácticamente no evidenciaron modificaciones, mientras que fueron nuevamente corregidos al alza los pronósticos tanto de depósitos como de préstamos. La mediana de las estimaciones del agregado monetario M2 se incrementó a \$230.000 millones, implicando una variación interanual (i.a.) de 16,8% y ubicándose dentro del rango previsto en el Programa Monetario (PM) 2010. Las perspectivas de Tipo de Cambio Nominal permanecieron relativamente estables.

Respecto a los indicadores del sector externo, las estimaciones implícitas de superávit comercial para 2010 subieron a US\$15.400 millones, a partir de una caída en las perspectivas de Importaciones. Por su parte, las proyecciones de Saldo de la Cuenta Corriente ascienden a 2,4% del Producto, con un stock de Reservas Internacionales esperado para fines de año de US\$50.400 millones, en tanto aumentó el déficit implícito de la Cuenta Capital y Financiera.

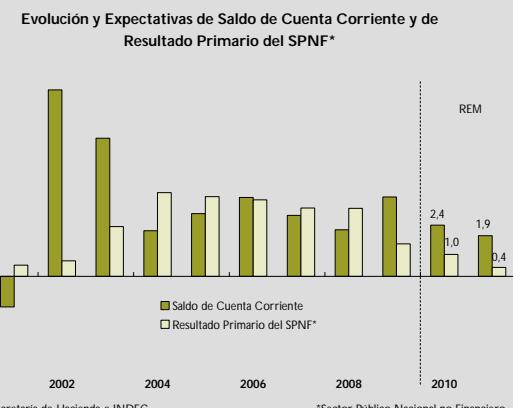
Asimismo, subieron nuevamente los pronósticos de Recaudación tributaria nacional para 2010, a \$369.000 millones (26,7% del PIB; 21,0% i.a.), mientras que volvieron a contraerse las perspectivas de Resultado primario del SPNF, a \$14.000 millones (1,0% del Producto).

Además, comenzaron a relevarse los pronósticos para 2011. Las proyecciones ingresadas por los participantes referidas al nivel de actividad son similares a las que se tienen para el año en curso, y en general estiman un aumento en el ritmo de crecimiento de los índices de precios, tales como el IPI del PIB. El dinamismo de los depósitos, préstamos y M2 superaría al del corriente año. Por su parte, el saldo estimado de Cuenta Corriente sería inferior al que se registraría en 2010, en tanto el stock pronosticado de Reservas Internacionales se mantendría relativamente estable y el déficit implícito de la Cuenta Capital y Financiera sería mayor. Aumentaría la presión tributaria, y el Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) se reduciría en términos del PIB.

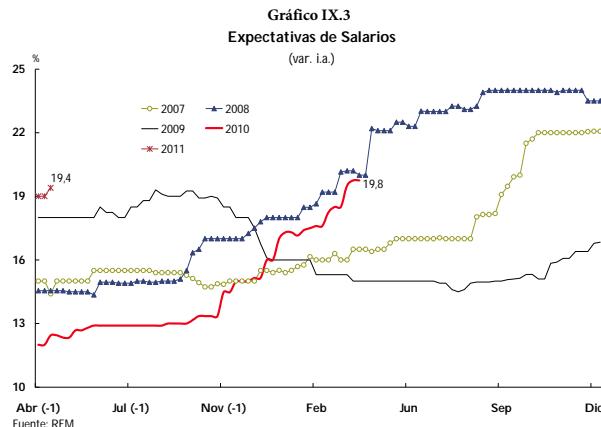
Gráfico IX.1



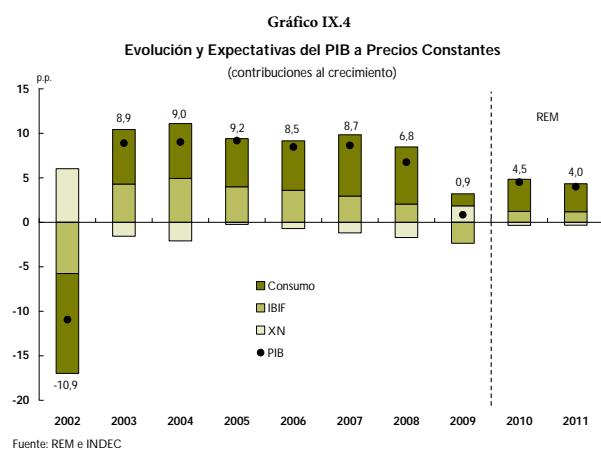
Gráfico IX.2



## IX.2 Evolución y Principales Resultados<sup>43</sup>



Durante el primer trimestre, las expectativas de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB<sup>44</sup> para 2010 se incrementaron a 15,3%, mientras que para 2011 se prevé una aceleración en el ritmo de aumento a 17%. Del mismo modo, las perspectivas de variación del Índice de Salarios para el presente año subieron 2,5 puntos porcentuales (p.p.) a 19,8%, valor similar al que se registraría el año venidero (ver Gráfico IX.3). De cumplirse los pronósticos de los participantes, los salarios nominales exhibirían un aumento algo superior al 16,7% alcanzado en 2009. La proyección de Tasa de Desocupación para los dos períodos anuales relevados se ubicó en 8,2%.

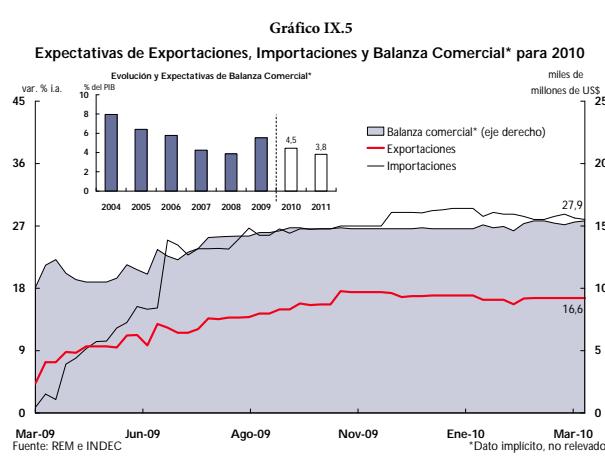


Al igual que en el último **Informe de Inflación**, las expectativas de crecimiento para 2010 volvieron a incrementarse, a 4,5% (+1,2 p.p.), a partir de aumentos en el aporte del Consumo<sup>45</sup> y la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) parcialmente compensados por una contribución negativa de las Exportaciones Netas (XN). Para 2011 las perspectivas del PIB a precios constantes se ubicaron en 4,0%, registrándose aportes similares a los del año en curso en todos los componentes del Gasto Agregado (ver Gráfico IX.4).

Las perspectivas implícitas de superávit comercial para el corriente año aumentaron a US\$15.400 millones (4,5% del PIB), a partir de una caída en las expectativas de Importaciones. De esta manera, de cumplirse los pronósticos relevados por el REM, las ventas externas sumarían US\$65.000 millones y las compras US\$49.600 millones. Para el año próximo los participantes prevén un alza de las Importaciones superior a la que registrarían las Exportaciones, por lo que el saldo de la Balanza Comercial se reduciría a US\$14.500 millones (3,8% del Producto; ver Gráfico IX.5). Por su parte, las estimaciones de saldo de la Cuenta Corriente para el año en curso aumentaron a US\$8.200 millones (2,4% del PIB), en tanto que para 2011 se proyecta un saldo de US\$7.200 millones.

El *stock* previsto de Reservas Internacionales para fines de 2010 permaneció en US\$50.400 millones, valor similar al estimado para fines del año próximo. En este contexto, la previsión implícita de déficit de la Cuenta Capital y Financiera se incrementó a US\$5.800 millones para el presente año, y asciende a US\$7.000 millones para 2011 (ver Gráfico IX.6).

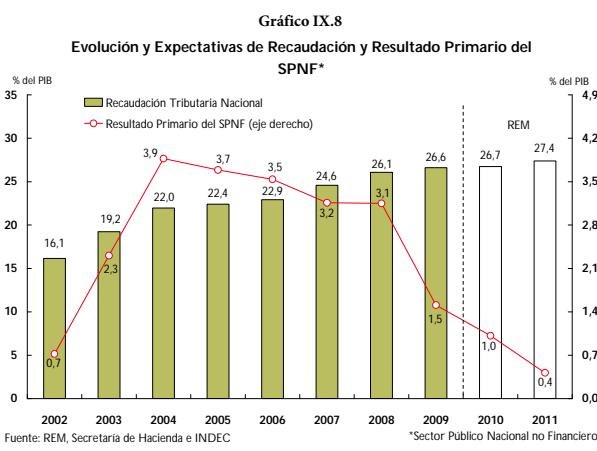
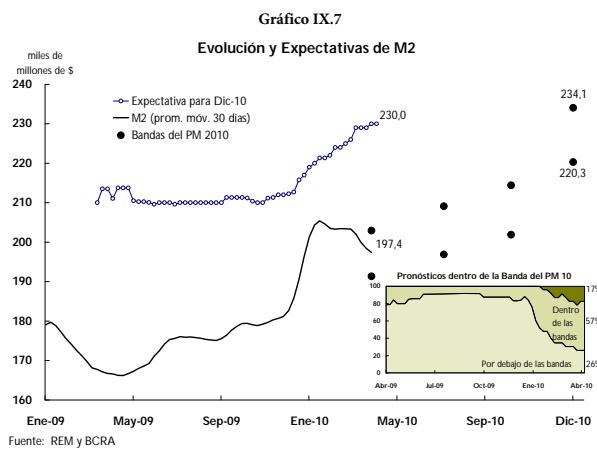
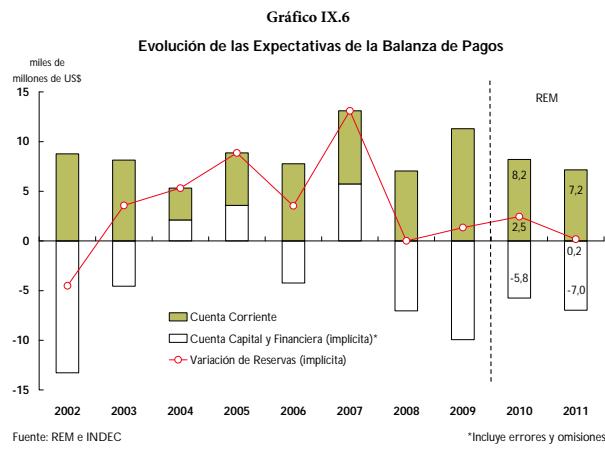
En términos generales, las estimaciones de tasas de interés permanecieron relativamente estables en el trimestre,



<sup>43</sup> Corresponde a la semana estadística 358 finalizada el 7 de abril de 2010.

<sup>44</sup> Estimación implícita en las proyecciones de PIB, no relevada directamente.

<sup>45</sup> Incluye el Consumo Privado, Consumo Público, Discrepancia Estadística y Variación de Existencias.



con excepción de las correspondientes a la BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate), que se redujeron 1,0 p.p. a 12,0%. La previsión de LEBAC (Letras del Banco Central) en pesos a un año asciende a 14,9%, la de tasa de interés de plazo fijo en pesos a 30 días a 11,9% y la de Pases Pasivos en pesos a 7 días a 10,0%. Para 2011 se prevén tasas de interés similares a las estimadas para el presente año.

Al igual que en el último **Informe de Inflación**, aumentaron las proyecciones tanto de Depósitos totales del sector privado como de Préstamos totales al sector privado para el año en curso. De esta manera, el stock esperado para diciembre es de \$225.800 millones (+\$5.100 millones; 16,6% interanual -i.a.-) y de \$162.000 millones (+\$300 millones; 16,5% i.a.), respectivamente. Para el año próximo los depósitos crecerían a un ritmo mayor, en tanto los préstamos mantendrían el dinamismo estimado para 2010.

La mediana de los pronósticos del Agregado Monetario M2 para el promedio de diciembre del presente año registró una suba de \$10.000 millones, ubicándose en \$230.000 millones (16,8% i.a.). El 57% de las estimaciones se encuentra dentro del rango previsto en el Programa Monetario (PM) 2010, un 26% por debajo del límite inferior y el 17% restante por encima de la banda superior (ver Gráfico IX.7). Se prevé una aceleración en la variación interanual de este agregado para 2011, a 18,7%.

Las expectativas de Tipo de Cambio Nominal para 2010 prácticamente no evidenciaron modificaciones, ubicando el valor esperado para el promedio de la variable en diciembre en \$4,18/US\$, a la vez que se registró un descenso de la dispersión de las estimaciones respecto del último **Informe de Inflación**. Para 2011 los participantes prevén que el promedio de diciembre se ubique en \$4,62/US\$.

Las estimaciones de Recaudación Tributaria Nacional para el corriente año aumentaron \$12.000 millones a \$369.000 millones, con una presión tributaria en torno a 26,7% y un ritmo de crecimiento interanual de 21,0%. Para 2011 los participantes estiman una aceleración en su crecimiento, junto con un incremento en su relación respecto del Producto. Por otro lado, los pronósticos de Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) para 2010 se contrajeron a \$14.000 millones (1,0% del PIB), en tanto ascienden a \$7.000 millones para el año próximo (0,4% del Producto; ver Gráfico IX.8).

# Resultados del REM. Marzo 2010

## 1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2011-FEB			2010-FEB			2010-MAR			2010-ABR			2010-MAY			2010-ANI						
	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio				
<b>Precios</b>																						
[PC]: var. mensual; en %					1,3	1,1	0,6	1,0	0,3							11,4	10,4	4,2	13,1	11,5	4,4	
[PC]: var. interanual/implicita, en % <sup>1</sup>					9,6		10,3															
[PC]: var. anual, en % (diciembre-diciembre)																12,2	10,4	5,2	12,9	12,0	4,4	
Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en %		1,46	1,40	0,45	1,7	1,6	0,3									19,7	19,8	2,6	20,6	19,4	3,4	
<b>Monetarias y Financieras</b>																						
Agregado Monetario M2 (\$), promedio mensual en mill. de \$					199.630	197.832	3.708	202.106	201.000	3.295					227.368	230.000	8.484	268.072	273.000	19.133		
Depositos Totales Sector Priv. no Financiero (q) y US\$b; prom. mensual; en mill. de \$	198.068	196.063	3.269	200.172	201.100	3.690									223.290	225.800	9.193	264.119	268.675	18.255		
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$b); prom. mensual; en mill. de \$	142.046	143.200	4.532	144.695	144.952	1.281									162.217	162.000	6.485	188.591	189.100	14.468		
Tasa del Interés: Plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual), en %	9,2	9,2	0,2	9,1	9,1	0,2									11,7	11,9	1,6	13,0	12,8	1,9		
Tasa de interés: Letac en \$ a un año (promedio mensual), en %					13,8	13,9	0,2	13,8							14,3	14,9	1,1	15,1	15,0	1,6		
Tasa de interés: Paseo Pasivos en \$ a 7 días; en %	9,5	9,5	0,1	9,4	9,5	0,1									10,1	10,0	1,0	10,9	10,8	1,3		
Tasa de interés: Paseo Dolar promedio mensual de bancos, inv. a 30 días en \$, en %	9,5	9,4	0,1	9,5	9,4	0,2									12,2	12,0	2,0	13,4	13,3	2,0		
Tipo de Cambio Nominal: promedio mensual \$/US\$					3,88	3,88	0,01	3,90							3,90	0,02	4,2	4,2	0,1	4,63	4,62	0,22
<b>Actividad Económica</b>																						
[EME]: var. interanual; en %	4,4	4,5	1,4	5,2	5,4	1,2										4,5	4,5	0,9	4,4	4,0	1,1	
[EMI]: var. interanual; en %					8,0	8,5	2,6	7,4	8,0	2,1						5,8	6,0	1,7	4,8	5,0	1,3	
<b>Sector Externo</b>																						
Exportaciones; en mil. de us\$					4.946	4.939	236	5.656	5.600	350					65.574	65.000	3.520	70.395	72.000	6.234		
Importaciones; en mil. de us\$					3.708	3.706	325	3.670	3.754	345					49.776	49.600	3.799	57.131	57.500	3.494		
<b>Fiscales</b>																						
Recaudación Tributaria Nacional; en mil. de \$					1.291	1.228	514	1.427	1.300	585					34.500	2.282	367.855	369.000	18.173	457.218	460.000	28.430
Resultado Primario del SPNF; en mil. de \$																13.454	14.000	8.792	8.095	7.000	13.380	

## 2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2010-TR1			2010-TR2			2010-TR3			2010-ANI			2011-ANI					
	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio												
<b>Actividad Económica</b>																		
PIB a precios constantes; variación interanual; en %	4,0	4,0	1,6	4,8	5,0	1,5							4,4	4,5	1,1	4,2	4,0	1,3
PIB a precios constantes; en mill. de \$													1.375.042	1.380.000	112.361	1.691.404	1.680.000	159.386
Consumo Total a precios constantes; variación interanual; en %	4,4	4,0	2,3	5,0	4,6	2,5							4,5	4,6	1,4	4,5	4,0	1,1
Inversión Bruta Fija a precios constantes;	5,3	4,7	4,0	5,9	4,5	4,3							5,9	6,0	2,9	6,8	5,7	2,5
Variación interanual; en %	8,9	8,8	0,4	8,7	8,5	0,6							8,3	8,2	0,6	8,6	8,2	1,2
<b>Sector Externo</b>																		
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mill. de US\$	1.420,0	1.400	70,7	3.501	3.559	1.035							8.445	8.203	1.526	7.559	7.150	2.500
<b>Monetarias y Financieras</b>																		
Reservas Internacionales; fin de período; en mil. de US\$					48.260	49.000	2.151	45.004	49.100	2.087			50.372	50.420	2.330	51.250	50.600	6.829

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

# Glosario de Abreviaturas y Siglas

<b>Acum.</b> : Acumulado	<b>CIF</b> : <i>Cost of Insurance and Freight</i> (costo del seguro y fletes)
<b>ADEFA</b> : Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina	<b>CN</b> : Cuentas Nacionales
<b>AFCP</b> : Asociación de Fabricantes de Cemento Portland	<b>CNV</b> : Comisión Nacional de Valores
<b>AFIP</b> : Administración Federal de Ingresos Públicos	<b>DEG</b> : Derechos Especiales de Giro
<b>AFJP</b> : Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones	<b>DPN</b> : Deuda Pública Nacional
<b>AIP</b> : Aglomerados del Interior del País	<b>€</b> : Euro
<b>ANSeS</b> : Administración Nacional de la Seguridad Social	<b>EE.UU.</b> : Estados Unidos
<b>AT</b> : Adelantos Transitorios	<b>EMAE</b> : Estimador Mensual de Actividad Económica
<b>BADLAR</b> : Buenos Aires <i>Deposits of Large Amount Rate</i> (tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos en el tramo de 30 a 35 días por el promedio de entidades bancarias)	<b>EMBI+</b> : <i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
<b>BCB</b> : Banco Central de Brasil	<b>EMI</b> : Estimador Mensual Industrial
<b>BCBA</b> : Bolsa de Comercio de Buenos Aires	<b>EPH</b> : Encuesta Permanente de Hogares
<b>BCE</b> : Banco Central Europeo	<b>FAO</b> : <i>Food and Agriculture Organization of the United Nations</i>
<b>BCRA</b> : Banco Central de la República Argentina	<b>FCI</b> : Fondos Comunes de Inversión
<b>BDI</b> : <i>Baltic Dry Index</i>	<b>Fed</b> : Reserva Federal de EE.UU.
<b>BID</b> : Banco Interamericano de Desarrollo	<b>FF</b> : Fideicomisos Financieros
<b>BIRF</b> : Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento	<b>FFS</b> : Fondo Federal Solidario
<b>BM</b> : Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA	<b>FIEL</b> : Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas
<b>BoE</b> : Banco de Inglaterra	<b>FMI</b> : Fondo Monetario Internacional
<b>BOVESPA</b> : Bolsa de Valores del Estado de San Pablo	<b>FME</b> : Fondo Monetario Europeo
<b>BPC</b> : Banco Popular de China	<b>FOB</b> : <i>Free on Board</i> (puesto a bordo)
<b>CABA</b> : Ciudad Autónoma de Buenos Aires	<b>GBA</b> : Gran Buenos Aires
<b>CAFCI</b> : Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión	<b>GRA</b> : Gabriel Rubinstein y Asociados
<b>CDS</b> : <i>Credit Default Swaps</i>	<b>i.a.</b> : Interanual
<b>CER</b> : Coeficiente de Estabilización de Referencia	<b>IBGE</b> : Instituto Brasílico de Geografía y Estadística
<b>CFI</b> : Coparticipación Federal de Impuestos	<b>IBIF</b> : Inversión Bruta Interna Fija
<b>CFTC</b> : <i>Commodity Futures Trading Commission</i>	<b>ICC</b> : Índice del Costo de la Construcción
<b>CIARA</b> : Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina	<b>ICDCB</b> : Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias
<b>CICCRA</b> : Cámara de la Industria y Comercio de Carnes y Derivados de la República Argentina	<b>IDL</b> : Índice de Demanda Laboral
	<b>IED</b> : Inversión Extranjera Directa
	<b>IERIC</b> : Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción
	<b>IGA</b> : Indicador General de Actividad
	<b>INDEC</b> : Instituto Nacional de Estadística y Censos
	<b>IPCA</b> : Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)
	<b>IPC GBA</b> : Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires

<b>IPC Resto:</b> IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacional y/o volátil significativo y aquellos sujetos a regulación o con alto componente impositivo	<b>O/N: Overnight</b>
<b>IPI:</b> Índice de Precios Implícitos	<b>p.b.:</b> Puntos básicos
<b>IPIB:</b> Índice de Precios Internos Básicos	<b>p.p.:</b> Puntos porcentuales
<b>IPIM:</b> Índice de Precios Internos al Por Mayor	<b>PEA:</b> Población Económicamente Activa
<b>IPMP:</b> Índice de Precios de las Materias Primas	<b>PGN:</b> Préstamos Garantizados Nacionales
<b>IRD:</b> Inversión Real Directa	<b>PAC:</b> Programa de Aceleración del Crecimiento
<b>ISAC:</b> Índice Sintético de Actividad de la Construcción	<b>PIB:</b> Producto Interno Bruto
<b>ITCRM:</b> Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	<b>PM:</b> Programa Monetario
<b>IVA:</b> Impuesto al Valor Agregado	<b>PMI:</b> <i>Purchasing Managers Index</i> (Índice de Gerentes de Compras)
<b>IVA DGA:</b> Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas	<b>PP:</b> Productos primarios
<b>IVA DGI:</b> Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos	<b>PPP:</b> Paridad del Poder Adquisitivo
<b>LATAM:</b> América Latina	<b>PN-10:</b> Ley de Presupuesto Nacional 2010
<b>LEBAC:</b> Letras del Banco Central (Argentina)	<b>Prom.:</b> Promedio
<b>LIBOR:</b> <i>London InterBank Offered Rate</i>	<b>Prom. móv.:</b> Promedio móvil
<b>M2:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	<b>PyMEs:</b> Pequeñas y Medianas Empresas
<b>M2 privado:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$ del sector privado	<b>REM:</b> Relevamiento de Expectativas de Mercado
<b>M3:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$	<b>Repo:</b> Tasa de interés de referencia del Banco de Inglaterra
<b>M3* privado:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$ del sector privado	<b>REPRO:</b> Programa de Recuperación Productiva
<b>M3*:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	<b>ROE:</b> Registro de Operaciones de Exportación
<b>M3* privado:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$ del sector privado	<b>s.e.:</b> Serie sin estacionalidad
<b>Mercosur:</b> Mercado Común del Sur	<b>s.o.:</b> Serie original
<b>Merval:</b> Mercado de Valores de Buenos Aires	<b>S&amp;P:</b> <i>Standard and Poors</i> (Índice de las principales acciones en EE.UU. por capitalización bursátil)
<b>mill.:</b> Millones	<b>SDR:</b> <i>Special Drawing Rights</i> (Derechos Especiales de Giro)
<b>MOA:</b> Manufacturas de Origen Agropecuario	<b>SEC:</b> <i>Securities and Exchange Commission</i>
<b>MOI:</b> Manufacturas de Origen Industrial	<b>SIJyP:</b> Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
<b>MRO:</b> <i>Main Referencing Operations</i>	<b>SIPA:</b> Sistema Integrado Previsional Argentino
<b>MSCI:</b> <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>	<b>SPNF:</b> Sector Público Nacional no Financiero
<b>MULC:</b> Mercado Único y Libre de Cambios	<b>SPP:</b> Sector Público Provincial
<b>NOBAC:</b> Notas del Banco Central (Argentina)	<b>TCN:</b> Tipo de cambio nominal
<b>OCDE:</b> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico	<b>TI:</b> Términos del Intercambio
<b>OJF:</b> Orlando J. Ferreres	<b>TN:</b> Tesoro Nacional
<b>OPEP:</b> Organización de Países Exportadores de Petróleo	<b>tn.:</b> Tonelada
	<b>TNA:</b> Tasa Nominal Anual
	<b>Trim.:</b> Trimestral / Trimestre
	<b>UE:</b> Unión Europea
	<b>US\$:</b> Dólares Americanos
	<b>USDA:</b> <i>United States Department of Agriculture</i> (Secretaría de Agricultura de EE.UU.)
	<b>UCA:</b> Universidad Católica Argentina
	<b>UTDT:</b> Universidad Torcuato Di Tella

**Var.**: Variación

**VE**: Valor Efectivo

**VIX**: *CBOE Volatility Index*

**VNO**: Valor Nominal Original

**VNRA**: Valor Nominal Residual Actualizado

**WTI**: *West Texas Intermediate*

**XN**: Exportaciones Netas