



Informe de Inflación

Segundo Trimestre de 2011



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación

Segundo Trimestre de 2011



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación
Segundo Trimestre 2011

ISSN 1668-0561
Edición electrónica

Fecha de publicación | Abril 2011

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

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

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente.
Para comentarios o consultas a la edición electrónica: 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 15 de abril y la próxima publicación, correspondiente al tercer trimestre de 2011, será el 1 de agosto a través de internet.*

Buenos Aires, 29 de abril de 2011

Contenido

Pág. 5 | **I. Visión Institucional**

Pág. 11 | **II. Contexto Internacional**

Pág. 25 | *Apartado 1 / Evolución del mercado de trabajo tras la reciente crisis internacional*

Pág. 27 | **III. Actividad Económica**

Pág. 36 | *Apartado 2 / Evolución reciente de la productividad en Argentina*

Pág. 38 | **IV. Empleo y Salarios**

Pág. 44 | **V. Sector Externo**

Pág. 50 | **VI. Finanzas Públicas**

Pág. 56 | **VII. Política Monetaria y Mercado de Activos**

Pág. 66 | *Apartado 3 / Medidas recientes de los Bancos Centrales de economías emergentes frente a la entrada de capitales*

Pág. 68 | **VIII. Inflación**

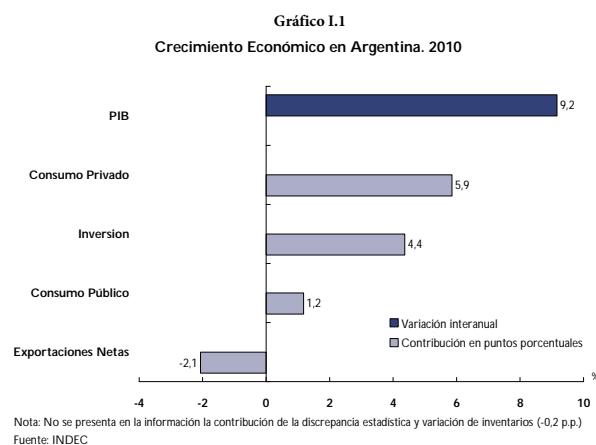
Pág. 74 | *Apartado 4 / Los elevados precios de los alimentos y sus implicancias para la seguridad alimentaria*

Pág. 76 | **IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)**

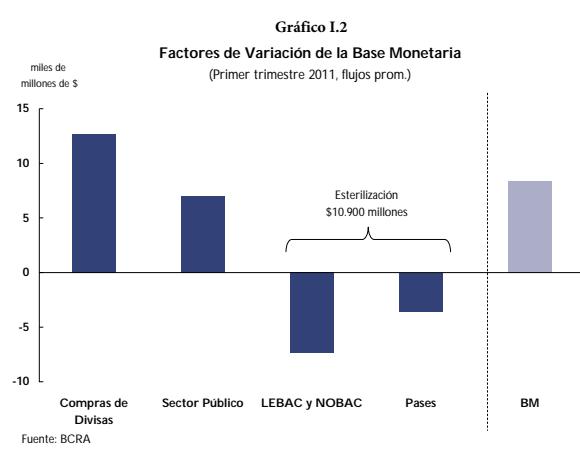
Pág. 79 | Resultados del REM. Abril 2011

Pág. 80 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

I. Visión Institucional



En la Argentina, como en otros países en desarrollo, la fortaleza del mercado interno actuó como el principal amortiguador de los impulsos negativos provocados por la crisis internacional. En la reanudación de la fase alcista, iniciada en el segundo semestre de 2009, la demanda interna vuelve a liderar el crecimiento económico. En un proceso que se retroalimenta, se prevé una dinámica que combine un mercado laboral robustecido por mayores niveles de empleo y de ingresos y un incremento en la tasa de inversión impulsada, no sólo por las buenas perspectivas sobre la demanda futura, sino también por la persistencia de adecuados niveles de competitividad que favorecen la ampliación de la producción de bienes transables y servicios asociados. Este escenario es consistente con el sostenimiento de los equilibrios externo y fiscal que, a su turno, permiten dar continuidad al proceso de crecimiento y reducir la vulnerabilidad frente a eventuales nuevos choques provenientes del ámbito internacional.

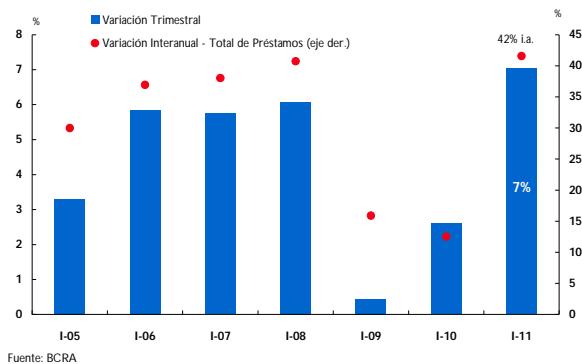


En el año 2010 la actividad económica se expandió 9,2%, uno de los registros más elevados en los últimos 30 años de la historia argentina. A su vez, los indicadores adelantados de actividad en lo que va de 2011 permiten inferir que continúa el dinamismo de la economía. La industria evidencia un aumento interanual de 9,2% en el primer trimestre mientras que, con información a febrero, el sector de la construcción se ubica en un nivel 12,5% superior en comparación con el mismo periodo de 2010 y los servicios públicos se incrementan 11,8% en igual lapso. En lo que hace al conjunto de los sectores, en el primer bimestre de 2011 el estimador mensual de actividad económica se incrementó 9,1%. Para el año 2011 se espera una expansión de la actividad superior a 6,5% y una tasa de desempleo cerca de los niveles mínimos de los últimos veinte años.

Consistente con esta dinámica económica, el BCRA implementa una política monetaria y cambiaria que, por un lado, regula los medios de pago para acompañar la demanda de dinero y, por otro, busca morigerar la volatilidad del tipo de cambio y acumular Reservas Internacionales¹, procurando una gradual profundización de los niveles de monetización y del financiamiento bancario.

¹ En un contexto donde el rendimiento de las reservas internacionales permanece en valores muy bajos, el Poder Ejecutivo Nacional dispuso mediante el Decreto N° 276 el pago de los servicios de deuda a los Organismos Internacionales de Crédito con Reservas Internacionales de libre disponibilidad por US\$2.174 millones.

Gráfico I.3
Préstamos al Sector Privado en Pesos



En este marco, durante el primer trimestre de 2011 se cumplió la meta establecida en el Programa Monetario 2011 (PM 2011). La tasa de crecimiento trimestral del M2 fue 4,7%, 0,6 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de la proyectada en el escenario base. El crecimiento trimestral del M2 privado también resultó consistente con la meta anual establecida para diciembre (29,2%).

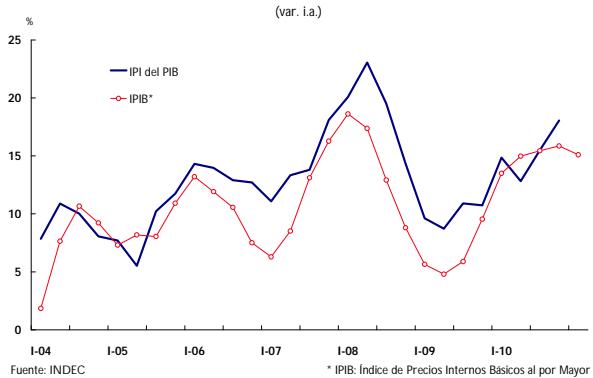
Los factores de expansión de la oferta monetaria, vinculados al sector externo, a las operaciones del sector público y al aumento del crédito bancario, estuvieron en línea con lo previsto en el PM 2011. Para compatibilizar los factores de oferta con los de demanda de dinero, el Banco Central esterilizó —mediante la colocación de LEBAC y NOBAC y operaciones de pases— \$10.900 millones en el trimestre, lo que equivalió a más del 80% de la expansión generada por las compras de divisas. La esterilización del excedente monetario, además de equilibrar la oferta con la demanda, también procura modelar una curva de rendimientos de corto y mediano plazo que sirva de referencia para las operaciones de mercado.

Con respecto a la evolución del crédito, durante el primer trimestre del año, las líneas de créditos comerciales se destacaron al registrar un crecimiento anual de 49%, muy superior a la variación nominal del Producto. En el mismo período, la tasa de crecimiento de los préstamos en pesos al sector privado fue de un 42% interanual, alcanzando valores similares a los máximos que se habían registrado a comienzos de 2008, antes de la profundización de la crisis *subprime*.

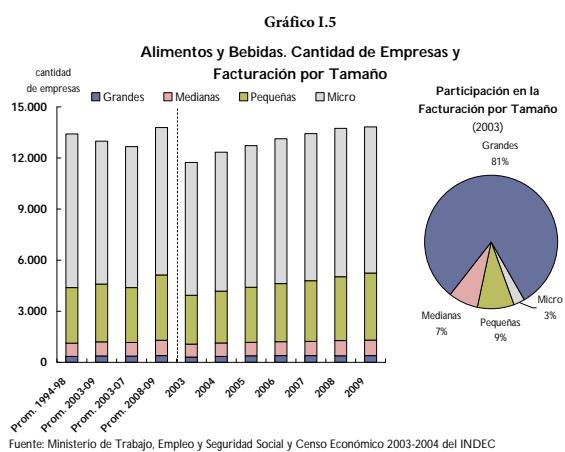
Los niveles de monetización, medidos por los agregados más amplios (M3) en términos del PIB, también continuaron creciendo hasta alcanzar casi 30% a fin del trimestre. Esto fue posible por el fortalecimiento de la demanda de dinero más asociada al ahorro, con un crecimiento de los depósitos a plazo, que representa más del 60% del aumento trimestral del M3.

Con respecto a la evolución de los precios, mientras que el índice de los precios implícitos del Producto evidenció en el cuarto trimestre de 2010 un incremento interanual de 18%, superando en 7,3 p.p. a la suba de igual período de 2009, tanto los precios mayoristas como los minoristas desaceleraron su tasa de aumento interanual durante el primer trimestre de 2011. En el primer caso este comportamiento se debió a un menor dinamismo de las manufacturas y de los productos agropecuarios. Así, los precios mayoristas medidos por el Índice de Precios Internos Básicos (IPIB) presentaron un alza de 14% interanual (i.a.). Por su parte, los precios minoristas moderaron su crecimiento interanual, en particular, porque no se observaron las fuertes alzas en el precio de la carne

Gráfico I.4
Precios Implícitos del PIB y Precios Mayoristas (var. i.a.)

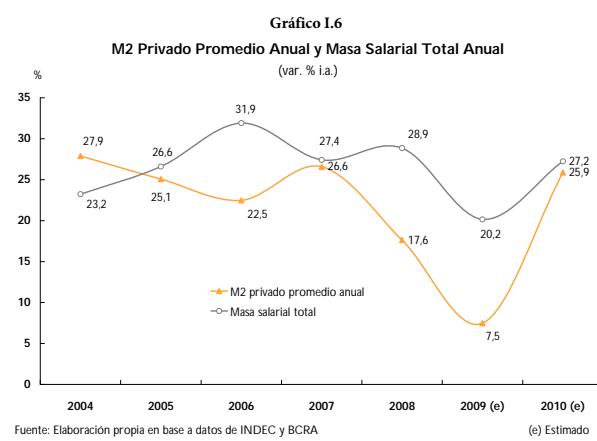


vacuna, que tuvieron un impacto importante durante el primer trimestre del año 2010.



El aumento de las cotizaciones de los *commodities*, tanto de alimentos como de energía, observado en los últimos meses impactó sobre las economías del mundo generando un aumento en el ritmo de crecimiento de los precios internos. En el caso de nuestro país, la incidencia tiende a ser relativamente más alta que en otras economías por la elevada ponderación de los alimentos en la canasta de consumo —superior a la de la mayoría de los países emergentes²— y, por otro lado, porque a diferencia de otras economías en desarrollo, en la Argentina no se ha utilizado la apreciación nominal del tipo de cambio como mecanismo para contrarrestar el aumento internacional de las cotizaciones de las materias primas. Una abrupta valorización nominal de la moneda generaría más costos que beneficios macroeconómicos al desfavorecer la competitividad–precio de los sectores con mayor encadenamiento productivo y capacidad de generación de empleo y provocar un cambio de portafolio del sector privado.

Adicionalmente, la oferta de bienes y servicios en la Argentina suele presentar un bajo grado de competencia en sectores donde la elasticidad de la demanda es menor. Por ejemplo, en el segmento de alimentos y bebidas, de acuerdo con los datos del último Censo Económico 2003-2004, el 2,3% de las empresas concentraba el 81% del mercado. Entre 2004 y 2009 el grado de concentración parece haber disminuido. Sin embargo, a pesar del aumento del 12% en la cantidad de empresas registrado durante el período, la facturación total ascendió 142%, indicando que todavía existe un alto grado de concentración en la mencionada industria.



Dada la concentración que presentan algunos segmentos del mercado y, en un marco de alto crecimiento, la recomposición del salario real y la resistencia al cambio de los márgenes de rentabilidad intensifican la puja distributiva. Las políticas cambiaria y comercial favorecen a la industria local, aumentando las potencialidades y el poder de negociación de los productores internos. En tanto, los bajos niveles de desempleo y el aumento del empleo formal conceden a los trabajadores un mayor espacio para defender sus ingresos reales y condiciones generales de empleo.

En este escenario, la política monetaria tradicional se torna limitada para actuar sobre el fenómeno de formación de precios. La evidencia empírica internacional señala que no existe un patrón claro de causalidad entre la

² La ponderación de los alimentos en el índice de precios minoristas es de 37,9% en Argentina mientras que en Brasil, China, Colombia y México el peso se encuentra entre 18,9% y 30,5%, y en Turquía y Malasia es de 26,8% y 31,5%, respectivamente.

variación de los agregados monetarios y la de los precios particularmente en el corto y mediano plazo.

Teniendo en cuenta este hecho, no parece aconsejable la adopción de medidas restrictivas como serían: i) reducir las compras de dólares en el mercado cambiario para permitir una apreciación nominal de la moneda —como se observó en otros países de la región—; ii) incrementar las tasas de interés de referencia; o iii) desalentar el crédito. Dada la heterogeneidad de la estructura productiva y el limitado desarrollo del canal de crédito, las opciones de política monetaria estándar implicarían afectar el nivel de precios a través del debilitamiento del mercado interno, generando menores ingresos para el consumo o la inversión, ya sea por menores ventas, escasez de financiamiento o caídas en el empleo. Finalmente, el mantenimiento del equilibrio fiscal y externo, el bajo nivel de deuda pública y privada, interna y externa y el alto nivel de reservas limitan la posibilidad de evidenciar una dinámica adversa de los precios similar a la observada en otras etapas de la historia argentina.

En relación al sector externo, las exportaciones de manufacturas industriales crecieron desde 2003 un 198% y evidenciaron en 2010 una expansión de 28,3% —19,5% sin contabilizar el complejo automotor— incentivadas por un tipo de cambio real multilateral, que deflactado por salarios, se ubica 45% por encima del nivel promedio del período 1995-2001. Esta tendencia continuó en los primeros meses del presente año y se prevé se mantendrá en 2011.

En un país que presenta claras ventajas comparativas en la producción de productos primarios es esperable que frente a un ciclo de crecimiento económico se genere un déficit comercial industrial por la adquisición en el exterior de bienes de capital e insumos para la producción con alto contenido tecnológico. En efecto, las compras externas de Bienes de capital y Piezas y accesorios representaron cerca del 40% del total de las importaciones argentinas en los últimos años. A su vez, la participación del Equipo durable de producción en 2010, donde la importación de bienes de capital tiene un alto protagonismo, creció 0,5 p.p. desde 2007 alcanzando el 46% del total del gasto en capital.

Sin embargo, a pesar de haberse verificado un aumento de 18,7% de la inversión entre 2007 y 2010, las importaciones totales cayeron 2 p.p. del Producto en el mismo período. Asimismo, las exportaciones de Manufacturas de origen industrial se recuperaron a los niveles de 2007 luego de la disminución de la demanda externa de fines de 2008 y 2009. Como resultado, el saldo comercial industrial en 2010 presentó un déficit en relación al Pro-

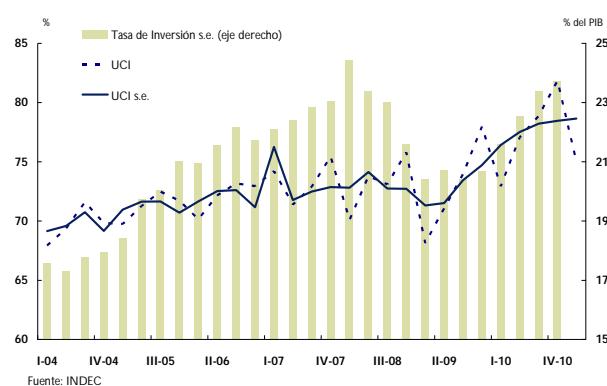
Cuadro I.1
Indicadores del Comercio Exterior de Argentina

	2007	2008	2009	2010
Exportaciones de MOI*, % PIB	6,6	6,8	6,1	6,6
Saldo comercial MOI*, % PIB	-8,3	-8,1	-4,9	-6,8
Importaciones, % PIB	17,1	17,6	12,6	15,3
Importaciones netas de Combustibles y lubricantes, % PIB	16,1	16,3	11,8	14,1
Importaciones de Bienes de bienes de capital y de Piezas y accesorios, % PIB	7,1	6,9	5,2	6,3
Importaciones de Bienes de bienes de capital y de Piezas y accesorios, % PIB industrial	36,2	35,5	26,4	33,2

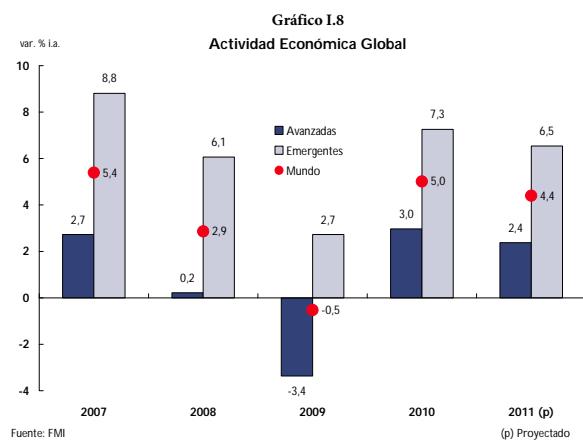
* Manufacturas de origen industrial

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico I.7
Tasa de Inversión y Uso de la Capacidad Instalada



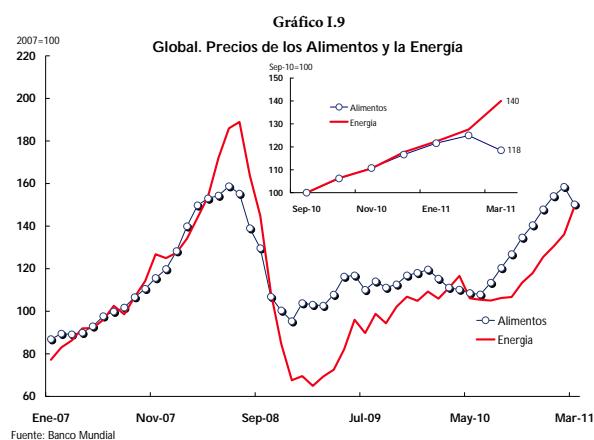
ducto de -6,8%, con una mejora de 1,5 p.p. respecto del registro de 2007.



Precisamente por sus altos beneficios relativos en el desarrollo económico y social, el desafío de la Argentina consiste en profundizar la capilarización industrial, incorporando tecnología para fortalecer las cadenas de valor más redituables e incrementar la productividad de la economía (ver Apartado 2). Para ello es clave continuar con el proceso de incorporación de capital que se observa en los últimos años.

Actualmente la economía alcanza valores elevados de utilización de capacidad instalada de 78% (sin estacionalidad) a pesar de que la tasa de inversión se mantiene en niveles históricamente altos. Para acompañar el financiamiento al sector productivo, todavía sesgado al corto plazo, el Banco Central continuó con la ejecución del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario que lleva adjudicado fondos por \$1.257 millones, de los cuales \$687 millones se otorgaron en el primer trimestre, y que permitirán financiar 116 proyectos de inversión que incluyen a más de 40 ramas de la actividad industrial.

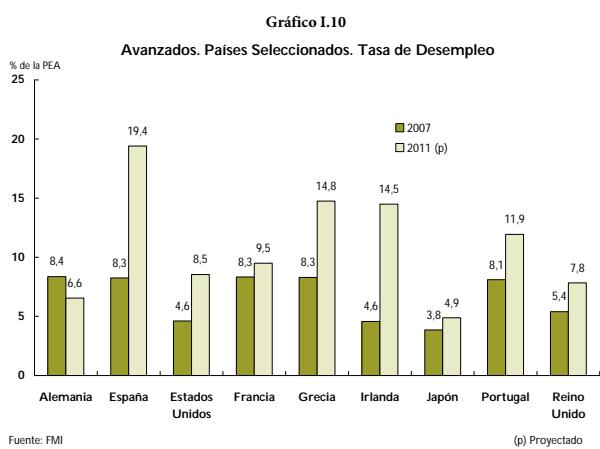
Respecto al contexto internacional, se prevé un crecimiento global más moderado y condicionado por diversos factores. Los conflictos sociopolíticos de la zona de producción y distribución de petróleo de Medio Oriente y norte de África podrían afectar el crecimiento económico a través del encarecimiento del petróleo crudo. En segundo lugar, la paralización de la producción de importantes plantas japonesas tras el tsunami reduce la disponibilidad global de insumos de alta tecnología afectando algunos segmentos de la producción mundial y los flujos comerciales asociados. Por último, la reorientación de las políticas gubernamentales hacia estrategias más contractivas, ya sea con el objetivo de evitar mayores aumentos en los precios, reducir en el corto plazo los diferenciales de costo de refinanciamiento soberano o recuperar el equilibrio de las cuentas fiscales en el mediano plazo, desalienta el crecimiento económico en economías donde persisten altos índices de desempleo y bajos niveles de gasto privado.



Estos episodios se suman a un escenario donde las cotizaciones internacionales de las materias primas evidencian desde mediados de 2010 los efectos del clima adverso con una clara tendencia alcista, cobrando nuevamente relevancia la discusión en torno a la seguridad alimentaria (ver Apartado 4). Este año, la creciente demanda mundial por alimentos podría tensionarse a partir de un mayor consumo de productos primarios para incrementar la oferta de fuentes de energías alternativas al petró-

leo y a la nuclear, resentida tras la catástrofe natural japonesa.

En este contexto de mayor incertidumbre, los países en desarrollo experimentaron durante el primer trimestre un menor ingreso de capitales de corto plazo en relación a los meses previos y el impacto del alza internacional de los precios de las materias primas (ver Apartado 3). A pesar del origen externo de estos fenómenos, varias de estas economías compensaron el *shock* externo de precios otorgando un carácter más contractivo al diseño de sus políticas. Por lo tanto, si bien se espera que el bloque emergente siga liderando la expansión económica, el incremento de tasas de interés y la apreciación de sus monedas, entre otros, morigerarán el ritmo de crecimiento de las regiones en desarrollo.



En las economías avanzadas, el aún deteriorado patrimonio de las familias en un escenario de elevadas tasas de desempleo continuará condicionando la expansión del gasto privado (ver Apartado 1). En un escenario de persistencia de grandes desequilibrios macroeconómicos y de fragilidad de los sistemas financieros se perfila el abandono temprano de las políticas de estímulo, que atenta contra el todavía débil crecimiento global. En particular, en la zona del euro la firma del “Pacto de Competitividad” afectaría la actividad económica de las naciones más vulnerables de la región al establecer límites a la deuda pública y a los déficits fiscales, revisar la indexación de los salarios y flexibilizar los mercados laborales. Más recientemente, el Banco Central Europeo elevó la tasa de interés de referencia, lo que indica la decisión de la autoridad monetaria de modificar el sesgo de su política.

Respecto a la coordinación macroeconómica global, se observa que las políticas que se están proponiendo para rebalancear la demanda mundial —consistentes con medidas más restrictivas en los países avanzados por cuestiones fiscales y en los países emergentes a causa del hipotético recalentamiento— podrían desembocar en un menor crecimiento de la demanda agregada y del Producto mundial que dificulten la salida definitiva de la crisis.

II. Contexto Internacional

II.1 Síntesis

En línea con lo previsto un trimestre atrás, la economía mundial crece a un ritmo más moderado e impulsada fundamentalmente por los países emergentes. Durante el primer trimestre del año, se agregaron nuevos factores de riesgo sobre el crecimiento, entre los que se destacan las consecuencias del terremoto y la crisis nuclear en Japón (la tercera economía más grande del mundo) y las disruptiones políticas en los países de Medio Oriente y el norte de África. Éstos se sumaron a los ya existentes en algunos países avanzados que, registrando tasas de crecimiento relativamente bajas y niveles de desempleo elevados, enfrentan significativos ajustes fiscales y dificultades crecientes de financiamiento soberano y de los sistemas financieros.

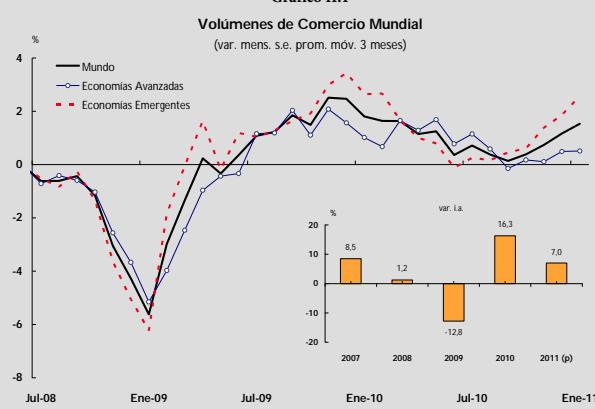
Estados Unidos mostró avances en términos de la recuperación económica, aunque los mercados de trabajo, financiero e inmobiliario continúan debilitados. Asimismo, la pérdida de consenso parlamentario sobre la evolución de las finanzas públicas podría dar lugar a algunas correcciones en las cuentas fiscales, afectando el crecimiento. En la zona del euro se avanzó en la asunción de compromisos de reforma a partir de la aprobación del “Pacto del Euro”, por el cual los países miembro buscan mejorar la situación fiscal y externa de sus economías. En el plano monetario, el Banco Central Europeo (BCE) aumentó la tasa de interés de referencia, tras considerar la evolución reciente de los precios. En tanto, los sismos y el tsunami en Japón condujeron a restricciones energéticas y destrucción de la capacidad instalada, con riesgos de disruptiones en algunas cadenas productivas mundiales. El inicio del proceso de reconstrucción dio lugar a una fuerte repatriación de capitales y se presenta en el corto plazo como un factor adicional de presión sobre los precios del petróleo y los metales y minerales. En este marco, el Grupo de los 7 (G-7) anunció su disposición a intervenir en el mercado global de cambios con el objeto de evitar una apreciación excesiva del yen.

Durante el primer trimestre los precios de las materias primas continuaron con la tendencia ascendente. Esta dinámica fue motivada por los efectos climáticos, los bajos niveles de stocks, la mayor demanda de granos para elaboración de biocombustibles (a partir de la preferencia de otras fuentes tras la crisis nuclear japonesa y la incertidumbre política en Medio Oriente y el norte de África) y al mayor consumo de alimentos asociado a la continuidad del crecimiento en las regiones emergentes. La mayoría de las economías del mundo, pero especialmente las emergentes, comenzaron a reflejar este fenómeno en el nivel de precios internos. En los últimos meses se observó un surgimiento de conflictos sociales, políticos y económicos en los países de Medio Oriente y el norte de África. En este marco, los gobiernos de la región incrementaron las transferencias corrientes a sus ciudadanos. El mayor nivel de conflictividad se constituyó como un factor de amenaza sobre la producción y distribución de petróleo en la región, pionerando a la suba de los precios del crudo y afectando principalmente a las economías cuya producción es intensiva en energía.

Las economías de Asia emergente y América Latina siguieron mostrando un sólido desempeño, previéndose también que registren cierta desaceleración en respuesta, entre otros factores, a la menor demanda externa. Para contener la influencia de la suba de las cotizaciones de los alimentos y la energía, algunas autoridades económicas implementaron políticas de sesgo contractivo, que por su parte continuarán incentivando el ingreso de capitales de corto plazo y presionando hacia la apreciación de las respectivas monedas.

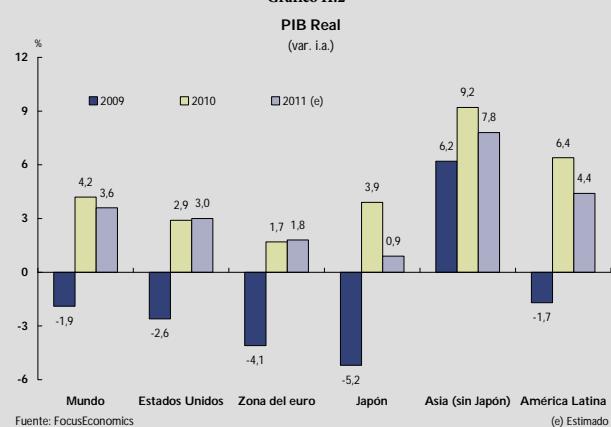
En síntesis, el panorama global presenta a los países avanzados girando hacia medidas fiscales restrictivas para mejorar la perspectiva de las finanzas públicas, y con ello los problemas de endeudamiento, pero que podrían afectar la recuperación económica. Por otra parte a los países emergentes enfrentan presiones de enfriamiento de sus economías y de mayor apreciación de sus monedas. De este modo, la implementación simultánea de políticas contractivas en los principales países del mundo podría afectar la dinámica de crecimiento global.

Gráfico II.1



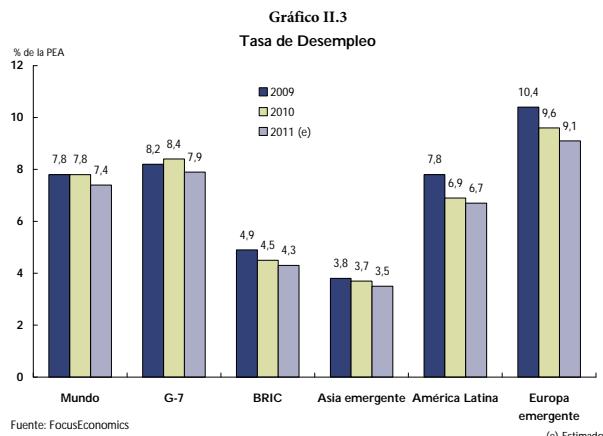
Fuente: Oficina de Análisis de Política Económica de Holanda

Gráfico II.2



Fuente: FocusEconomics

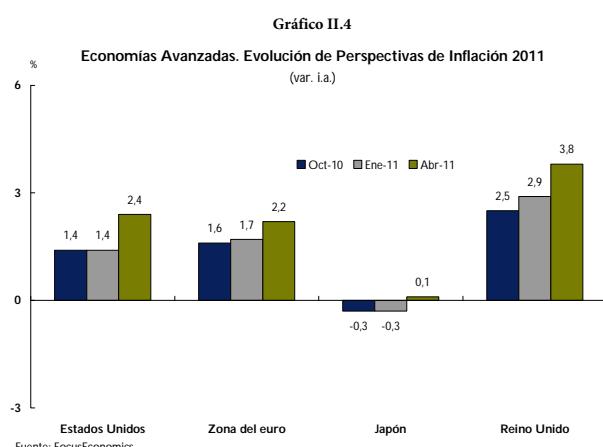
(e) Estimado



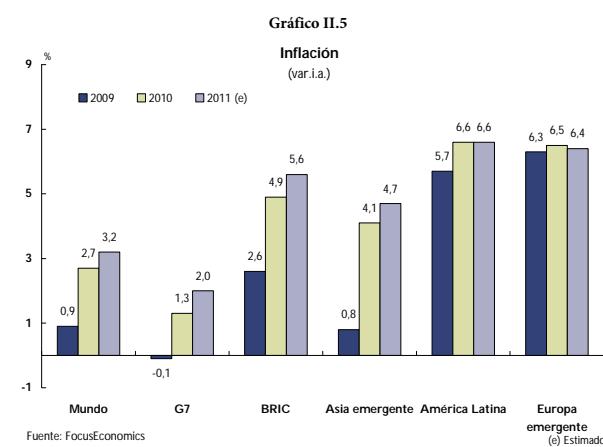
II.2 Economía Global

En línea con lo previsto un trimestre atrás, el crecimiento económico mundial siguió desacelerándose. En este marco, durante 2011 la actividad sería impulsada por los principales países emergentes, que darían cuenta del 70% de la expansión.

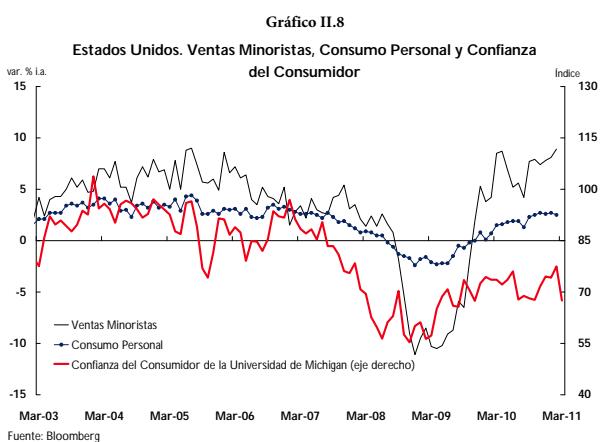
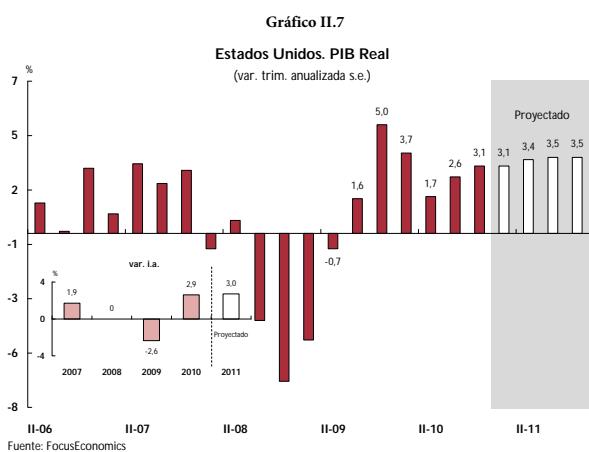
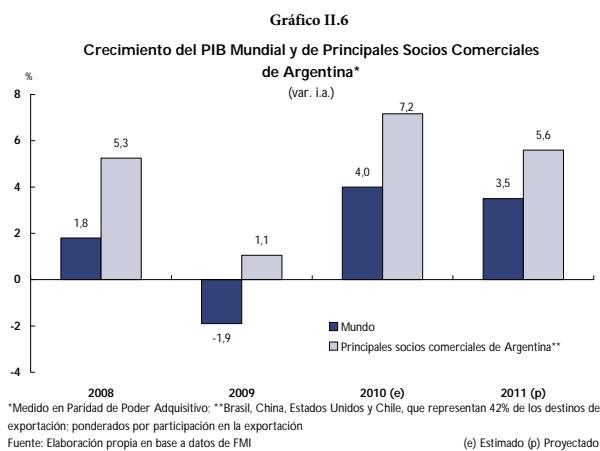
En 2010 los volúmenes del comercio internacional presentaron un crecimiento de 16% interanual (i.a.), superando los niveles previos a la profundización de la crisis internacional de fines de 2008. Los países emergentes exhibieron un desempeño comercial significativamente más dinámico que el de las economías desarrolladas. Los primeros datos de 2011 señalan un aumento de los flujos de intercambio de 11% i.a., esperándose que en el año crezcan cerca de 7%, en línea con la desaceleración prevista para la actividad económica global (ver Gráfico II.1).



De hecho, al incremento del costo de las materias primas, a los problemas de solvencia fiscal y externa de algunos países avanzados y a las medidas contractivas de política económica que atentan contra la recuperación económica, se agregaron nuevas fuentes de incertidumbre en los primeros meses del año. Entre ellos se destacan los conflictos políticos de Medio Oriente y el norte de África y los sismos, el tsunami y la crisis nuclear en Japón, con sus ramificaciones sobre las cadenas productivas globales, especialmente de Asia Emergente. Con todo, para 2011 se espera un ritmo de incremento anual de la actividad mundial similar al estimado en el anterior **Informe de Inflación**, de 3,6% (ver Gráfico II.2).



En la mayor parte de las economías avanzadas se mantendría la fragilidad del mercado de trabajo y continuarían los lento procesos de recomposición patrimonial (ver Gráfico II.3). La evolución reciente de los precios minoristas mostró un impulso creciente en las economías avanzadas, influida por la trayectoria de las cotizaciones de los alimentos y los combustibles (ver Gráfico II.4 y II.5). Mientras que en la zona del euro se decidió la primera suba de la tasa de interés de referencia, los Estados Unidos y Japón mantuvieron sus tasas a fin de no resentir la actividad económica. No obstante, las expectativas de tasas de interés de referencia dan cuenta de que el ciclo de subas comenzaría con anterioridad a lo estimado un trimestre atrás. En materia fiscal, aún se observan elevados niveles de déficit y deuda pública, motivo por el cual diversas calificadoras siguieron revisando hacia la baja las perspectivas y las calificaciones crediticias de algunas economías avanzadas. En este marco, se proyecta que los países desarrollados crezcan 2,3% en 2011 (-0,5 puntos porcentuales —p.p.— respecto del año previo).



En las economías emergentes también se espera una desaceleración del ritmo de expansión económica para 2011, asociada, entre otros factores, al menor dinamismo de la demanda externa. Para 2011 se proyecta un incremento del Producto para las regiones emergentes de 6,4%, 0,6 p.p. por debajo de la expansión de 2010. En este escenario, la política económica de este conjunto de países enfrenta el desafío de mantener el crecimiento económico, tratando a la vez de contener los precios y mejorar las posiciones fiscales.

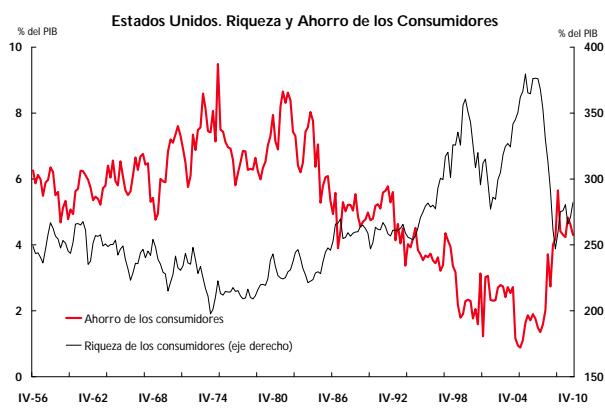
Los principales socios comerciales de la Argentina (en particular Brasil y China) exhibirían cierta moderación en la tasa de crecimiento de la actividad económica, aunque mantendrían un marcado ritmo de expansión, persistiendo la presión hacia la apreciación de sus respectivas monedas (ver Gráfico II.6).

La elevada liquidez, los diferenciales de rendimientos y las favorables perspectivas económicas seguirían estimulando los flujos de capitales de corto plazo hacia las economías en desarrollo, intensificando las presiones hacia la apreciación cambiaria. En este marco, las regulaciones sobre los flujos de capitales especulativos se tornaron una herramienta fundamental de política económica. Así, se espera que estas regiones profundicen la implementación de este tipo de medidas, y el uso de otros instrumentos para evitar la apreciación excesiva de las monedas, las potenciales burbujas sobre los precios de los activos y el crecimiento desmedido del crédito en relación a sus fundamentos o capacidades productivas.

Dada la resistencia a la apreciación cambiaria evidenciada por varios países emergentes, seguirá resultando crítica la capacidad de esterilización monetaria de los bancos centrales como consecuencia de la intervención en los mercados cambiarios. Asimismo, continuarán vigentes los debates en torno al impacto de las políticas monetarias contractivas en la dinámica económica así como sobre los flujos de capitales de corto plazo.

En suma, los países avanzados están girando hacia medidas fiscales restrictivas para mejorar la perspectiva de sus finanzas públicas, que podrían afectar la recuperación económica. En tanto, los países emergentes enfrentan presiones de enfriamiento de sus economías y de mayor apreciación de sus monedas en la búsqueda de un rebalanceo de la demanda interna. De esta manera, la implementación simultánea de políticas de sesgo contractivo en las economías desarrolladas y en desarrollo podría afectar la dinámica de crecimiento mundial.

Gráfico II.9



II.3 Economías Avanzadas

Estados Unidos

Durante el primer trimestre de 2011 la economía estadounidense continuó consolidando la recuperación económica. El Producto Interno Bruto de Estados Unidos durante el cuarto trimestre del año pasado se expandió 3,1% trimestral anualizado sin estacionalidad (s.e.; ver Gráfico II.7). De este modo, 2010 finalizó con un crecimiento promedio anual de 2,9%, dejando un arrastre estadístico de 1 p.p. para 2011. Si bien el mercado de trabajo exhibió una mejora, aun sigue presentando tasas de desocupación históricamente elevadas (ver Apartado 1). La recuperación de puestos de trabajo perdidos en la crisis y la reducción en la tasa de desempleo impulsaron al Consumo Privado, promovido también por la continuidad de las medidas monetarias y fiscales de estímulo (ver Gráfico II.8).

Para el corto plazo se espera que los indicadores de la actividad económica norteamericana continúen consolidándose. No obstante, este desempeño estaría condicionado a la evolución de la situación patrimonial de las familias y a la normalización de los mercados de bienes raíces y de crédito.

El patrimonio neto de las familias continuó recuperándose en el cuarto trimestre del año y en la actualidad se ubica 13% por debajo del máximo alcanzado en el tercer trimestre de 2007 (ver Gráfico II.9). Asimismo, las condiciones imperantes en el mercado inmobiliario hacen prever que los precios de las viviendas se mantendrán deprimidos, por lo que la riqueza inmobiliaria de las familias no evidenciaría mejoras significativas. Por otra parte, más allá de la flexibilización de los requisitos de acceso al crédito observada desde mediados de año y la suba del ingreso disponible, que mejoran la posición de las familias a la hora de pedir financiamiento, los préstamos personales e hipotecarios continúan sin repuntar. En efecto, el stock de créditos hipotecarios representó a fines de 2010 el 90% del máximo alcanzado en el último trimestre de 2008, siendo ésta la menor proporción desde dicha fecha. Una situación similar se observa en el caso del crédito al consumo.

A diferencia de lo ocurrido durante los trimestres pasados, los precios minoristas exhibieron una aceleración en el ritmo de crecimiento. El nivel general se expandió en febrero a un ritmo de 2,2% i.a., en tanto que el índice que excluye alimentos y energía, también revirtió su tendencia decreciente, aunque la tasa de variación siguió siendo muy baja (1,1% i.a.; ver Gráfico II.10).

Ante este escenario, la autoridad monetaria continuó con su política monetaria flexible. En efecto, en la última

Gráfico II.10

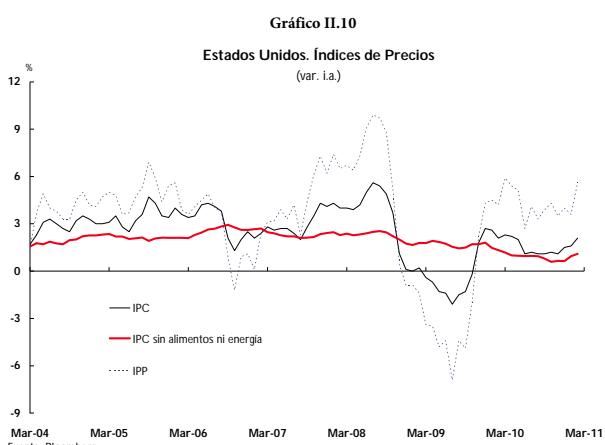
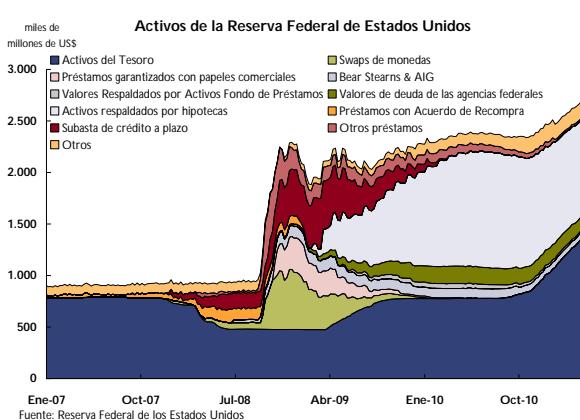
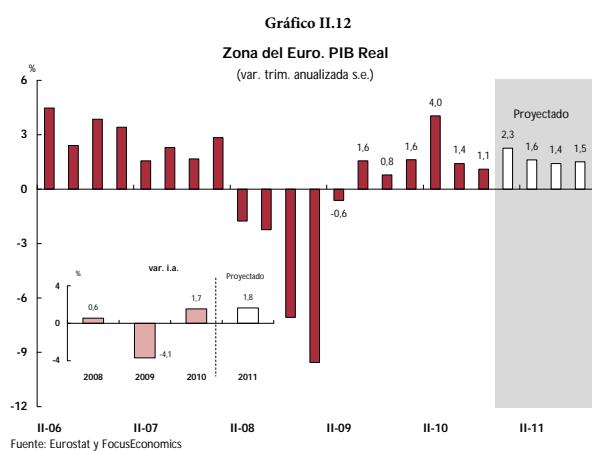


Gráfico II.11

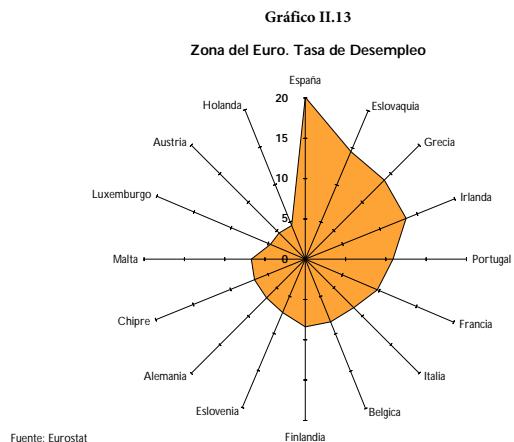




reunión del Comité Federal de Mercado Abierto se decidió mantener el objetivo de la tasa de interés de referencia y su programa de inyección de liquidez sin cambios (ver Gráfico II.11).

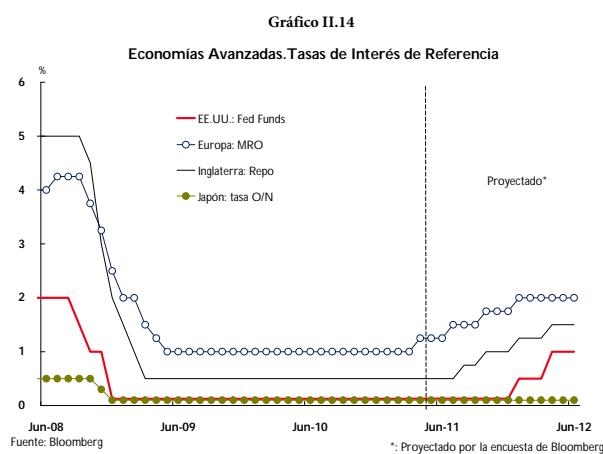
Por otro lado, la pérdida de consenso en el congreso limitaría el margen de utilización de la política fiscal por parte del gobierno. En este sentido, el gobierno anunció un plan para reducir el déficit fiscal desde alrededor de 11% del PIB a 2,5% del PIB para el año 2015. Entre las medidas que se implementarán se destacan el aumento del impuesto a los contribuyentes de mayores ingresos y la reducción del gasto en defensa. Así, los planes de reducción del déficit fiscal limitan las posibilidades de estímulo por parte del sector público y constituyen un factor de riesgo sobre el crecimiento económico estadounidense.

Europa

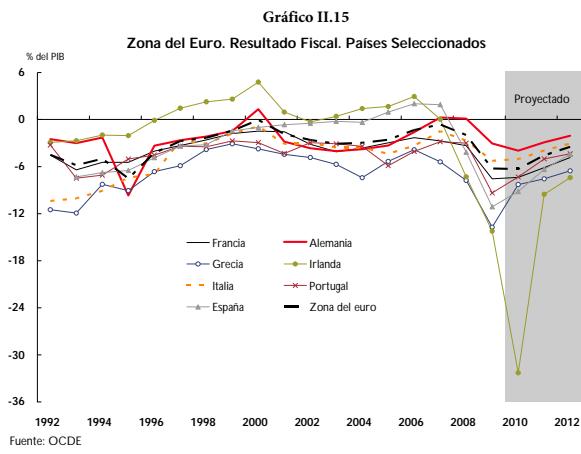


En la región aún persisten elevados riesgos sobre el nivel de actividad económica asociados al impacto potencial de los programas de ajuste fiscal, a la continuidad del alto desempleo, a la crisis de solvencia de los sistemas financieros y a las dificultades de endeudamiento público. En este contexto, y con un elevado grado de heterogeneidad entre países, durante el cuarto trimestre de 2010 el PIB de la zona del euro aumentó 1,1% trimestral anualizado s.e., con una contribución similar de todos los componentes de la Demanda Agregada. De este modo, finalizó 2010 con un crecimiento promedio anual de 1,7%, dejando un arrastre estadístico para 2011 de 0,6 p.p. (ver Gráfico II.12).

Durante el primer trimestre de 2011 la economía de la región continuó dando signos de mejora en el margen. En efecto, con un mayor grado de utilización de la capacidad instalada, la producción industrial siguió creciendo en términos interanuales. La actividad manufacturera mostró particularmente un mayor dinamismo en Alemania, diferenciándose de las trayectorias registradas en otras naciones como Grecia e Irlanda, que aún presentan contracciones.

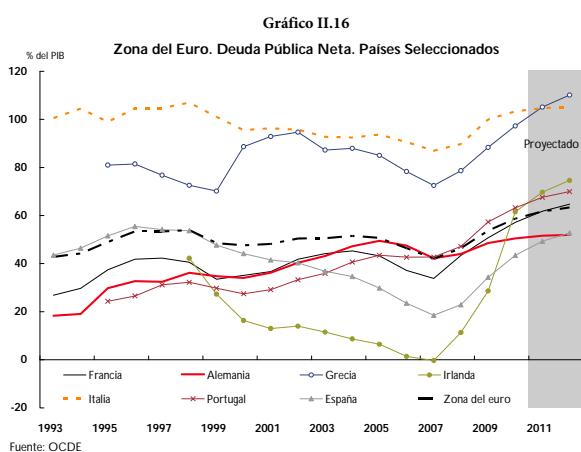


Si bien a inicios del presente año la tasa de desocupación presentó una leve disminución, el mercado de trabajo continúa significativamente deteriorado. Si se analiza la tasa de desocupación por país se observa un elevado grado de dispersión. Mientras que economías como Holanda, Austria y Luxemburgo enfrentan tasas de desempleo inferiores al 5% de la Población Económicamente Activa (PEA), naciones como España, Eslovaquia y Grecia exhiben tasas superiores al 13% (ver Gráfico II.13).



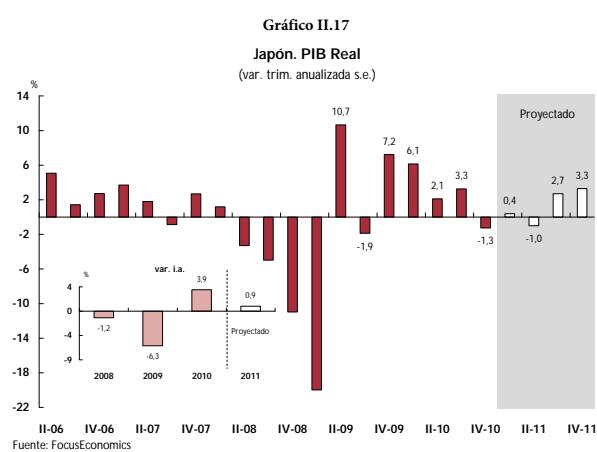
Según el dato publicado de inflación, en marzo los precios subieron 2,7% i.a., ubicándose por encima de la meta del Banco Central Europeo (BCE; 2%). Este incremento estuvo básicamente influido por las subas del petróleo y de los demás *commodities*, aunque sin afectar la dinámica de la inflación subyacente.

En este contexto, la autoridad monetaria de la zona del euro en su última reunión de política monetaria decidió incrementar su tasa de interés de referencia en 0,25 p.p. a 1,25% (ver Gráfico II.14). En la medida en que continúe el incremento en la tasa de interés de política complicará a las economías más endeudadas de la región, ya que implicará un mayor costo de financiamiento. Al mismo tiempo, el BCE continuó realizando esfuerzos para apuntalar a los mercados a partir de compras de títulos públicos de las economías más débiles, manteniendo las líneas especiales de liquidez que originalmente iban a levantarse en diciembre de 2010.

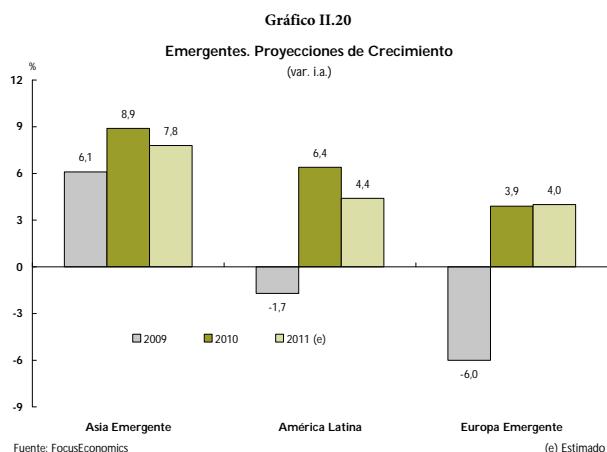
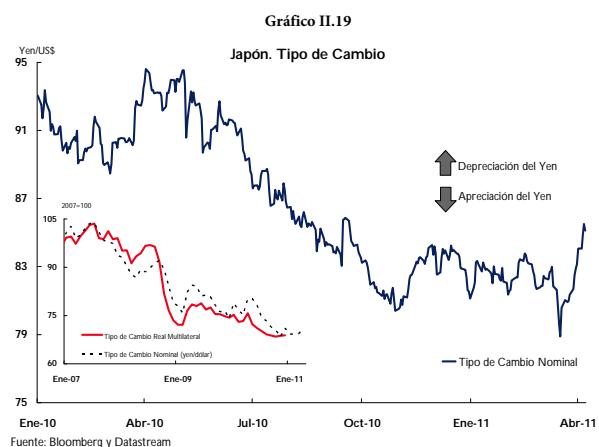
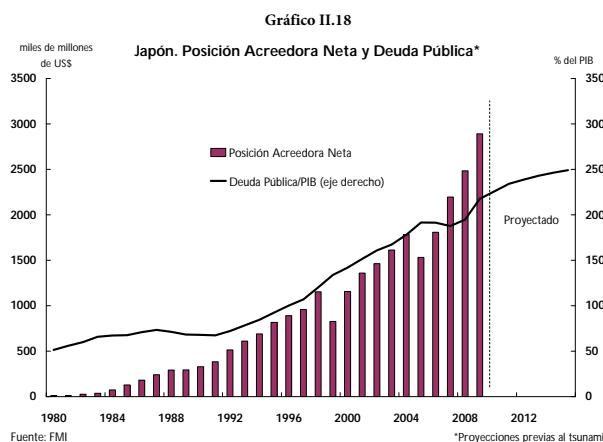


La comprometida situación del sistema financiero de Portugal, sumada al elevado nivel de necesidades de financiamiento del sector público en un contexto de aguda crisis política, llevó a esta nación a solicitar la asistencia financiera de la zona. Se estima que el paquete de rescate implicará un monto de aproximadamente €85.000 millones (en torno a 25% del PIB y prácticamente el total de las necesidades de financiamiento de 2011), y se convertiría así en la tercera nación de la región en acceder a la línea de crédito, luego de Grecia e Irlanda.

Con el objetivo de garantizar la unión monetaria y establecer pautas que contribuyan a evitar a futuro crisis fiscales y externas, recientemente se suscribió el “Pacto del Euro”. Los países miembros asumieron compromisos respecto de metas fiscales y estructurales para reducir los desequilibrios macroeconómicos, fortalecer la solvencia soberana y de los sistemas financieros, favorecer la convergencia, desarrollar la competitividad y asegurar la estabilidad del euro, aunque resultará decisiva la forma en que se asegure su aplicación práctica. En particular, se decidió subordinar los paquetes regionales de asistencia financiera a un monitoreo intensivo del Fondo Monetario Internacional, la Unión Europea y el BCE, en el marco de programas sujetos a condicionalidades específicas de reforma.



En materia fiscal, el déficit regional estimado para 2011 es 4,7% del PIB. Sin embargo, se prevén significativas diferencias entre países. En Alemania, una de las naciones con mejor posición fiscal, el déficit representaría cerca de 2,5% del PIB, en tanto en Irlanda alcanzaría 11% del Producto (ver Gráfico II.15). Contrastes similares se observan al analizar la deuda pública, con países como



Grecia con un ratio de 150% y otros con relaciones inferiores al 40% del Producto (ver Gráfico II.16).

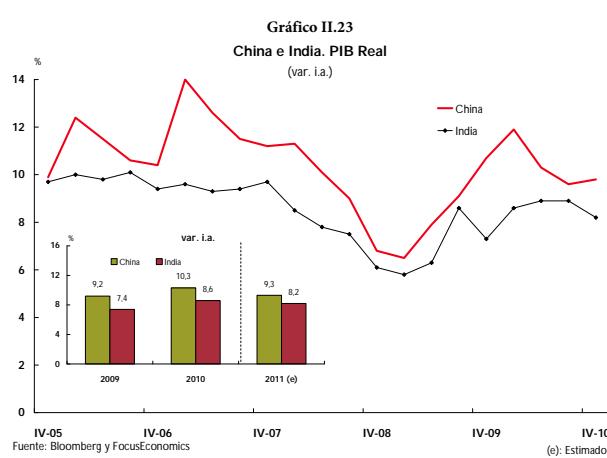
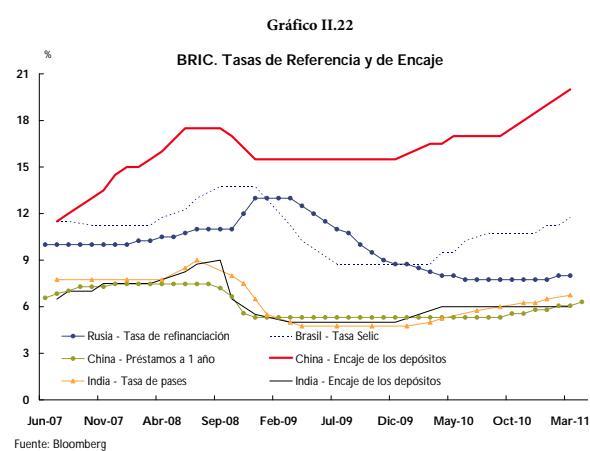
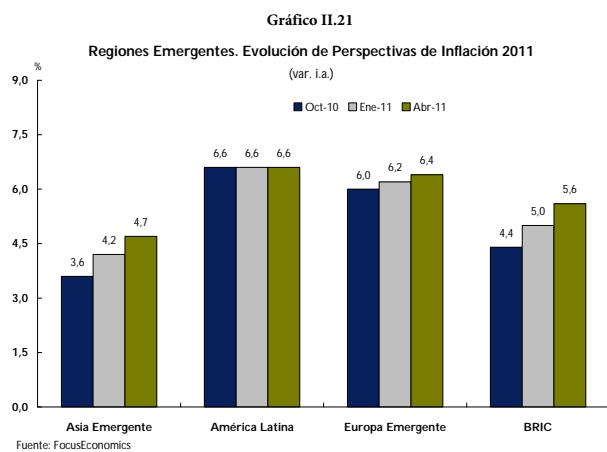
El PIB del Reino Unido se contrajo durante el cuarto trimestre del año, finalizando 2010 con un crecimiento de 1,3%. El arrastre estadístico para 2011 es de 0,3 p.p. Con todo, se espera que durante el corriente año la actividad alcance una expansión de 1,7%. Los precios al consumidor continuaron acelerándose durante el primer trimestre y en marzo alcanzaron una expansión de 4% i.a., ubicándose por encima de la meta establecida por la autoridad monetaria. A pesar de ello, el Banco de Inglaterra (BoE —por sus siglas en inglés—) en su última reunión de política mantuvo la tasa de referencia sin modificaciones. Dada la fragilidad de la actividad económica, el mercado no espera una suba de tasas de interés hasta fines del corriente año. En el plano fiscal, el gobierno implementó un plan de austeridad que contiene fuertes recortes en el gasto público, medida que debilitaría aún más el proceso de recuperación económica.

Japón

La economía japonesa presentó una caída de 1,3% trimestral anualizada s.e. del Producto durante el cuarto trimestre del año pasado. De este modo, finalizó 2010 con un crecimiento promedio anual de 3,9%, dejando un arrastre estadístico para 2011 de 0,3 p.p. (ver Gráfico II.17). Durante el primer trimestre de 2011 la economía nipona sufrió las consecuencias de fuertes terremotos y un tsunami que desató, entre otras catástrofes, una crisis nuclear en el norte del país.

La destrucción de plantas industriales y la pérdida de capacidad de generación eléctrica (el 35% de la energía de Japón es de origen nuclear) están impactando negativamente sobre la producción industrial, con riesgos de disruptores en las cadenas productivas mundiales. Las proyecciones de crecimiento para 2011 se corrigieron a la baja y se proyectan mayores ajustes en el corto plazo.

El sector privado japonés es uno de los principales acreedores externos a nivel global (ver Gráfico II.18). Por ello, en el corto plazo se espera que continúe la significativa repatriación de activos desde el exterior, a lo que se suman los flujos asociados a la actividad aseguradora tras la catástrofe, generando mayores presiones a la apreciación de la moneda local. Para aminorar esta tendencia cambiaria, el Grupo de los 7 (G-7) anunció su disposición a implementar un sistema de intervenciones cambiarias coordinadas, que llevó en el margen a una depreciación de la moneda (ver Gráfico II.19).



Ante este escenario, el Banco de Japón inyectó US\$250.000 millones (aproximadamente 4% del PIB) en fondos de emergencia y anunció que duplicará su programa de compra de activos, incluyendo bonos del gobierno. En cuanto a las finanzas públicas, se espera que aumente significativamente el gasto público, deteriorando aún más la posición fiscal del país, lo que llevaría a incrementar marcadamente el nivel de endeudamiento público en términos del Producto, el más elevado del planeta (aproximadamente 220% de su PIB en 2010).

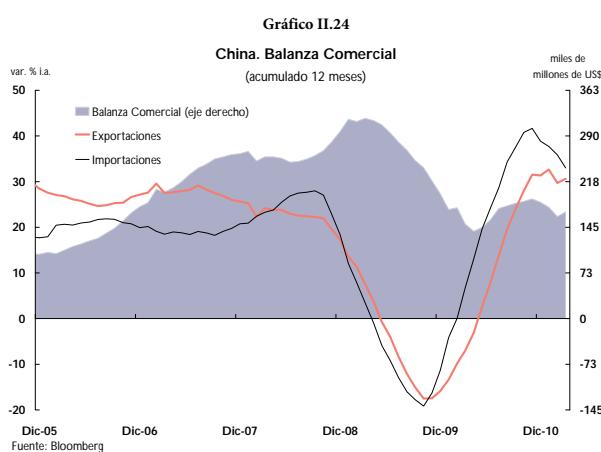
El proceso de reconstrucción se presenta como un nuevo factor de presión sobre las cotizaciones de las materias primas, especialmente las industriales y el petróleo.

II.4 Economías Emergentes

En los primeros meses del año, las economías emergentes siguieron mostrando un comportamiento más dinámico que las avanzadas, si bien exhibieron una desaceleración —esperada— de su ritmo de expansión. Los países en desarrollo seguirán siendo el motor de crecimiento global, proyectándose para este año una variación del Producto de 6,5% (ver Gráfico II.20).

La dinámica inflacionaria durante los primeros meses del año estuvo significativamente influida por la trayectoria ascendente que registraron, a nivel global, los precios de los *commodities* agropecuarios, la energía y las materias primas industriales (ver Gráfico II.21). En particular, la incertidumbre asociada a la evolución de las tensiones en la región del norte de África y Medio Oriente y las respuestas de los gobiernos afectados generó mayores presiones al alza sobre los precios de los *commodities*. Principalmente se vieron afectadas las cotizaciones de los combustibles, considerando la concentración de países productores de petróleo en la región, pero también las de los alimentos, dado que algunas de estas economías se encuentran entre los principales importadores de materias primas agropecuarias. En efecto, para enfrentar las tensiones sociales, los gobiernos de las zonas de conflicto lanzaron diversas medidas que incrementaron el gasto fiscal y en algunos casos implicaron un incremento en la demanda de alimentos.

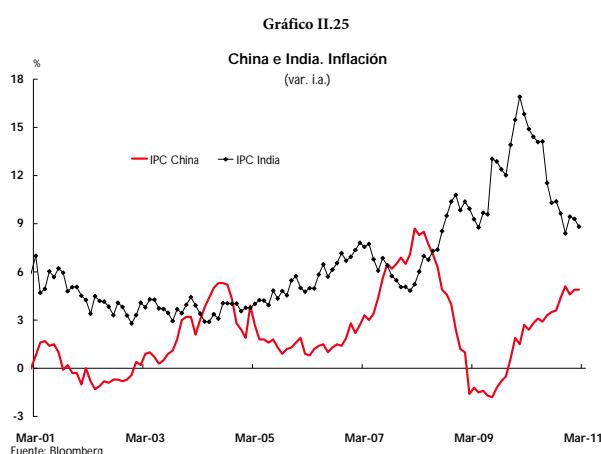
El aumento de los precios en los países emergentes llevó a diversas autoridades económicas a implementar políticas monetarias y fiscales contractivas. La suba de la tasa de interés de referencia podría morigerar aún más el crecimiento económico previsto, a la vez que exacerbaría los flujos de capital y las presiones hacia la apreciación cambiaria (ver Gráfico II.22). Para evitar mayores apreciaciones de las principales monedas emergentes, algunos gobiernos continuarán con sus políticas de interven-



ción en los mercados cambiarios y fortalecerán la regulación de la entrada de capitales de corto plazo.

Las perspectivas de expansión de Europa emergente se mantuvieron en el primer trimestre, previéndose una suba del PIB de 4% en 2011, similar a la estimada para 2010. Si bien todas las economías de la región crecerían, Rusia, Turquía y Ucrania tendrían un mejor desempeño.

Por su parte, las estimaciones de actividad económica para Asia emergente también se mantuvieron relativamente estables, con un crecimiento esperado para 2011 de 7,8%. Las dos principales economías de la región, China e India, seguirán liderando el crecimiento, con cierta desaceleración respecto a 2010. Más allá de la política económica más restrictiva en China, y su posible impacto sobre la actividad, se espera una expansión del Producto de 9,2%, mayormente explicada por el dinamismo de la demanda interna (ver Gráfico II.23).

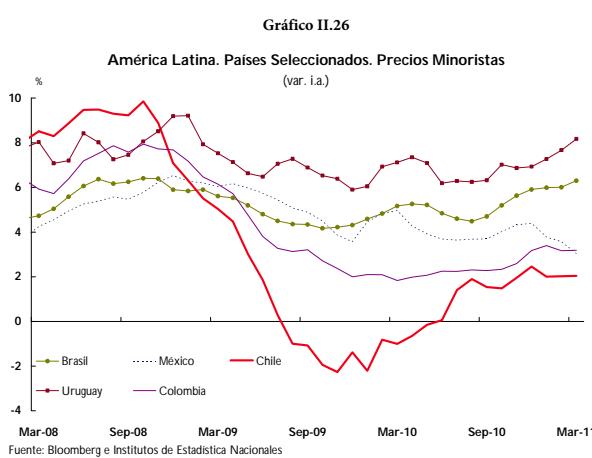


En un escenario de apreciación nominal del renminbi respecto del dólar (4% i.a.) y de alzas de los precios de los *commodities*, las importaciones chinas crecieron a un ritmo mayor que las exportaciones. Se espera que en 2011 la balanza comercial continúe siendo superavitaria, aunque presentando una leve contracción (ver Gráfico II.24).

Frente al fuerte crecimiento económico y la aceleración de la inflación, las autoridades chinas implementaron medidas contractivas (ver Gráfico II.25). Entre las políticas aplicadas se destaca la suba en varias oportunidades de la tasa de interés de referencia y, en particular, de los encajes sobre los depósitos bancarios.

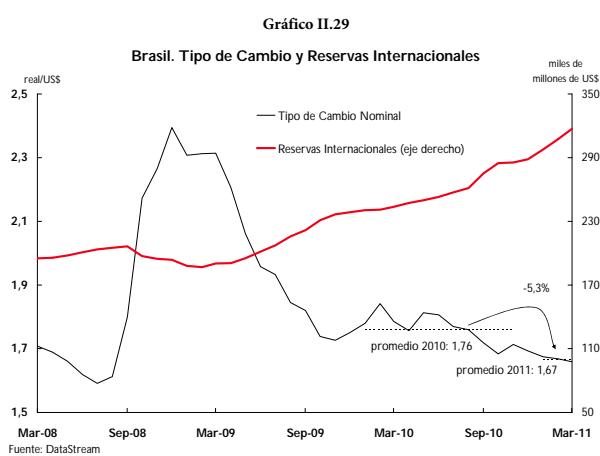
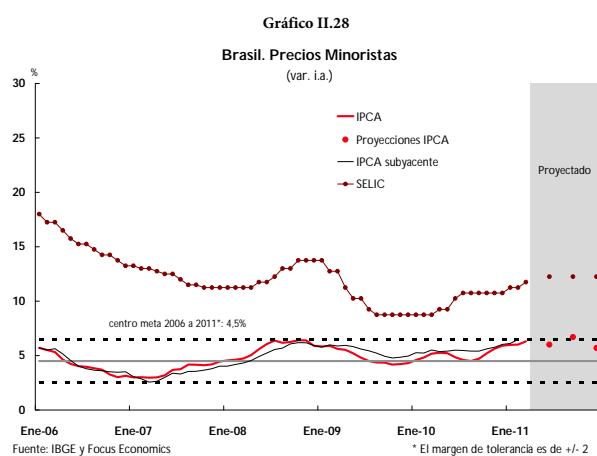
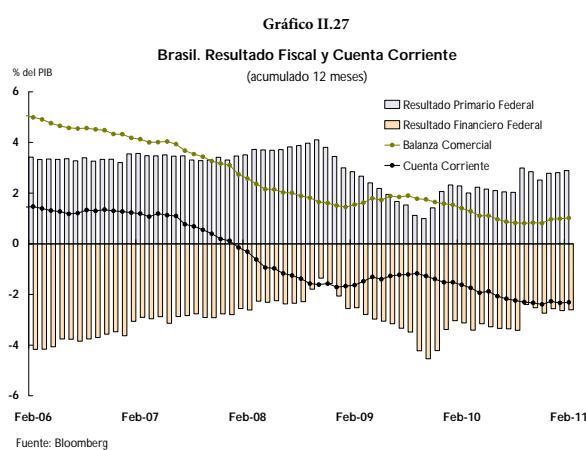
América Latina

América Latina continuó siendo una de las regiones más dinámicas del mundo durante el primer trimestre del año, aunque también registró cierta desaceleración en su ritmo de expansión. Las proyecciones de crecimiento para 2011 se ubican en 4,4%. En tanto, el desempleo de la región se encuentra en los niveles más bajos de los últimos 20 años.



El aumento de las cotizaciones de las materias primas presionó sobre los precios en la región, llevando a algunos países a implementar políticas económicas contractivas (ver Gráfico II.26). Sin embargo, las perspectivas de inflación para 2011 se mantienen en niveles similares a los registros de 2010.

La cuenta corriente de América Latina se deterioraría en el presente año, llegando a -1,5% del PIB, conforme con el incremento del gasto interno y la apreciación cambiaria. Por su parte, el déficit fiscal de la región se mantendría en nive-



les similares a los registrados en 2010 (-2,4% del PIB) dado que se prevé un aumento del gasto público superior al esperado para los ingresos.

En particular, la actividad económica de Brasil siguió mostrando un gran dinamismo en el primer trimestre, pese a que para todo 2011 se espera que el ritmo de incremento del Producto exhiba una desaceleración hasta 4,4% (ver Gráfico II.27). En este contexto, el saldo deficitario de la cuenta corriente brasileña se ubicó recientemente en el nivel más elevado desde el año 2002, al tiempo que el déficit fiscal mejoró en los últimos meses.

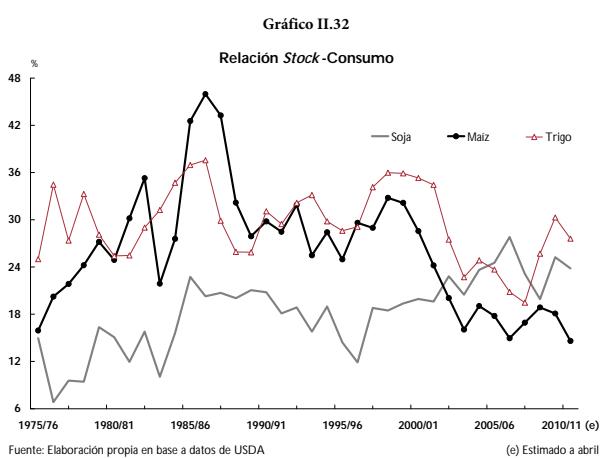
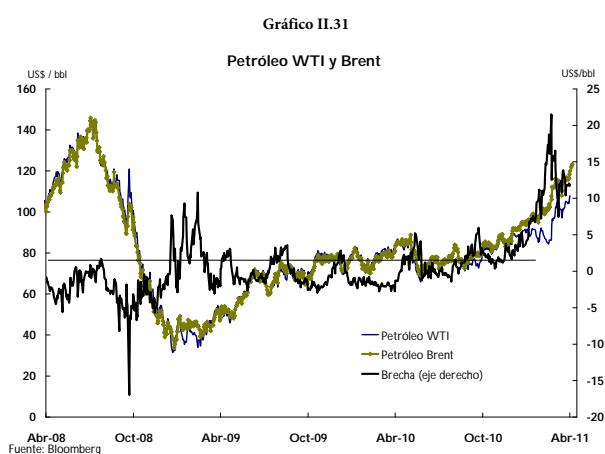
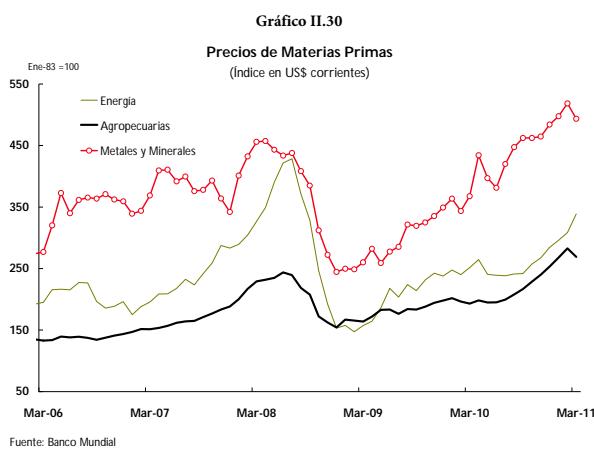
Por su parte, la inflación continúa dentro del rango aceptado por la autoridad monetaria, aunque en niveles cercanos a la banda superior. En este marco, y en materia de política monetaria, el Banco Central de Brasil (BCB) aumentó en varias oportunidades en el año la tasa de interés de referencia, luego de mantenerla durante los últimos 5 meses de 2010 en 10,75%. Se espera que hacia fines de 2011 la tasa del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC) alcance, al menos, 12,25% (ver Gráfico II.28).

La decisión de incrementar la tasa de interés de referencia presenta un dilema común a varias naciones, ya que si bien contribuiría a contener las presiones inflacionarias, constituye un factor de riesgo sobre el crecimiento económico y un incentivo adicional al ingreso de capitales financieros especulativos, generando condiciones para una mayor apreciación de las monedas domésticas.

En efecto, el ingreso de divisas marcó un récord, situación ante la cual el BCB continuó interviniendo activamente en el mercado de cambios y acumulando Reservas Internacionales (ver Gráfico II.29).

Adicionalmente, el gobierno implementó medidas impositivas para contener la entrada de capitales de corto plazo.

En tanto, los otros dos principales socios comerciales de Argentina en América Latina, México y Chile, crecerán este año 4,1% y 6,1%, respectivamente. A pesar de que, al igual que otros países, el aumento de la cotización de las materias primas ejerce presión sobre sus precios internos, los Bancos Centrales aplicaron políticas monetarias distintas. Mientras que el Banco de México mantuvo la tasa de interés de referencia inalterada (desde julio de 2009) priorizando proteger el nivel de actividad, en Chile, con una inflación minorista de 3,4% i.a., la autoridad monetaria continuó incrementando la tasa de interés de referencia, que en la actualidad se ubica en 4,5%, al tiempo que continuó con su programa de intervención cambiaria.



Cabe señalar que si bien la mayoría de los países de América Latina presentarían un crecimiento inferior al de 2010, algunos se expandirían a un ritmo superior, entre los que se encuentran Chile, Colombia, Bolivia, Ecuador y Venezuela. De todas formas, la región seguirá ubicándose dentro de las de mayor crecimiento económico.

II.5 Precios de las Materias Primas

En el primer trimestre de 2011 las cotizaciones de las materias primas continuaron con una marcada tendencia alcista, situándose en valores ampliamente superiores a los de un año atrás. Los productos agrícolas y los metales y minerales se ubican en récords históricos nominales, superando los niveles de 2008. Sumado a la incertidumbre en relación a la evolución de la zona del euro, desde inicios de 2011 los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y el norte de África imprimieron mayor volatilidad a las cotizaciones, dada la importancia de la región en la producción y distribución de petróleo. Asimismo, los terremotos y el tsunami en Japón incrementaron las fluctuaciones, en especial de los precios de la energía.

Desde enero pasado, los conflictos en distintos países de Medio Oriente y norte de África comenzaron a generar presiones sobre el precio del crudo y los alimentos. Así, según el Banco Mundial, la cotización de la energía aumentó 19% en el promedio trimestral, mientras que los productos industriales crecieron 7% y los agrícolas 13,5% (ver Gráfico II.30).

En un primer momento, el alza estuvo relacionada con el temor a que los conflictos en Egipto y los países cercanos pudieran afectar el suministro mundial dificultando el transporte a través del Canal de Suez. Posteriormente, las preocupaciones se focalizaron en la situación de Libia, ya que este país tiene la novena reserva petrolera del mundo y la más importante de África. Además, es el duodécimo exportador de crudo, fundamentalmente hacia Europa.

Dada la proximidad geográfica al conflicto, se observó un mayor impacto en la cotización europea del petróleo (Brent) que en la americana (WTI). Frente a este escenario, la brecha entre ambas alcanzó el máximo nivel histórico, destacándose que ambos precios se encuentran en los máximos valores desde octubre de 2008 (ver Gráfico II.31).

Los *commodities* agrícolas siguieron con la tendencia ascendente iniciada en agosto de 2010. Los precios subieron 38% i.a. en el trimestre, afectados por diversos problemas climáticos en distintas regiones productoras del mundo, en un contexto de menores niveles de *stocks* y demanda sostenida (ver Gráfico II.32 y Cuadro II.1). Este año, la creciente demanda mundial de granos podría potenciarse a partir de

un mayor consumo de productos primarios para incrementar la oferta de fuentes de energías alternativas al petróleo (tras la crisis política en Medio Oriente y el norte de África) y a la nuclear (resentida tras la catástrofe japonesa).

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

		Campaña 2009/10 (mill. Tn.)	Campaña 2010/11 (mill. Ton.) ENERO	Campaña 2010/11 (mill. Ton.) ABRIL	Variación Enero Abril (%)
Soja	Oferta total*	304,1	315,8	319,9	1,3
	Demanda total	238,5	255,5	255,8	0,1
	Stocks finales	60,4	58,3	60,9	4,6
Trigo	Oferta total*	848,0	843,3	845,1	0,2
	Demanda total	652,6	665,3	662,3	-0,5
	Stocks finales	195,4	178,0	182,8	2,7
Maíz	Oferta total*	961,6	963,1	960,4	-0,3
	Demanda total	813,7	836,1	838,3	0,3
	Stocks finales	148,0	127,0	122,4	-3,6
Arroz	Oferta total*	532,7	547,1	544,5	-0,5
	Demanda total	437,3	452,8	447,4	-1,2
	Stocks finales	95,4	94,4	97,1	2,9

*La Oferta total incluye la producción total + stocks iniciales

Estimado a abril 2011.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA

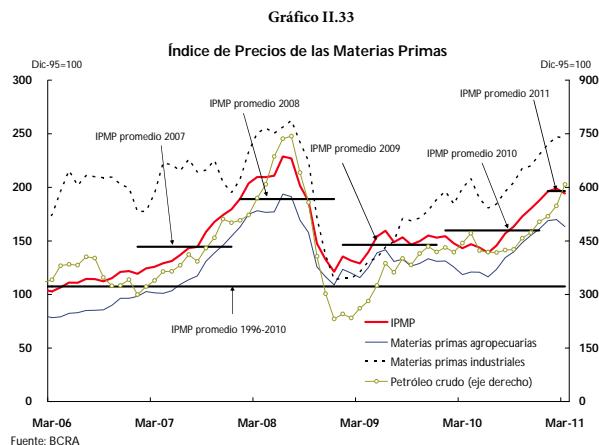
Por otra parte, las cotizaciones de los metales y minerales siguieron subiendo en los últimos meses. Los precios de las materias primas industriales se ubicaron 40% por encima de su nivel de un año atrás, comportamiento asociado principalmente al fuerte crecimiento económico de los principales países emergentes.

En este contexto, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA, que refleja la evolución ponderada de las cotizaciones de los productos primarios más relevantes en las exportaciones argentinas, creció 9% en el promedio del primer trimestre del año, aumentando 32,4% en términos interanuales (ver Gráfico II.33). De esta manera, el IPMP resultó 80% superior al promedio histórico de la serie iniciada en 1996. Se destacan las subas interanuales del maíz (74%), del trigo (70%), del aceite de soja (47%), de los porotos de soja (35%), del cobre (33%), de la carne (30%) y del petróleo (29%). Por su parte, las cotizaciones del acero y los pellets de soja crecieron 18%, mientras que la del aluminio lo hizo en 15%.

A pesar de la suba del petróleo, las tarifas de fletes marítimos para cargamentos secos a granel disminuyeron en el primer trimestre de 2011, debido a una abundante oferta de buques. En particular, el *Baltic Dry Index* (BDI), que posee alta volatilidad, disminuyó 42% en el promedio del trimestre, al tiempo que se ubica 55% por debajo de los valores de un año atrás. Por su parte, los precios de los fertilizantes aumentaron 4,3% en el período (32% i.a.), y alcanzaron el valor más alto en dos años.

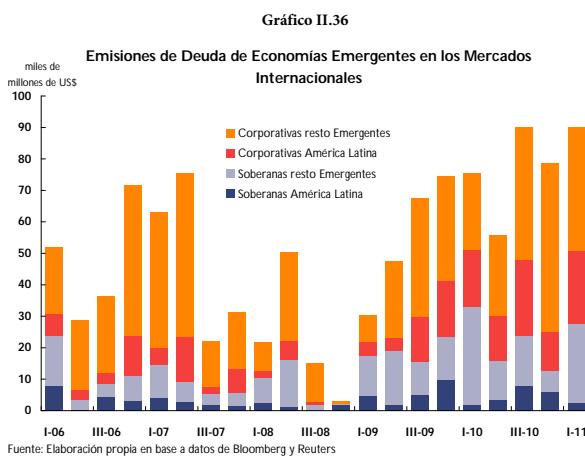
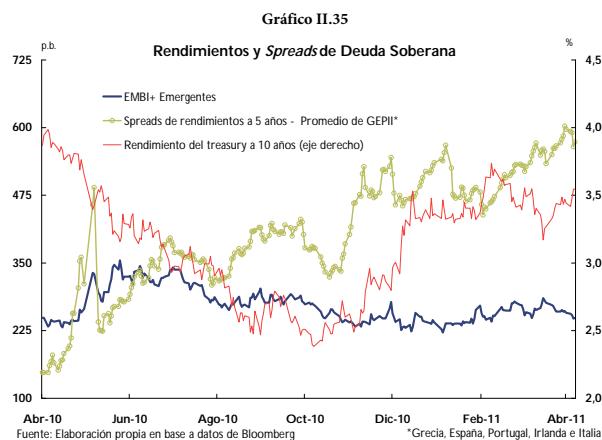
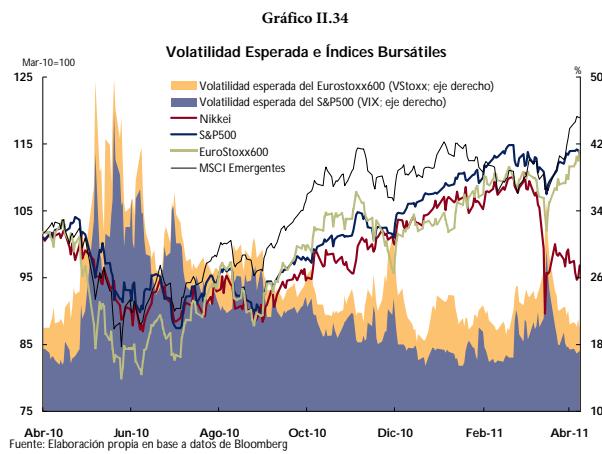
El panorama para lo que resta de 2011 es favorable para los precios de las materias primas, dado que se mantendrán el crecimiento de la economía mundial y los factores estructurales como la creciente demanda de alimentos y el desarrollo de la industria de biocombustibles. Adicionalmente, los factores climáticos seguirán presionando al alza de los precios por lo menos hasta mediados de 2011, sobre todo considerando el escenario actual de reducidos niveles de stocks. Finalmente, los conflictos geopolíticos continuarán imprimiendo volatilidad a las cotizaciones.

En este marco de continuas alzas de precios, volvieron a cobrar relevancia las discusiones en torno a las políticas nacionales de seguridad alimentaria y, al mismo tiempo, de coordinación global que permitan garantizar el acceso de la población más vulnerable a los alimentos y simultáneamente potencien la oferta (ver Apartado 4).



Fuente: BCRA

II.6 Mercados Financieros Internacionales y Flujos de Capitales



La crisis sociopolítica en Medio Oriente y el norte de África y el desastre natural en Japón llevaron a que en los primeros meses de 2011 se verificase una tendencia menos definida en los mercados, afectando el apetito por acciones y deuda de economías emergentes. Estos nuevos factores de riesgo se sumaron a los previamente existentes (como la crisis de la deuda en la zona del euro —que se agravó en marzo— y el impacto de medidas de política contractivas en economías de gran porte como la de China), generando una mayor incertidumbre pero sin llegar a provocar un cambio radical en la composición de las carteras de los inversores. De esta manera, el saldo en el primer trimestre del año terminó siendo positivo para los activos financieros de mayor riesgo relativo en Estados Unidos y las principales economías de Europa. En tanto, los activos financieros de economías emergentes registraron avances de precios más acotados y cierto debilitamiento, al menos transitorio, de los flujos de portafolio.

Mientras los índices bursátiles de Estados Unidos y Europa avanzaron entre 5% y 7% en dólares este trimestre, el agregado de las bolsas emergentes (índice *Morgan Stanley Capital Investments* —MSCI— Emergentes) cerró con un saldo positivo de menos de 2% (que implicó un importante recorte con respecto a la mejora de 7% del trimestre anterior). Para las bolsas de América Latina, el MSCI se mantuvo prácticamente estable, contra un crecimiento de más de 5% en los últimos tres meses de 2010. Esto se dio en un contexto cambiante en el cual llegaron a verificarse índices de volatilidad histórica y esperada por encima de los del trimestre anterior (ver Gráfico II.34), aunque por debajo de sus máximos históricos.

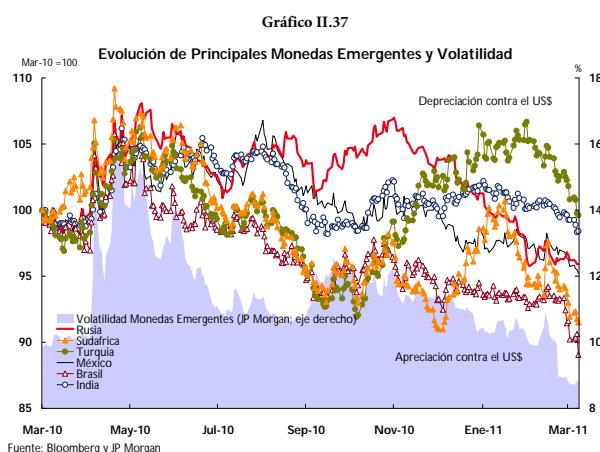
Por otra parte, en un escenario en el cual se frenó la tendencia a la suba de los rendimientos de los *Treasuries* de Estados Unidos a mayor plazo, los *spreads* de la deuda soberana emergente (según el *Emerging Market Bond Index Plus*; EMBI+) pasaron de contraerse casi 30 p.b. en el último trimestre de 2010 a subir más de 10 p.b. en los primeros tres meses de este año (20 p.b. para el EMBI+ América Latina). Sin embargo, estas variaciones fueron relativamente acotadas, al tiempo que se mantuvo un creciente patrón de diferenciación entre los márgenes de la deuda de las economías emergentes, por ejemplo, aquellos de economías de la zona del euro en situación más vulnerable (ver Gráfico II.35). A su vez, pese a los crecientes *spreads*, tanto desde una perspectiva trimestral como interanual, se incrementaron las colocaciones de deuda de economías emergentes en los mercados internacionales, con particular dinamismo de la deuda corporativa (ver Gráfico II.36).

En términos de flujos de portafolio, el direccionamiento de dinero a fondos de inversión especializados en acciones y deuda de economías emergentes se frenó transitoriamente en los primeros tres meses de 2011, tras registrar fuertes entradas netas en los dos trimestres previos. De hecho, los fondos que se dedican a acciones de empresas de economías emergentes pasaron a registrar salidas netas este trimestre. Esto coincidió con mayores flujos hacia acciones de economías desarrolladas (por ejemplo, de Estados Unidos), lo que fue interpretado como una manifestación de cierta rotación de activos en un contexto de creciente selectividad. Sin embargo, este fenómeno perdió fuerza hacia fines de marzo.

Pese a que se frenaron los flujos de corto plazo, las monedas de las economías emergentes cerraron el trimestre registrando en promedio una apreciación contra el dólar (ver Gráfico II.37). Esto se dio en el marco de una fuerte depreciación (6%) de la moneda norteamericana contra el euro, en parte debido al sesgo diferenciado de política entre el BCE y la Reserva Federal. Así, las monedas de las economías que conforman el grupo BRIC (Brasil, Rusia, India y China) siguieron apreciándose contra el dólar, sobresaliendo los casos de Rusia (con casi 7% de apreciación en un trimestre marcado por el fuerte avance del precio del petróleo) y Brasil (el real se fortaleció un 2% adicional).

Los flujos de Inversión Extrajera Directa (IED) mundiales crecieron 0,7% i.a. en 2010, alcanzando US\$1,12 billones. De esta manera, todavía representan 62% y 53% de los niveles de 2008 y 2007, respectivamente. En este contexto, las economías emergentes obtuvieron el año pasado el 53% del total de los flujos globales de IED, superando por primera vez a las avanzadas. Dentro de las regiones en desarrollo, el mayor aumento de la IED se observó en América Latina (21,1% i.a.), seguido del sureste de Asia (17,8%), en tanto que el nivel se mantuvo prácticamente inalterado en Europa Emergente (0,8%).

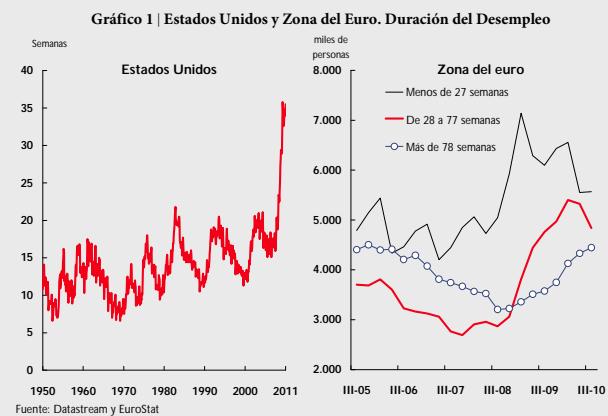
Las perspectivas para los activos de economías emergentes mejoraron en las últimas semanas, con inversores volviendo a focalizarse en su fortaleza relativa en términos de crecimiento, en un contexto de subas en los precios de las materias primas. Por su parte, la liquidez aún amplia en los mercados internacionales (pese a que algunas economías desarrolladas ya están dando las primeras señales de cambio progresivo en el sesgo de su política monetaria) sigue estimulando la búsqueda de rendimientos atractivos. Este fenómeno se intensificaría en la medida en que se esperan movimientos hacia tasas de interés más altas en las economías emergentes. Sin embargo, la activación de nuevos factores de riesgo en el primer trimestre del año (y la reacción de los mercados) evidencia que el contexto sigue siendo volátil.



Apartado 1 / Evolución del mercado de trabajo tras la reciente crisis internacional

La última crisis internacional puso a prueba al mercado de trabajo. El impacto de la disrupción económica afectó diferencialmente a la generalidad de las naciones avanzadas y emergentes, elevando significativamente las tasas de desempleo y su duración en la mayoría de los países desarrollados, acercándolas a sus máximos valores históricos y generando condiciones que impidieron una pronta recuperación. Por el contrario, en las economías emergentes la desocupación aumentó transitoriamente, en una menor cuantía que en las economías avanzadas y retornó rápidamente a los niveles previos a la crisis.

En varios de los países avanzados mientras que durante la recesión el incremento de la desocupación fue veloz y mayor que en otras crisis recientes, su recuperación posterior fue considerablemente más lenta, persistiendo el desempleo en niveles elevados durante un período prolongado. Esta dinámica se conoce como el fenómeno de la "histéresis del desempleo". El término proviene de la física y se refiere a la tendencia de un material a conservar una de sus propiedades en ausencia de la causa que la generó. Este concepto resulta útil para caracterizar la evolución reciente del desempleo en algunas economías avanzadas. Para entender la dinámica de histéresis en el mercado de trabajo resulta necesario estudiar las características y la composición del desempleo.

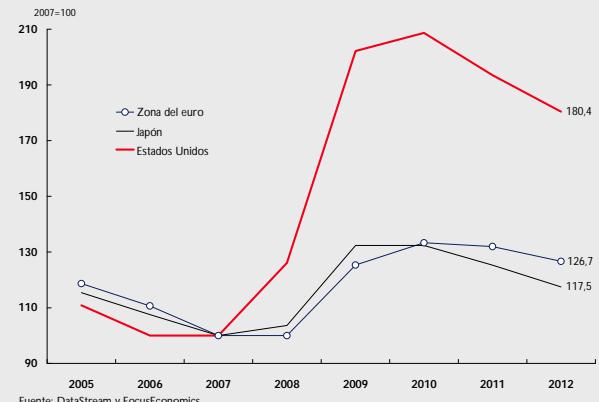


En Estados Unidos y en la zona del euro el desempleo alcanzó una duración promedio de 35 semanas, siendo éste el máximo valor de las últimas décadas para ambas economías (ver Gráfico 1). De continuar esta dinámica, el desempleo duradero podría dar lugar a la pérdida de habilidades laborales. De esta manera, la reincorporación posterior requerirá de cursos de reentrenamiento y capacitación, constituyéndose en un limitante para la normalización del mercado laboral.

Cabe destacar que los datos agregados de desempleo esconden grandes heterogeneidades entre países o estados, según el caso. En Europa, mientras que algunos países

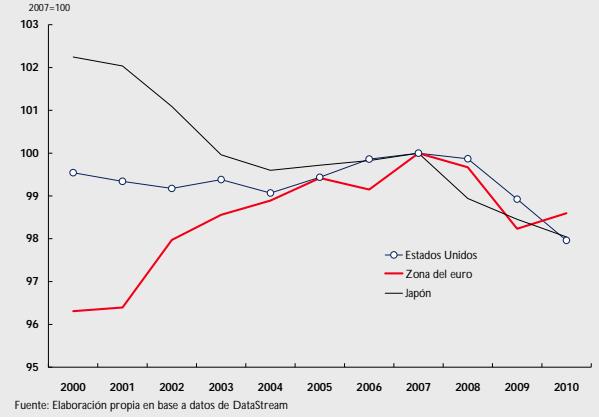
enfrentan ratios de desocupación cercanos al 20%, otros exhiben relaciones inferiores a 5%. En Estados Unidos, la dispersión del desempleo también es importante: algunos estados registran tasas inferiores a 5%, al tiempo que otros se ubican por encima del 14%.

Gráfico 2 | Regiones/Países Seleccionados. Tasa de Desocupación



En las economías avanzadas se observó una disminución de la Población Económicamente Activa (PEA), diferenciándose de lo ocurrido en los países emergentes. En Estados Unidos, la zona del euro y Japón durante el período de mayor intensidad de la crisis se observó una continua reducción de la PEA. En efecto, a medida que se incrementaba el desempleo en estas economías, descendía la cantidad de personas que buscaban activamente trabajo. Ante la dificultad generalizada y prolongada para conseguir un puesto de trabajo, muchas personas se desincentivaron y dejaron de buscarlo activamente, más aún en los países en los cuales existen sistemas de seguro de desempleo de amplio alcance y magnitud (ver Gráficos 2 y 3).

Gráfico 3 | Regiones/Países Seleccionados. Población Económicamente Activa

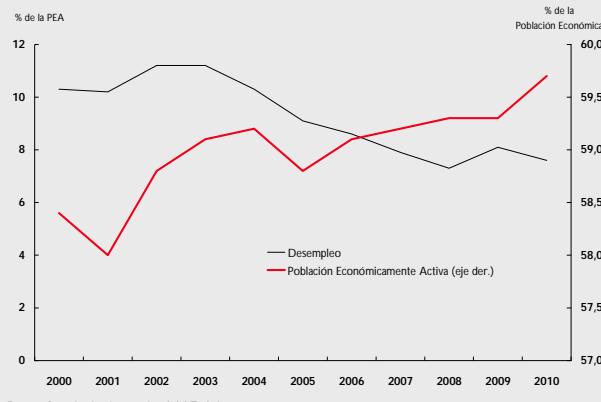


Históricamente el desempleo se mostró fuertemente correlacionado con el nivel de déficit público en la mayoría de las economías del mundo. En los países industrializados, la

asociación respondió a la dimensión del seguro de desempleo y a que, durante las recesiones, los ingresos tributarios actúan como un estabilizador automático de la economía.

A diferencia de lo ocurrido en el pasado, las economías emergentes mostraron solidez de las principales variables macroeconómicas durante la crisis. La mejora en las posiciones fiscal y externa, junto con el amplio nivel de Reservas Internacionales, permitió un mayor margen de uso de políticas anticíclicas, que fueron claves para amortiguar el impacto de la crisis internacional sobre la economía y, en particular, sobre el mercado de trabajo. Así, en las economías en desarrollo el deterioro de las condiciones laborales fue de corta duración y de menor magnitud. En contraste con la evolución descendente de la tasa de actividad de los países industrializados, en las regiones emergentes se observó un continuo incremento de la PEA. Estos factores permitieron que la tasa de desempleo retornara rápidamente a niveles observados con anterioridad a 2008.

Gráfico 4 | América Latina. Población Económicamente Activa y Desempleo

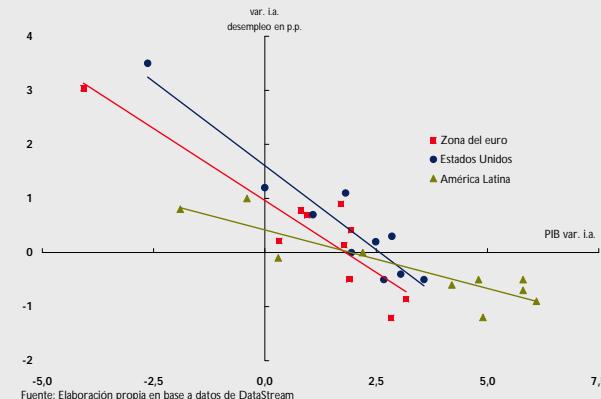


En particular, en América Latina la PEA registró una trayectoria relativamente creciente en los últimos años, con excepción de 2009, cuando se mantuvo sin cambios (ver Gráfico 4). Cabe destacar que entre los países de la región el grado de variabilidad de la tasa de desempleo es inferior al de las economías avanzadas. También se observa una fuerte correlación entre el déficit fiscal y el desempleo en América Latina. Sin embargo esta dinámica no obedeció tanto a los programas de contingencias laborales, que en la región son significativamente más acotados en cuanto a su alcance, sino que respondió a la implementación de políticas contracíclicas.

Durante la última década, en los principales países avanzados y en América Latina la relación entre crecimiento y desempleo fue fuerte, aunque con grados de sensibilidad diferentes. En contraste con la dinámica histórica, en los últimos 10 años la evolución del nivel de actividad tuvo mayor incidencia sobre la tasa de desocupación en los países avanzados que en América Latina. Del análisis de los datos de la última década se deduce que en los Estados Unidos y en la zona del euro, para lograr una reducción del desempleo de 1 punto porcentual (p.p.) de la PEA, el Pro-

ducto debería crecer cerca de 4% anual. En tanto, en América Latina, para una disminución de igual cuantía, sería necesario un crecimiento anual del PIB de 6,5%. Dado que en esta región la tasa de desempleo se encuentra en los niveles previos a la crisis, y en torno a su mínimo histórico, resulta necesario un mayor crecimiento para lograr una merma adicional en el desempleo (ver Gráfico 5).

Gráfico 5 | Regiones/Países Seleccionados. Relación Desempleo Crecimiento



La tasa de desocupación promedio de las principales economías avanzadas ascendió a 9% de la PEA en 2010 y se espera que, con el crecimiento del Producto previsto para este año, se reduzca a 8,6% durante 2011. En el caso de América Latina el desempleo se ubicó en 6,9% de la PEA en 2010 y se contraería a 6,7% en el curso de este año, en función de la expansión estimada para la actividad económica.

En resumen, los mercados de trabajo evolucionaron de modo diferente en las economías avanzadas y en las emergentes tras la profundización de la reciente crisis internacional. En contraste con lo ocurrido en las recesiones anteriores, en los industrializados el *shock* tuvo efectos de mayor magnitud y duración sobre la tasa de desempleo (fenómeno conocido como “histéresis”), debido principalmente a que éstos fueron el epicentro de la crisis. Asimismo, el comportamiento de la oferta laboral fue disímil entre las regiones analizadas, aumentando en los países emergentes y reduciéndose en los industrializados. El mejor desempeño de los países en desarrollo se debió, en parte, a que la implementación de medidas de carácter contracíclico en mercados internos fortalecidos con respecto a décadas anteriores permitió contrarrestar la caída de la demanda externa. Como corolario, durante la última crisis global, se observó una mayor elasticidad Producto-desempleo en las economías avanzadas.

III. Actividad Económica

III.1 Síntesis

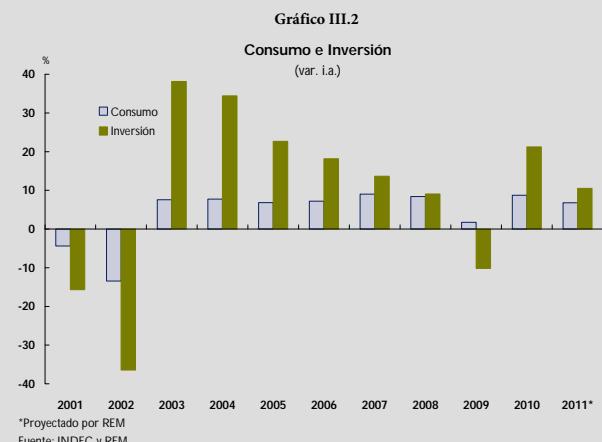
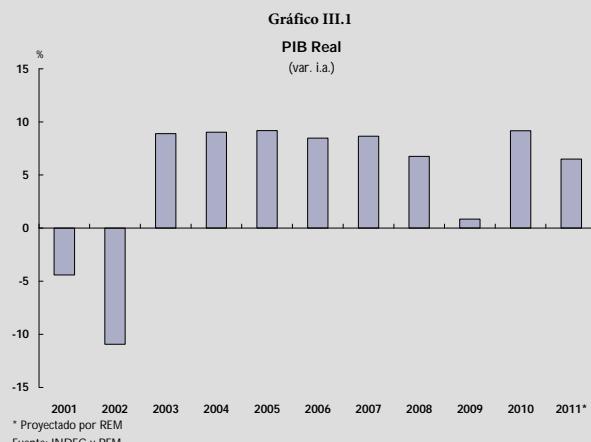
La actividad económica se expandió nuevamente en los primeros meses del año, impulsada por el incremento de la demanda interna. Para lo que resta de 2011 se espera que se mantenga la tendencia positiva que, en conjunto con un arrastre estadístico mayor al esperado con anterioridad, daría como resultado un aumento del Producto superior al 6,5%.

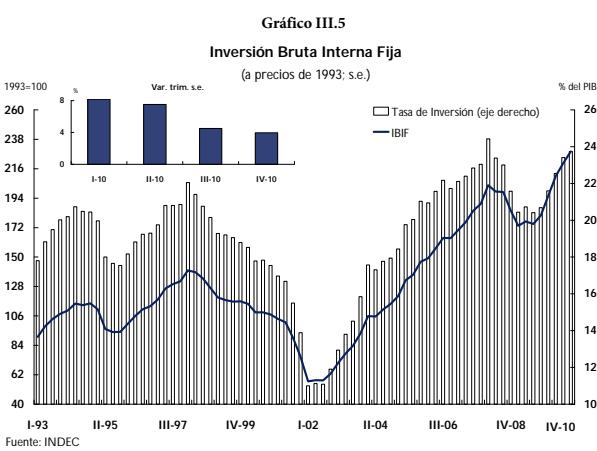
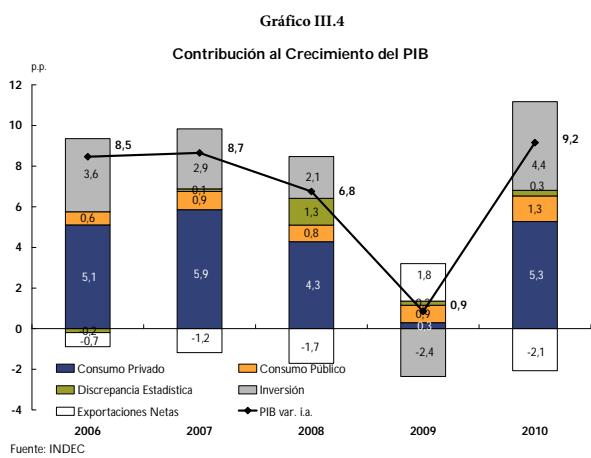
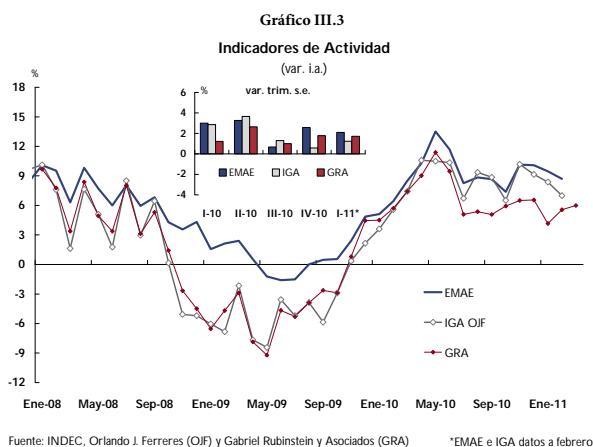
Desde el punto de vista de la demanda, el Consumo Privado fue el principal impulsor de la economía en el primer trimestre. La mayor confianza del consumidor, ante las expectativas favorables sobre la evolución del escenario macroeconómico y de la situación personal, y la continuidad del alza de los ingresos llevaron a las familias a seguir elevando sus gastos de consumo. Esta situación se vio favorecida por la suba de las transferencias públicas, por el aumento de la cobertura y la actualización de los montos, como la Asignación Universal por Hijo (AUH) y las jubilaciones y pensiones, y un mercado laboral dinámico, cuyos efectos se reflejarán con más fuerza en lo que resta del año. Adicionalmente, las condiciones en el mercado de crédito permitieron el alza de la financiación de las familias. Por su parte, el Consumo Público mantuvo su trayectoria expansiva, aunque a un ritmo más moderado que el año previo.

Consolidando el ciclo iniciado a mediados de 2009, la inversión siguió siendo el componente más dinámico de la demanda y ya se ubica en niveles similares a los previos de la profundización de la crisis internacional. Las empresas incrementaron los desembolsos en Equipo durable de producción para hacer frente a una demanda sostenida y a la necesidad de reponer stock de capital. En tanto, la inversión en Construcción ganó una renovada dinámica en los últimos meses a partir del gasto privado a lo que se le sumaría una nueva suba de la inversión pública. De este modo, se espera que la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) siga expandiéndose durante 2011 por encima del promedio de la economía, llevando la Tasa de Inversión a más de 23% del PIB.

Las exportaciones siguieron aumentando en los primeros meses de 2011, impulsadas por el incremento en los envíos de productos industriales y de productos primarios y sus derivados. Las importaciones también crecieron, alentadas principalmente por la adquisición de bienes intermedios, bienes de capital y combustibles para sostener la producción local. Como resultado, las Exportaciones Netas contribuyeron de manera negativa al Producto en lo transcurrido del año, situación que perduraría durante el resto de 2011.

Por el lado de la oferta, tanto la producción de bienes como de servicios registraron una fuerte expansión. La industria y la construcción fueron los sectores que impulsaron la producción de bienes. El sector agropecuario tuvo un aporte menor al del año previo ante la inferior expansión del sector agrícola. En cuanto a los servicios, el comercio mayorista y minorista y el transporte y las comunicaciones siguieron contribuyendo con fuerza al avance del sector, motorizados por la producción de bienes locales y el comercio internacional. A su vez, se destacó la mayor demanda de servicios de intermediación financiera y el incremento de las actividades empresariales.





III.2 Demanda

En el comienzo del año la actividad económica creció con fuerza, sosteniendo un ritmo similar al observado en 2010 (9,2% interanual —i.a.—; ver Gráfico III.3). El impulso provino de la absorción interna, ante los mayores niveles de consumo y de inversión.

El Consumo Privado continuó siendo el principal factor de expansión. El aumento de la confianza del consumidor y el incremento de los ingresos, alentó a las familias a elevar sus gastos de consumo. El Consumo Público mantuvo en el trimestre una contribución positiva, que en 2010 fue superior a la de los últimos años (ver Gráfico III.4).

La inversión fue nuevamente el componente más dinámico del gasto agregado. En los primeros meses del año se elevó a partir de un incremento en el gasto en maquinaria y equipo por parte de las empresas y por el inicio de nuevas obras en la construcción, provenientes tanto del sector privado como del sector público. De este modo, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) alcanzó valores récords y se espera que siga expandiéndose por encima del promedio de la economía, llevando la Tasa de Inversión a más de 23% del PIB (ver Gráfico III.5).

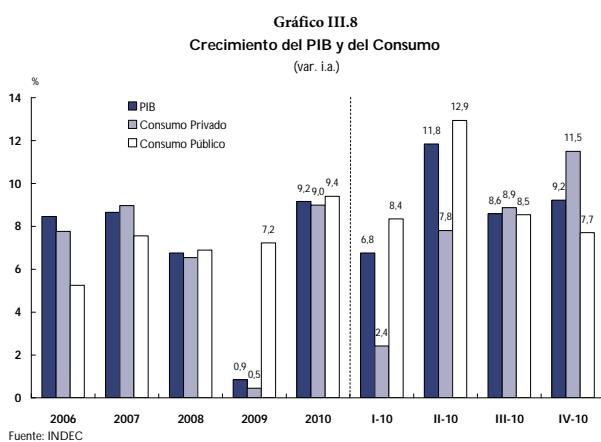
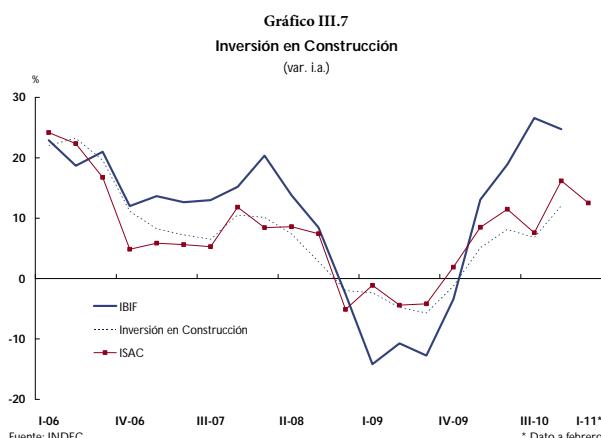
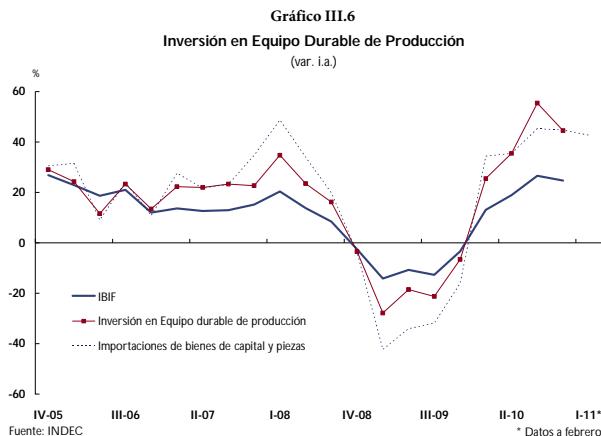
El sector externo en el inicio de 2011 mantiene una tendencia similar a la del año pasado con aporte negativo al PIB. Las cantidades exportadas siguieron aumentando, impulsadas por el incremento en los envíos de productos industriales y de productos primarios y sus derivados. Sin embargo, las cantidades importadas se elevaron en mayor magnitud, principalmente por la suba de las compras de bienes intermedios, bienes de capital y combustibles necesarios para sostener la producción local.

En lo que resta del año, la economía continuará en su sendero de crecimiento, disminuyendo el ritmo de expansión en relación a 2010. Considerando el arrastre estadístico de 3 puntos porcentuales (p.p.) del año pasado, se espera que el Producto crezca a una tasa superior al 6,5%.

Inversión

En los primeros meses del año, la inversión continuó con la tendencia positiva iniciada a fines de 2009 y permaneció como el componente más dinámico de la demanda.

El sostenido crecimiento de la demanda interna y externa, con el consiguiente aumento de la producción industrial, llevó a las empresas a seguir elevando el gasto en



nuevos bienes productivos para ampliar la oferta. El mayor incremento se registró en la adquisición de maquinaria y equipo, destacándose la compra de bienes importados, que creció en torno a 43% interanual (i.a.) en los primeros meses del año (ver Gráfico III.6).

En el trimestre siguió la ejecución del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario, en el que el Banco Central otorga fondos a largo plazo a las entidades financieras, reduciendo el costo de financiamiento para las empresas. Desde su puesta en marcha, se adjudicaron fondos por un total de \$1.257 millones, de los cuales \$687 millones fueron otorgados en el trimestre (ver Sección VII).

El gasto en Construcción también creció en el comienzo del año, aunque fue el componente de la IBIF que registró el ritmo de expansión más moderado (ver Gráfico III.7). El aumento en el inicio de nuevas obras por parte del sector privado estaría dando cuenta que el sector se presenta como una opción de inversión rentable. El mayor dinamismo se registró no obstante en las obras del sector público, con nuevas inversiones en infraestructura.

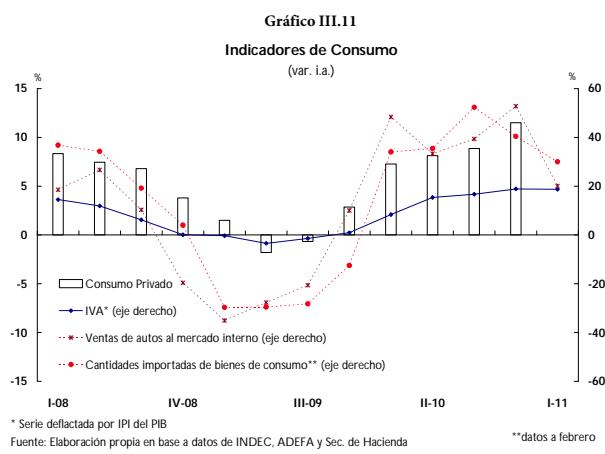
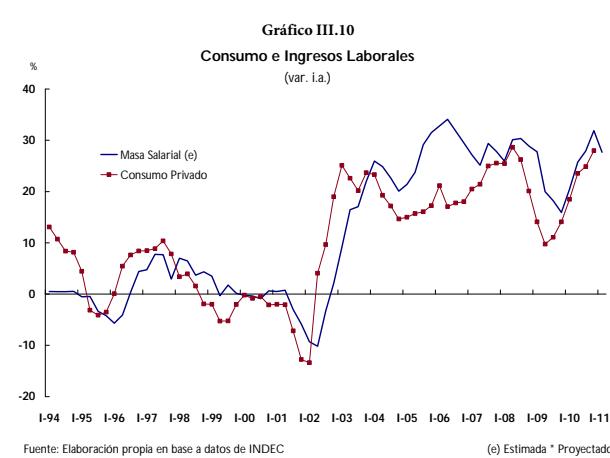
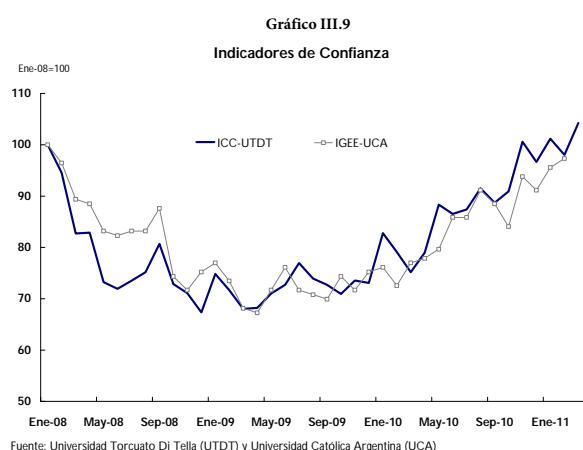
Para lo que resta de 2011, la IBIF seguiría en ascenso, alcanzando nuevos niveles récords. El gasto en Equipo durable moderaría su incremento, mientras que la Construcción mantendría un elevado ritmo de crecimiento, impulsada principalmente por la obra pública. En este contexto, la Tasa de Inversión continuaría en ascenso y superaría al 23% del PIB.

Consumo

El consumo comenzó el año con una marcada expansión, continuando con la tendencia de fines de 2010 (ver Gráfico III.8). De este modo, dada su elevada participación en el PIB, permaneció como el componente que generó la mayor contribución al crecimiento de la economía.

Las perspectivas positivas del escenario macroeconómico, las condiciones favorables del mercado laboral y el incremento de los ingresos mejoraron las expectativas de los consumidores y alentaron a las familias a seguir elevando sus gastos de consumo. Esta situación se vio reflejada en los índices de confianza del consumidor, que registraron en marzo últimos máximos de los últimos cuatro años (ver Gráfico III.9).

Como consecuencia del aumento sostenido de los salarios y el empleo, la participación de la masa salarial en el PIB alcanzó niveles récord en el actual ciclo económico.



Se prevé que esta tendencia continúe en 2011 (ver Gráfico III.10). Asimismo, siguieron elevándose las transferencias gubernamentales, como la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH) y los pagos a jubilados y pensionados. En particular, el monto otorgado por la AUH se incrementó a \$220 por hijo en septiembre pasado, un 22% superior al valor vigente en el primer trimestre de 2010. En tanto, por la aplicación de la Ley de Movilidad Previsional, en marzo del corriente año se estableció un aumento de las remuneraciones previsionales de 17,3% y acumulan una suba en los últimos doce meses de más de 37%. También contribuirá más adelante en el consumo, el incremento del mínimo no imponible del impuesto a las Ganancias y la ampliación de la cobertura de la AUH, al incluir como beneficiarias a las mujeres embarazadas (ver Sección VI).

Adicionalmente, se observó una suba en el nivel de endeudamiento de las familias. Tanto los préstamos personales como las financiaciones con tarjeta de crédito crecieron 8,6% y 6,0% respectivamente en el primer trimestre de 2011 respecto a fines de 2010. Aún así, el endeudamiento de las familias continúa en niveles reducidos, de acuerdo con la comparación tanto con otros períodos como en términos internacionales³.

El incremento del consumo fue generalizado, destacándose las mayores compras de bienes durables, como los autos y los electrodomésticos. Las ventas nominales en supermercados y en centros de compras crecieron a tasas de dos dígitos, mientras que la importación de bienes de consumo aumentó en torno a 30% i.a. (ver Gráfico III.11).

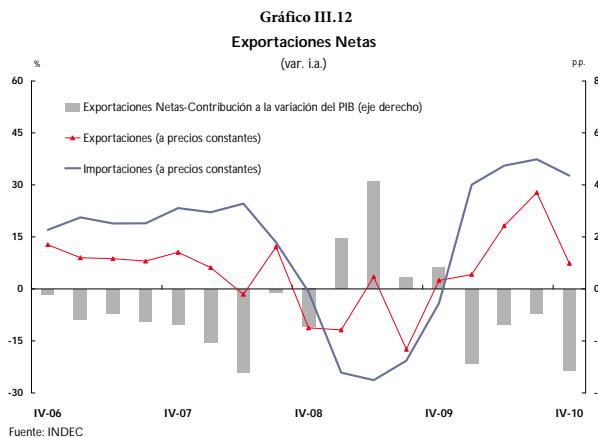
Durante el resto de 2011, el Consumo Privado seguiría expandiéndose a un ritmo elevado, ante las perspectivas positivas y los ingresos crecientes, permaneciendo como el principal impulsor del PIB.

Exportaciones Netas

El incremento de la actividad local en los primeros meses del año impulsó la suba de las cantidades importadas a tasas superiores a las de las ventas al exterior. Como resultado, las Exportaciones Netas contribuyeron de manera negativa al Producto, al igual que durante 2010 (ver Gráfico III.12).

Las cantidades exportadas se incrementaron en torno al 13% i.a. en el primer bimestre, fundamentalmente por la suba de los Productos Primarios (34% i.a.), entre los que se destaca el trigo. Las Manufacturas de Origen Industrial

³ Para mayor información consultar la edición de marzo de 2011 del Boletín de Estabilidad Financiera (BEF) del BCRA.
<http://www.bcra.gov.ar/estfin/efi020100.asp>



(MOI) aumentaron 12% i.a. en el período, ligadas en mayor medida al alza en las ventas de vehículos automóviles. Las exportaciones de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) se elevaron con menos fuerza, mientras que se redujeron aún más las ventas de combustibles (ver Sección V).

Por su parte, las cantidades importadas crecieron 33% i.a. en los primeros meses del año, alentadas por la adquisición de bienes de capital y sus piezas y de bienes intermedios. En tanto las importaciones de combustibles y lubricantes se elevaron con fuerza (126% i.a.), para sostener la producción local.

En lo que resta de 2011, se espera que la inversión y el consumo sigan impulsando a las importaciones, a un ritmo superior al de las ventas al resto del mundo. De este modo, se prevé que este año el sector externo vuelve a contribuir en forma negativa a la expansión del Producto.

III.3 Comportamiento de la Oferta

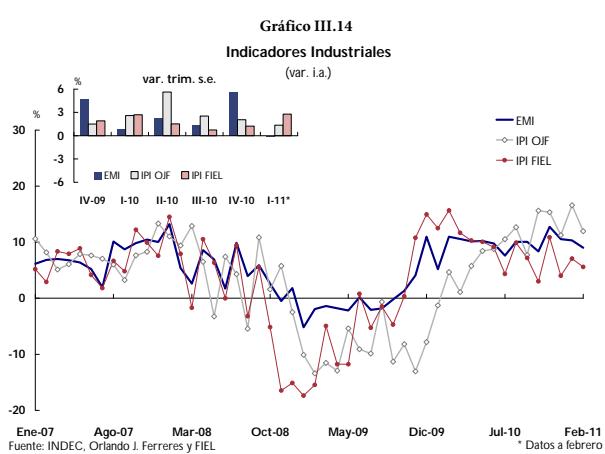
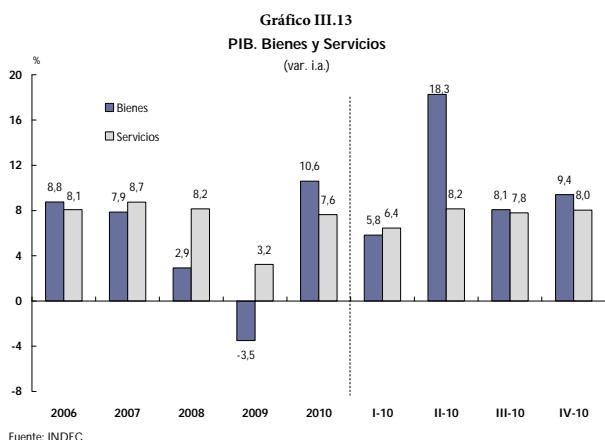
El incremento de la actividad económica local desde inicios de año superó lo previsto. Tanto la producción de bienes como de servicios se expandieron en torno al 9% i.a. en el primer trimestre del año y a un ritmo balanceado, tendencia similar a la registrada desde mediados de 2010 (ver Gráfico III.13).

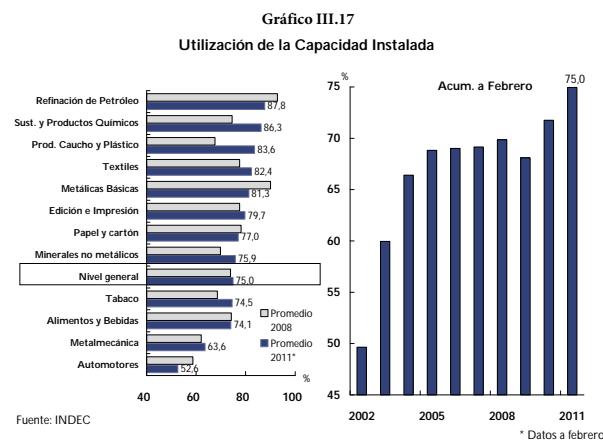
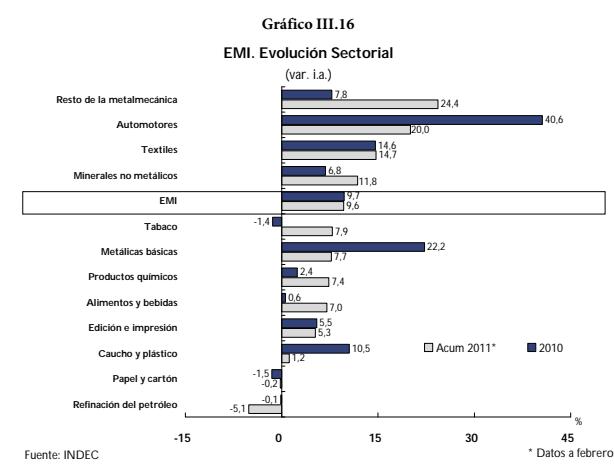
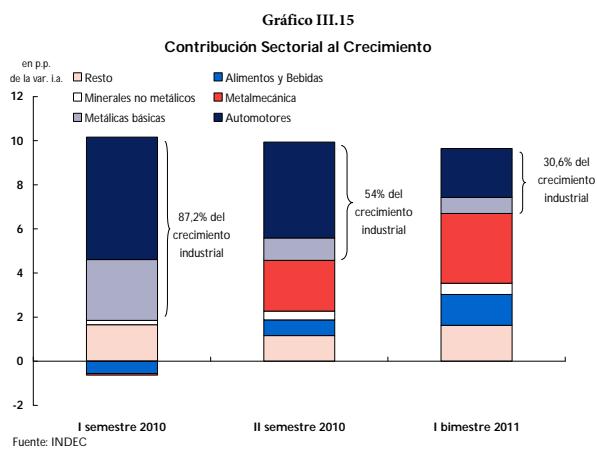
La industria y la construcción fueron los que impulsaron mayormente la producción de bienes. El sector agropecuario tuvo un aporte menor, mostrando un aumento de la actividad agrícola compensado parcialmente por la caída de la ganadería.

El comercio mayorista y minorista y el transporte y las comunicaciones siguieron contribuyendo con fuerza al alza de los servicios, motorizados por la industria, la agricultura y el comercio internacional. A su vez, se destacó la mayor demanda de servicios de intermediación financiera y el incremento de las actividades empresariales.

Industria

El sector industrial creció más de 9% i.a. en los primeros meses del año, y continuó con la tendencia favorable exhibida desde el segundo trimestre de 2009. El aumento sostenido del gasto interno y el incremento de la demanda internacional impulsaron a las empresas a elevar nuevamente los niveles de producción. En igual sentido habría actuado el adelantamiento de la producción de algunos sectores ante la mayor disponibilidad de insumos energéticos en los primeros meses del año. Como resultado, el sector se mantuvo como uno de los principales motores





de la expansión económica, situación que se espera que continúe en lo que resta del año (ver Gráfico III.14).

En lo que respecta a los sectores industriales, más de 80% registraron un crecimiento interanual en el transcurso de 2011, observándose una menor concentración del crecimiento con respecto al año pasado. En particular, se destaca el mayor aporte observado de sectores destinados al consumo interno y los relacionados con el sector agrícola (ver Gráficos III.15 y III.16).

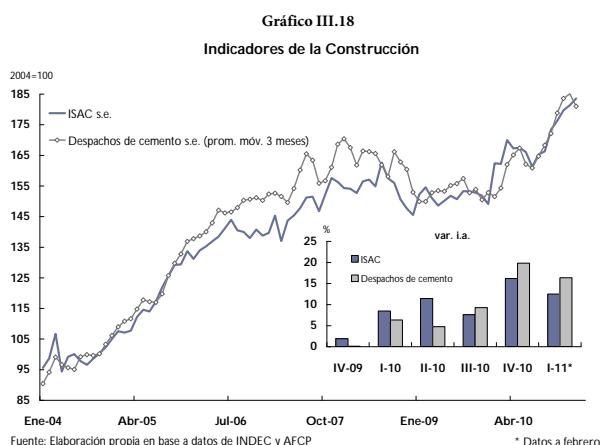
La industria metalmecánica fue la que exhibió la mayor suba en el año, ligada a la producción de maquinaria agrícola, electrodomésticos y bienes de capital en general. El sector automotor también se expandió con fuerza, aunque, en línea con lo previsto, redujo el ritmo de crecimiento en relación al año pasado, ante la mayor base de comparación. Las exportaciones de autos, principalmente a Brasil, alentaron al sector mientras que las ventas al mercado local contribuyeron aunque en menor cuantía.

El sector textil también elevó la producción, al igual que las industrias de metales básicos y de alimentos. El aumento de alrededor de 7% i.a. de la industria alimenticia fue resultado del incremento en la molienda de cereales y oleaginosas y la elaboración de lácteos y de bebidas, mientras que la producción de carnes rojas siguió descendiendo.

A su vez, se observó un crecimiento de la actividad en sectores intensivos en energía, probablemente en parte anticipando producción a fin de reducir los costos operativos que serían más elevados durante el invierno. Tal es el caso de la producción de minerales no metálicos, productos químicos y caucho y plástico.

La utilización de la capacidad instalada (UCI) acompañó al aumento de la actividad. La UCI de la industria alcanzó niveles récord para el primer bimestre del año, a pesar de la caída estacional vinculada a vacaciones y paradas de planta por mantenimiento (ver Gráfico III.17). Esto respondería en parte al adelantamiento de cierta producción mencionado previamente. Asimismo, se registraron máximos en febrero en algunos sectores, tales como textiles (89%), químicos (91%), metalmecánica (70%), caucho y plástico (90%) y minerales no metálicos (78%). Más allá del aumento de la inversión y de la productividad en la industria que permitieron expandir la capacidad de producción, el uso de esta última se ubica en niveles elevados, reflejando la necesidad de continuar incrementando el gasto en capital (ver Apartado 2).

Para el resto de 2011 se prevé que la industria siga presentando una sostenida expansión, alentada por el crecimien-

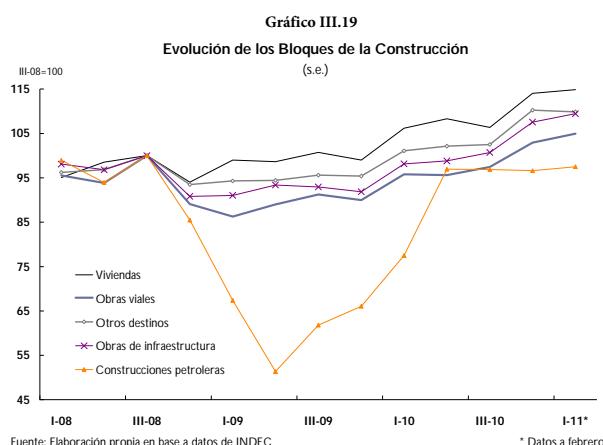


to de la demanda agregada. Sin embargo, se espera una desaceleración interanual ante la mayor base de comparación.

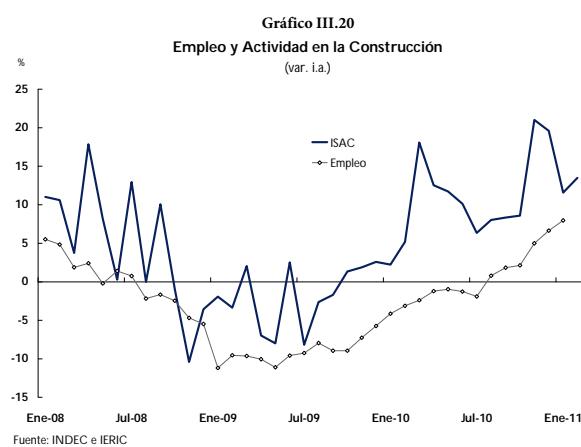
Construcción

El sector de la construcción aceleró su expansión en el primer trimestre de 2011 y superó los niveles récord de actividad registrados el año pasado (ver Gráfico III.18). El sector se presenta como una atractiva alternativa de inversión, por lo que es probable que los beneficios excedentes derivados de otros sectores se apliquen a iniciar nuevas obras en algunos casos. De este modo, se espera que en lo que resta de 2011 la construcción continúe creciendo a un ritmo semejante al exhibido durante 2010, alentado a su vez por las inversiones del sector público.

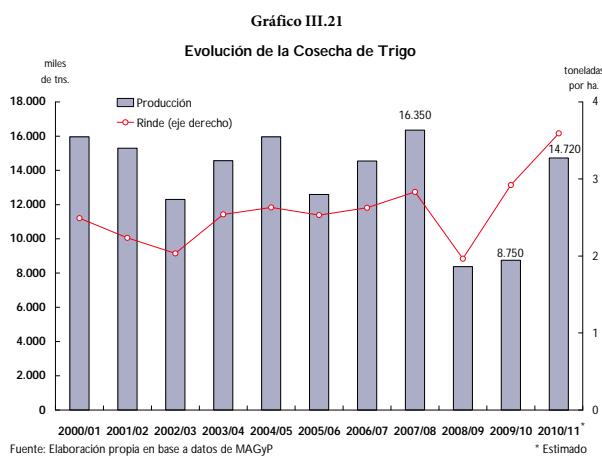
El crecimiento del sector fue generalizado a los distintos tipos de obra, ubicándose todos los segmentos en el inicio de 2011 en niveles superiores a igual período del año pasado. Sin embargo, las construcciones vinculadas al sector público son las que presentaron el mayor dinamismo en el trimestre (ver Gráfico III.19). Las obras de infraestructura y viales superaron los niveles *récords* de fines del año pasado, reflejándose en un aumento de los despachos de asfalto y de cemento a granel, asociados a las obras de gran porte. En cuanto a las construcciones vinculadas principalmente al sector privado el comportamiento es heterogéneo. Las viviendas siguieron en moderado ascenso, al igual que las construcciones petroleras, que continuaron recuperándose de la baja de 2009. Contrariamente, las edificaciones con fines industriales y comerciales disminuyeron levemente, a pesar de la expansión de la actividad en esos sectores.



Acompañando la evolución sectorial, el empleo formal en la construcción continuó con su tendencia creciente, consolidando la recuperación observada desde los últimos dos trimestres de 2010. A partir de agosto pasado la cantidad de puestos laborales registrados en la construcción comenzó a exhibir tasas de crecimiento interanuales positivas, que se aceleraron hasta 8% i.a. en enero último (ver Gráfico III.20). No obstante, la cantidad de trabajadores formales en el sector aún permanece por debajo del máximo alcanzado en el último trimestre de 2007.



Las perspectivas para lo que resta de 2011 son positivas, y se prevé una expansión de la actividad semejante a la de 2010. Los permisos de edificación crecieron en términos interanuales de forma ininterrumpida desde noviembre pasado, y acumularon un aumento de 29% i.a. en el primer bimestre de 2011. Adicionalmente, de acuerdo a la encuesta cualitativa a los empresarios del sector realizada por el INDEC, tanto los empresarios que realizan obras



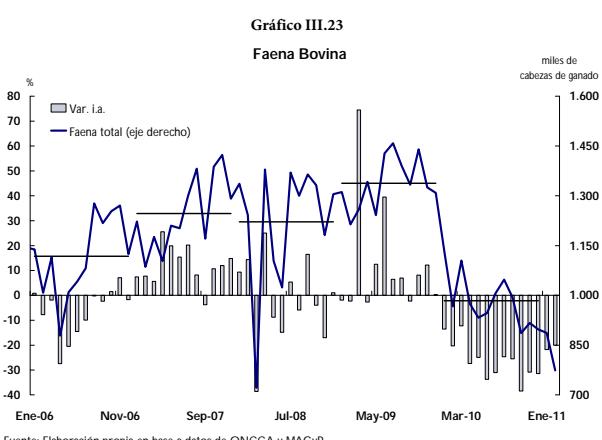
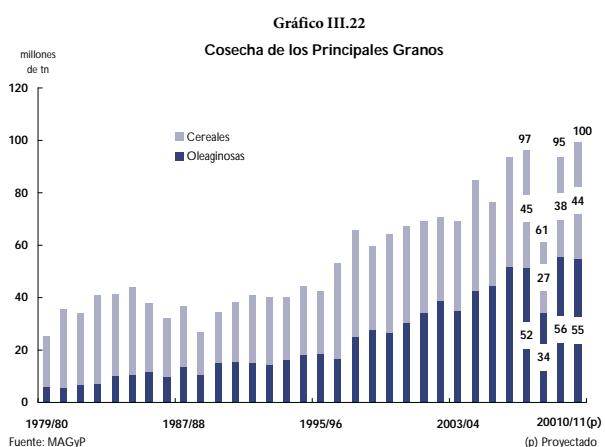
públicas como los que realizan obras privadas esperan una mayor actividad en los próximos meses.

Sector Agropecuario

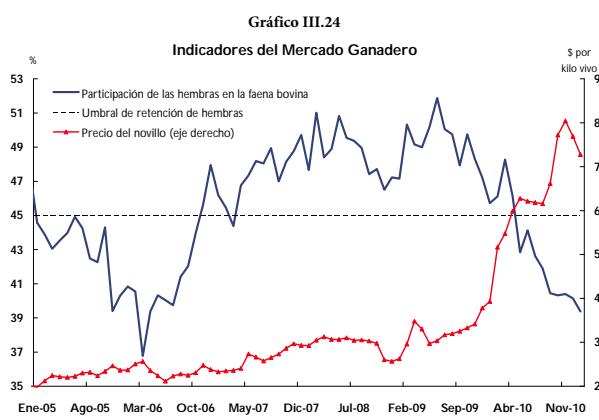
El sector agropecuario incrementó su actividad en el primer trimestre de 2011, manteniendo las heterogeneidades al interior de las ramas que lo componen. La producción agrícola exhibió nuevamente un aumento, superior al previsto con anterioridad, mientras que la ganadería registró una caída.

La evolución favorable del sector agrícola en el inicio de año respondió al desarrollo de las actividades vinculadas a la cosecha de grano fino de la campaña 2010/11. En particular, finalizó la cosecha de trigo con un aumento de 68,2% en relación a los volúmenes obtenidos en la campaña pasada afectada por la sequía, al alcanzar las 14,72 millones de toneladas (ver Gráfico III.21). El incremento fue resultado de un fuerte crecimiento de los rendimientos, que se ubicaron en un máximo histórico, aún por encima de la cosecha récord de 2007/08. Por su parte, la producción de cebada cervecera de 2,96 millones de toneladas más que duplicó a la recolección del ciclo previo (+118%), con rendimientos en valores récords, mientras que la cosecha de girasol registró un significativo grado de avance en el primer trimestre (93%), y se estima una producción de 3,7 millones de toneladas (+59,5%).

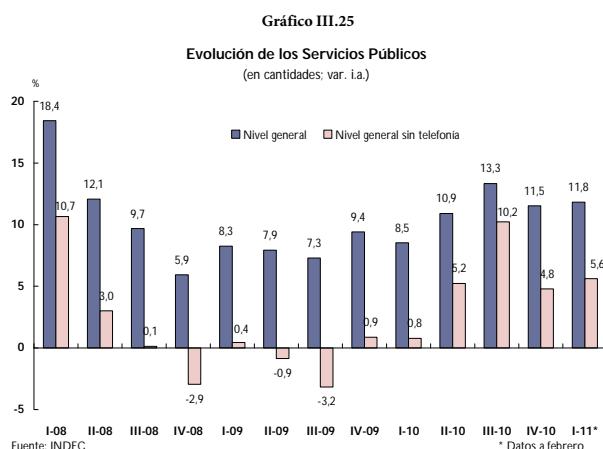
Contrariamente, las condiciones climáticas desfavorables provocadas por el efecto de “La Niña”, con precipitaciones por debajo de lo normal entre octubre y enero pasado, impactaron sobre los rendimientos del cultivo de maíz y en menor medida a la soja. Esta situación, que afectó moderadamente la actividad en el primer trimestre, se verá reflejada con más fuerza en la actividad agrícola a mitad de año, cuando es mayor el impacto de estos cultivos sobre el valor agregado sectorial. La recolección de maíz alcanzaría las 20,5 millones de toneladas (-9,6% en relación al ciclo previo), afectada por la caída de los rendimientos (-19,1%) que no fue compensada por el aumento del área sembrada. En tanto, el efecto negativo fue menor al previsto con anterioridad y la producción de soja alcanzaría las 50 millones de toneladas, 5,1% por debajo de la campaña anterior, con una reducción de los rendimientos de 6,9%. No obstante, la cosecha de los principales granos alcanzaría un nuevo máximo, al superar en 2,4% a la obtenida en el ciclo 2007/08 (ver Gráfico III.22).



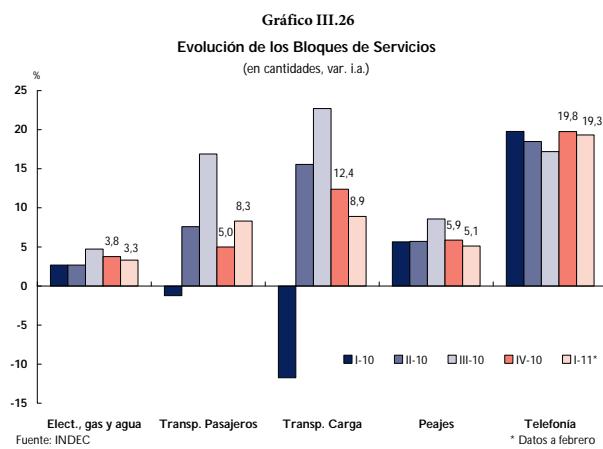
El sector pecuario volvió disminuir la actividad en el primer trimestre de 2011, con una baja en torno a 20% de la cantidad de animales faenados en relación a igual período del año previo (ver Gráfico III.23). La escasez de hacienda enviada al matadero respondería al inicio de un ciclo de



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Mercado de Liniers y ONCCA



Fuente: INDEC



Fuente: INDEC

retención de los productores, ante la faena récord de 2008-2009, e incentivado por el aumento del precio del ganado en pie iniciado en 2010 (ver Gráfico III.24). Como resultado, se espera que continúe la faena en niveles reducidos para lo que resta de 2011.

Por su parte, la producción de leche volvió a crecer en el primer trimestre de 2011, continuando con la tendencia de los períodos previos. La recomposición de los precios durante 2010 incentivó a los productores a realizar inversiones en infraestructura de tambos, corrales, ampliaciones y en mejora genética, por lo que se espera que la producción continúe en alza en lo que resta del año.

Servicios

El consumo de servicios públicos sostuvo su expansión en el primer trimestre de 2011 en torno a 12% i.a., superando los niveles récords alcanzados a finales del año pasado. El aumento de la producción de bienes y el alza del turismo y el comercio internacional impulsaron a este sector, tendencia que continuaría en lo que resta de 2011 (ver Gráfico III.25).

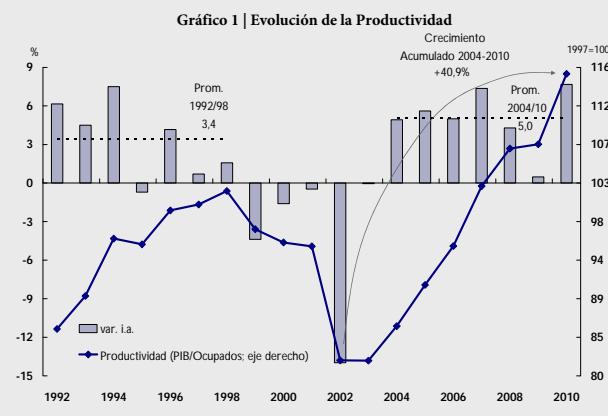
La telefonía volvió a ser la principal impulsora del crecimiento de los servicios en el trimestre con un alza de 19,3% i.a. (ver Gráfico III.26). Las comunicaciones por celular permanecieron como un factor clave del desempeño de este rubro, con un alza significativa de las llamadas y del envío de los mensajes de texto. El uso de la telefonía fija se incrementó en menor magnitud, tanto las llamadas urbanas como interurbanas.

El resto de los servicios acompañó el crecimiento interanual en el trimestre. El transporte de carga aumentó nuevamente, beneficiado por el dinamismo del sector agrícola, la industria y las actividades comerciales. También se incrementó el transporte de pasajeros, principalmente por el alza del transporte aéreo internacional y en menor medida del servicio de cabotaje, en un contexto de marcada expansión del turismo. En tanto, el uso de peajes mostró un menor aumento, al igual que el suministro de electricidad, gas y agua.

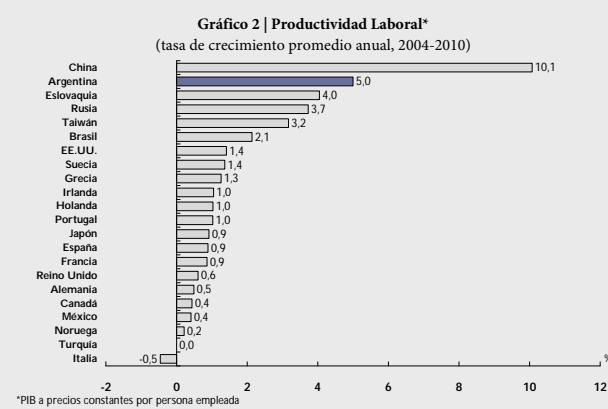
En los próximos meses de 2011, el consumo de servicios continuaría elevándose, acompañando la evolución de la producción de bienes. La industria seguirá favoreciendo al aumento del transporte de carga, de la energía y de las actividades comerciales. Asimismo, el turismo continuaría siendo un factor de expansión, determinando un incremento de la demanda de servicios turísticos, como hoteles y restaurantes, así como de comercio minorista y de servicios de intermediación financiera.

Apartado 2 / Evolución reciente de la productividad en Argentina

En los años recientes la economía argentina ha conseguido elevar significativamente la productividad total, ubicándose como una de las economías de mayor crecimiento a nivel mundial. El cambio en los precios relativos originado en la devaluación de la moneda en 2002 y la existencia de un tipo de cambio competitivo favoreció a elevar la productividad mediante la inversión en desarrollo humano y en nuevos equipos. A pesar de ello, aún persiste una importante brecha en la productividad con respecto a los países de frontera que debiera seguir reduciéndose para elevar la capacidad productiva de la economía y asegurar la tendencia de crecimiento a largo plazo.

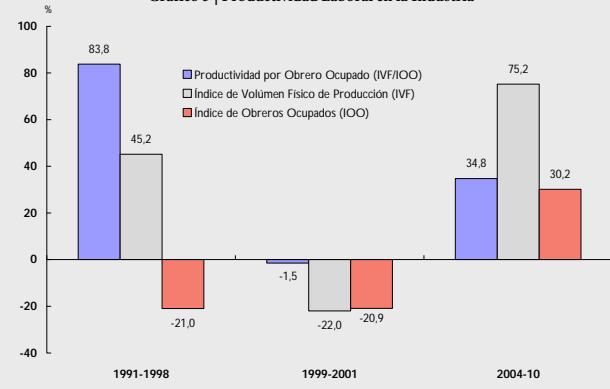


Tomando como medida de productividad al PIB a precios constantes en relación a la cantidad de ocupados, no se observa una tendencia uniforme durante la década del noventa. Mientras que en los primeros años creció levemente, hacia mediados de los noventa exhibió una marcada disminución. Sin embargo, el actual ciclo expansivo es caracterizado por un cambio en la dinámica de la productividad. En particular, acumuló un incremento de 40,9% desde el año 2004 hasta el 2010, superando al máximo previo de la serie alcanzado en 1998 (ver Gráfico 1).



Para el período 2004-10 Argentina se posicionó entre los países con tasa de crecimiento promedio anual de la productividad por ocupado más elevada (5%), superando el aumento exhibido por varios de los países emergentes de fuerte crecimiento económico (ver Gráfico 2). De este modo, ubicándose por debajo de China, que registró una suba promedio anual en la productividad laboral de 10,1%, superó a Rusia (3,7%), Taiwán (3,2%) y Brasil (2,1%).

Gráfico 3 | Productividad Laboral en la Industria



Particularmente, entre los años 1991 y 1998, período en el cual la economía acumuló una suba del 54%, la productividad por ocupado en la industria se elevó 83,8% y exhibió una tasa de crecimiento promedio anual de 7,9%. Sin embargo, este incremento estuvo ligado a un aumento promedio anual de 4,8% de la producción industrial y a una caída de 2,9% de la cantidad de obreros empleados en el sector manufacturero. De este modo, las ganancias de productividad obedecieron a una sustitución entre los factores, con una acumulación del capital y una destrucción de los puestos de trabajo (ver Gráfico 3).

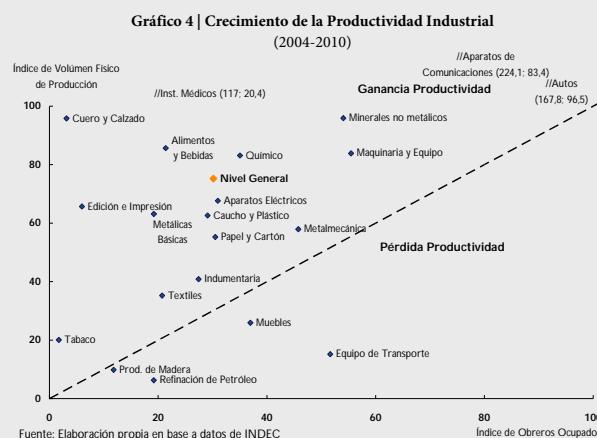
Contrariamente, entre los años 2004 y 2010 la industria acumuló una suba de la productividad de 34,8% (una tasa de crecimiento promedio anual de 4,4%), con un alza de la producción industrial del 8,3% anual acompañada de una suba promedio por año de 3,8% de la cantidad de empleados⁴. Este importante aumento de la mano de obra sectorial se produjo en un marco de creciente utilización de la capacidad instalada asociado al incremento de la demanda interna así como a la mayor demanda del resto del mundo por productos industriales de origen nacional.

La diferencia más significativa con la década del noventa, que permite explicar el mayor aumento de la productividad de la economía, reside en el liderazgo de la producción de

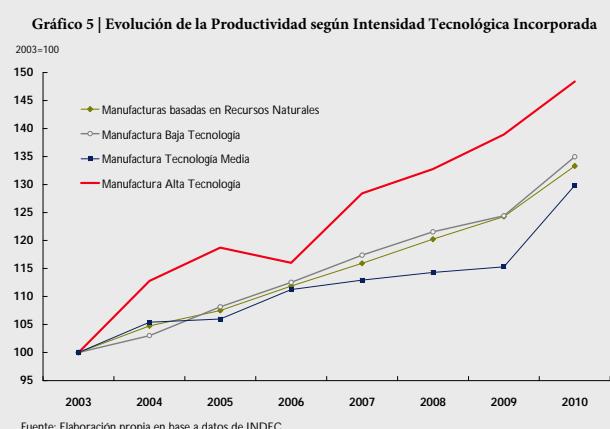
⁴ Si bien el análisis de la productividad en la industria no contempla el efecto generado por la tercerización de los servicios, éste queda considerado al analizar la productividad de la economía en su conjunto.

bienes transables y en el incremento de la apertura comercial en un contexto de mayor competitividad precio.

La ganancia de productividad en el actual ciclo se observó en la mayoría de los sectores industriales (ver Gráfico 4). Una característica distintiva de este proceso es que el crecimiento de la producción fue generalizado a todos los sectores al igual que la cantidad de obreros ocupados en cada uno de ellos.

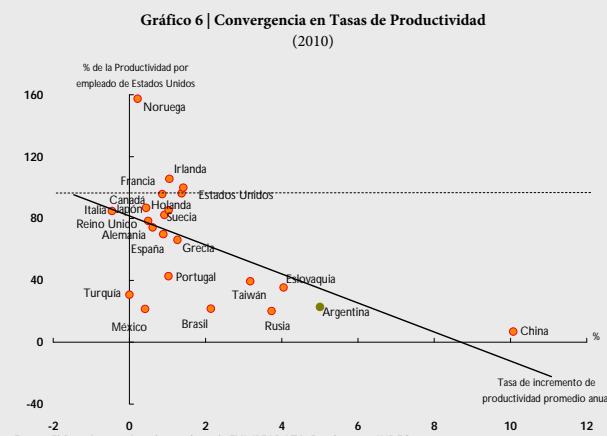


Clasificando a los distintos sectores según el grado de intensidad tecnológica incorporada en el proceso productivo, se observa que los bienes con mayor componente tecnológico son los que registraron el crecimiento de productividad más significativo en el período 2004-2010 (ver Gráfico 5). En particular, la productividad en la fabricación de las manufacturas de alta tecnología creció 48% en el período, ante la suba en instrumentos médicos (81,4%), aparatos de comunicación (78,1%) y maquinaria y aparatos electrónicos (28,3%). Le siguió en ganancia de productividad la producción de manufacturas de tecnología baja (35%), vinculado al aumento en calzado y cueros (90,1%), edición e impresión (56,5%) y productos de caucho y plástico (26%).



La productividad en las manufacturas basadas en recursos naturales se elevó 33%, con aumentos destacados en la producción de alimentos y bebidas (53,3%) y de minerales no metálicos (27,4%), mientras que la productividad en las manufacturas de tecnología media creció 30%, por el aumento en metálicas básicas (36,7%), autos (35,9%) y químicos (35,6%).

Como resultado del análisis anterior, puede observarse que tanto los sectores que destinan mayormente su producción al mercado local como también aquellos con un grado elevado de exposición a la competencia internacional exhibieron una suba de la productividad en los últimos años. Este incremento resulta en una mejora de las ventajas competitivas de la industria local, permitiendo reducir la vulnerabilidad externa de la economía argentina. Sin embargo, a pesar de las ganancias obtenidas, aún restan avances por realizar a fin de acercar a los distintos sectores al estado del arte global (ver Gráfico 6).



En la etapa de desarrollo industrial en que se ubica la economía local, aún distante de la frontera, es necesario continuar con la estrategia de ampliar la base de inversión. En este aspecto, cobran fundamental relevancia las políticas de orden microeconómico, tales como el incremento de la oferta de financiamiento, la limitación de las prácticas de *dumping* que favorezcan el crecimiento de las importaciones en detrimento de la industria nacional y la consecución de un tipo de cambio real que permita el desarrollo de las industrias no tradicionales.

IV. Empleo y Salarios

IV.1 Síntesis

El escenario de fuerte crecimiento económico y las perspectivas favorables siguen impulsando al mercado laboral, dando lugar a que la tasa de desempleo permanezca en una senda descendente, retrotrayendo dicho indicador al nivel observado a fines de 2008.

En el primer trimestre del año la Tasa de Desocupación habría disminuido nuevamente en términos interanuales (i.a.), siguiendo la tendencia del cuarto trimestre de 2010 cuando se ubicó en 7,3% de la Población Económicamente Activa (PEA), registrando una baja de 1,1 puntos porcentuales (p.p.) respecto al año previo. A su vez, también se redujo la Tasa de Desocupación abierta (desocupados + subocupados demandantes) hasta 12,8% de la PEA, marcando el menor valor de los últimos 20 años.

La Tasa de Empleo se mantuvo en torno a los máximos valores de la serie, tras ubicarse en el cuarto trimestre en 42,4%. Entre octubre y diciembre se acentuó el progreso en la calidad de ocupación con un fuerte incremento en la cantidad de empleos plenos y una considerable reducción en la subocupación. Además, en un contexto de crecimiento de la actividad económica, la relación laboral formal consolidó su recuperación, elevándose por cuarto período consecutivo. Así, la tasa de informalidad de la economía disminuyó significativamente, hasta 33,7% de los ocupados asalariados desde el 49,5% de fines de 2003.

Por su parte, en el cuarto trimestre la Tasa de Actividad bajó 0,5 p.p. i.a. hasta 45,8%, en un marco donde el ingreso de personas al mercado laboral se interrumpió, marcando un descenso de la PEA de 0,2% i.a. que se concentró principalmente en el Gran Buenos Aires (GBA), reflejando la madurez del mercado laboral.

Para el presente año, se prevén nuevas mejoras de las condiciones laborales, con empleo de mayor calidad, en un contexto donde el descenso de la Tasa de Desocupación se moderaría. En un mercado que ha recuperado la intensidad laboral es de esperar que la demanda de nuevas posiciones laborales siga incrementándose, como se evidencia en las diversas encuestas de expectativas de empleo y de demanda laboral.

En cuanto a los ingresos, en 2010 las negociaciones salariales nominales finalizaron por encima de las alcanzadas durante los años previos. En tanto, para 2011 la generalidad de los acuerdos salariales aún están en negociación, marcando un retraso respecto del estado de avance un año atrás. Los acuerdos salariales que ya fueron firmados exhiben una dispersión en las subas pactadas.

Gráfico IV.1
Tasa de Desocupación

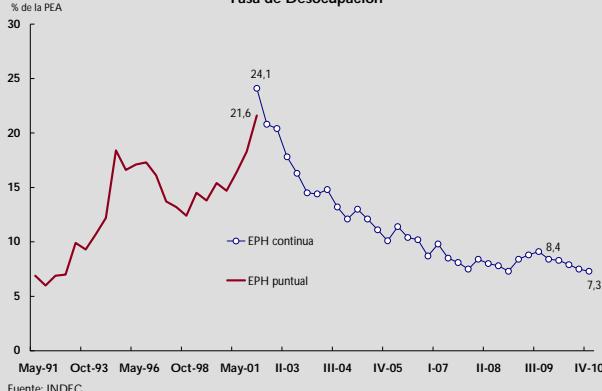


Gráfico IV.2
Expectativa del Nivel de Empleo

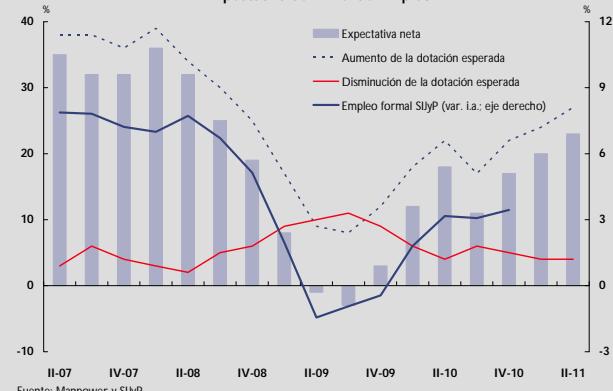


Gráfico IV.3
Tasa de Desocupación

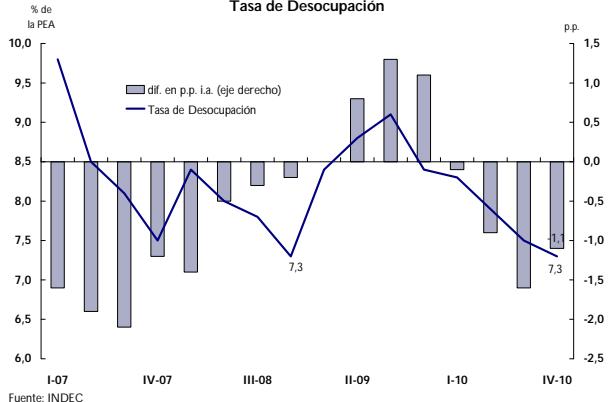


Gráfico IV.4
Tasa de Desocupación Abierta

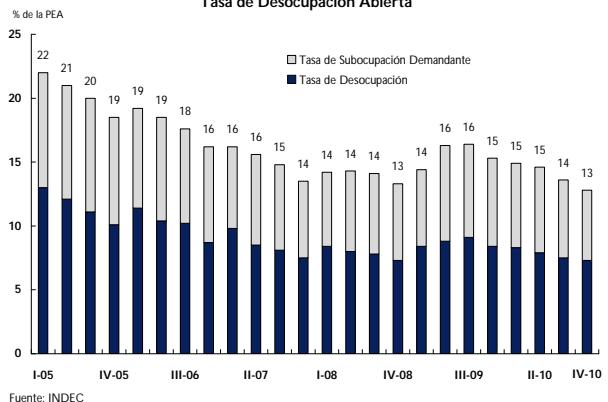
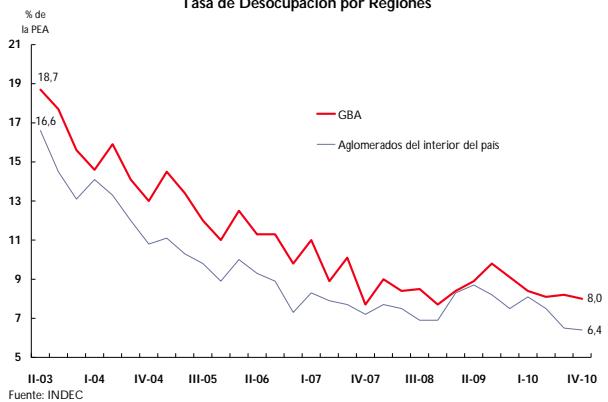


Gráfico IV.5
Tasa de Desocupación por Regiones



IV.2 Empleo

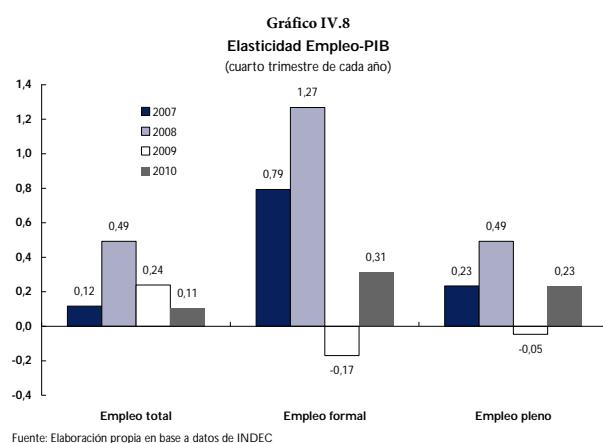
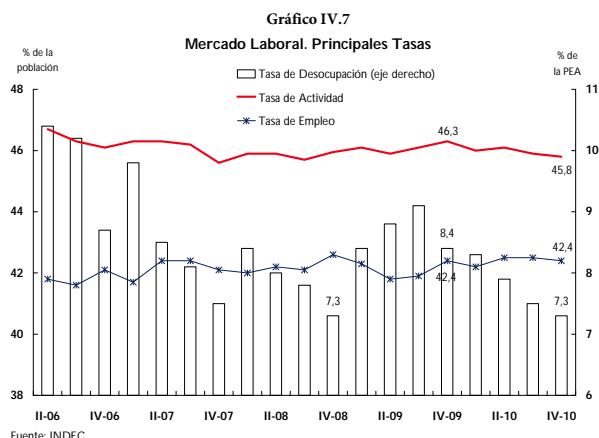
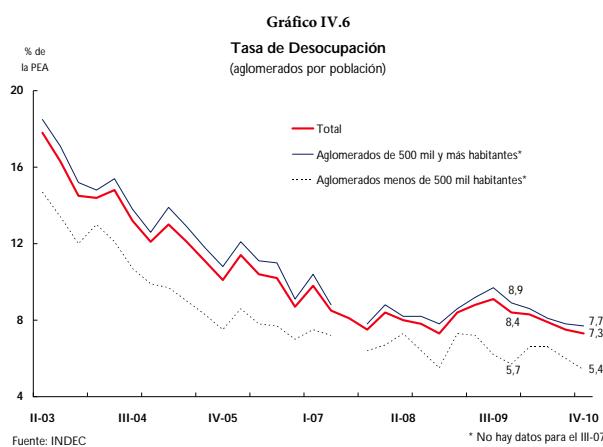
El contexto de crecimiento económico junto con perspectivas favorables, continúan dando impulso al mercado laboral, en donde se observa una sostenida creación de nuevos puestos de trabajo, con una destacada mejoría en la calidad del empleo y un descenso en la tasa de desocupación abierta.

En particular, en el primer trimestre del año el desempleo habría retorna a los niveles observados antes de la profundización de la crisis internacional, manteniéndose en torno a los menores valores desde inicios de la década del noventa. Los últimos datos disponibles de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) marcaron una Tasa de Desocupación de 7,3% de la Población Económicamente Activa⁵ (PEA) en el cuarto trimestre de 2010. Así, exhibió un descenso 1,1 puntos porcentuales (p.p.) con respecto a la observada un año atrás, determinando la cuarta disminución interanual consecutiva (ver Gráfico IV.3). Los desocupados totales en el cuarto trimestre alcanzaron a 833 mil personas en los 31 aglomerados urbanos relevados, la menor cantidad desde fin de 2007. A su vez, la tasa de desempleo abierto (desocupados + subocupados demandantes) bajó hasta 12,8% de la PEA, alcanzando el mínimo en 20 años. El mayor progreso vino por parte de la caída en la subocupación demandante, que llegó hasta 5,5% de la PEA (-1,4 p.p. en términos interanuales —i.a.—; ver Gráfico IV.4).

El descenso del desempleo en relación a un año atrás fue generalizado a todas las regiones, mostrando una baja de 1,1 p.p. tanto en los Aglomerados del Interior del País (AIP) como en el Gran Buenos Aires (GBA; ver Gráfico IV.5). En el interior el desempleo cayó hasta 6,4%, en un contexto de aumento del empleo por sobre la expansión de la fuerza laboral. En tanto, dentro del GBA el desempleo al cuarto trimestre también se redujo (hasta 8%), pero en este caso en un marco de disminución de la participación de la población en la fuerza laboral.

Observando la evolución entre las distintas regiones, se aprecian reducciones interanuales en todos los casos pero de magnitudes dispares. Por un lado, el Noreste exhibió la Tasa de Desocupación más baja (3%), resultando 0,2 p.p. menor que un año atrás, seguida por Cuyo (4,2%) con la mayor mejoría al retroceder 2,3 p.p. i.a. Por otro lado, la región Pampeana redujo su tasa 1,2 p.p. i.a., pero mantiene uno de los registros más altos, de 7,6%. Por su parte, el GBA continúa con tasas de desocupación más elevadas. En tanto, los aglomerados de menos de 500 mil habitantes, que representan cerca de 20% de la población total relevada en la EPH, mostraron

⁵ Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.



una Tasa de Desocupación que bajó 0,3 p.p. i.a., a 5,4%, resultando inferior a la de los aglomerados con más de 500 mil habitantes, que descendió en mayor medida, -1,2 p.p. i.a., a 7,7% (ver Gráfico IV.6).

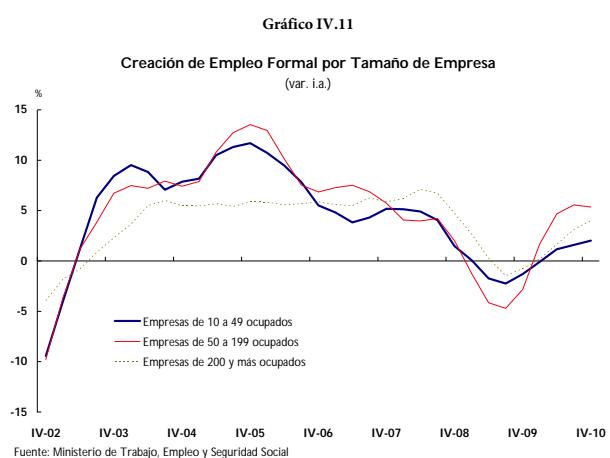
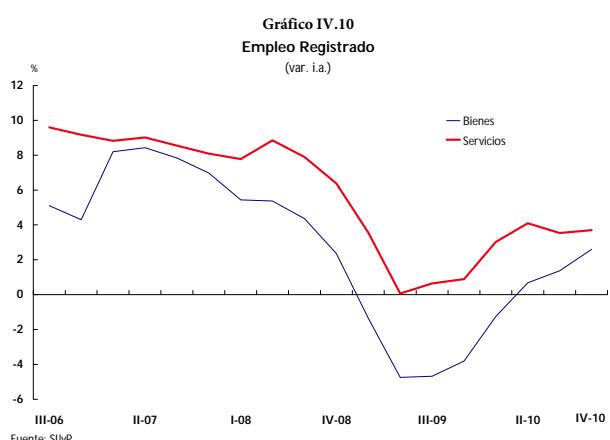
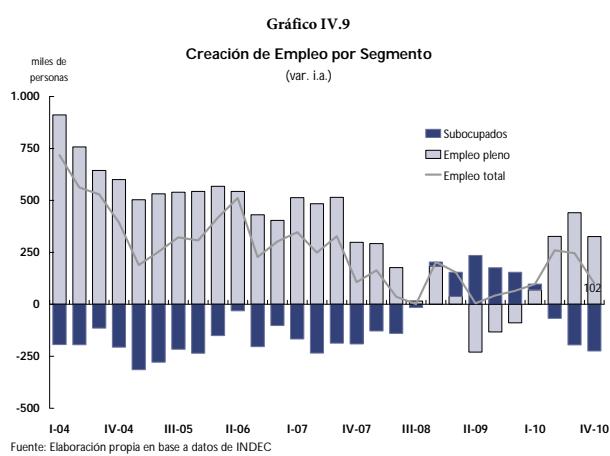
Analizando la desocupación por tramos de edad poblacional se observa que la mayor concentración de desocupados se encuentra en las personas menores de 30 años (17,8% en mujeres y 12,6% en hombres al cuarto trimestre de 2010). En tanto, el segmento de edad entre 30 y 64 años registra tasas de desempleo significativamente inferiores (5,5% en mujeres y 3,5% en hombres), situación que se verifica a nivel mundial (ver Apartado 1).

El incremento de la ocupación fue similar al crecimiento poblacional, de manera que la Tasa de Empleo⁶ se ubicó en 42,4% de la población, sin cambios respecto de un año atrás, manteniéndose en un nivel elevado luego de los aumentos verificados los trimestres anteriores (ver Gráfico IV.7). La ocupación totalizó 10,6 millones de personas en los 31 aglomerados relevados por la EPH, subiendo sólo 1% respecto de un año atrás. Si bien esto implica una baja elasticidad empleo-PIB (0,11), respondería en parte a un aumento de la productividad, por lo que si se considera la creación de empleo pleno se verifica un alza significativamente mayor, de 2,2% i.a. (+214 millones i.a. en el cuarto trimestre), marcando una elasticidad empleo pleno-PIB de 0,23 (ver Gráfico IV.8).

Así, en relación a la calidad del empleo se siguen observando mejoras, mediante la continuidad de la creación de empleos plenos en la economía, que al sobrepasar la expansión de empleo total, determinaron una mayor reducción en la subocupación. En particular, de acuerdo con los datos del INDEC en el cuarto trimestre el empleo total se incrementó en 102 mil ocupados, como consecuencia de un alza de 326 mil empleos de tiempo completo y una caída de 224 mil puestos de medio tiempo. Así, los subocupados actualmente representan el 8,4% de la PEA, marcando una disminución persistente que los llevó a alcanzar la menor participación en más de dos años (ver Gráfico IV.9).

A su vez, se redujo fuertemente la tasa de informalidad de la economía (-2,4 p.p. i.a.) a 33,7% de los ocupados asalariados, dado un renovado crecimiento del empleo formal. Según datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP), en el cuarto trimestre el empleo formal mostró un incremento de 3,4% i.a., lo cual representa una elasticidad empleo formal-PIB de 0,37 (ver Gráfico IV.9). Nuevamente los sectores productores de

⁶ Cociente entre la población ocupada y la población total.



servicios fueron los principales impulsores, con un alza de 3,7% i.a., aunque hay que destacar que el sector productor de bienes está ganando dinamismo al aumentar su dotación de ocupados formales (2,6% i.a.) por tercer período consecutivo, luego de exhibir importantes descensos durante 2009 (ver Gráfico IV.10).

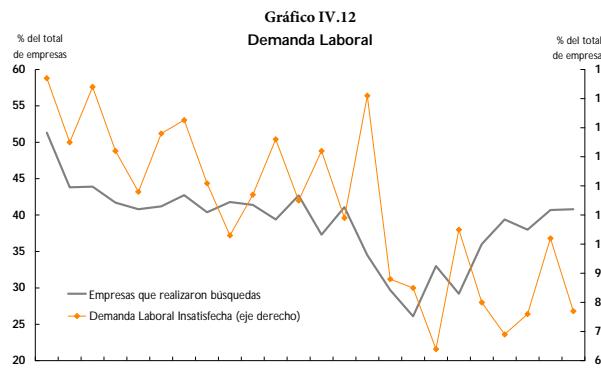
El crecimiento alcanzado en los sectores de servicios en el cuarto trimestre fue otra vez generalizado. En particular, se destacó la contratación de personal dentro de las actividades empresariales, seguida por la creación de empleo en comercio, transporte, enseñanza y salud, que conjuntamente explicaron más de la mitad del incremento de los servicios. En tanto, la administración pública continúa desacelerando la tasa de aumento interanual de la dotación, perdiendo protagonismo en manos del sector privado. Del lado de los sectores productores de bienes, la industria fue la que mayores incorporaciones registró en su nómina, seguida de cerca por la construcción, que evidenció una recuperación sostenida, aunque los niveles de ocupación en este sector aún permanecen por debajo de los de 2008.

Con respecto al crecimiento de la ocupación por tamaño de la empresa, los datos de la Encuesta de Indicadores Laborales⁷ (EIL) revelan que en el cuarto trimestre las empresas de tamaño mediano (50 a 199 ocupados) siguieron siendo las más dinámicas, con un alza en su ocupación de 5,3% i.a., y que ya recuperaron los niveles de empleo previos a la profundización de la crisis internacional (ver Gráfico IV.11). Por su parte, la ocupación en las empresas de mayor porte (200 o más ocupados) se vio menos afectada por la crisis internacional, dada la mayor capacidad que tienen las empresas grandes de mantener la dotación, por lo que exhibieron variaciones de menor magnitud y actualmente están ganando dinamismo. Así, tras aumentar 4% en forma interanual, en la actualidad el segmento de empresas de mayor tamaño tiene un registro récord de la ocupación. En el caso de las empresas de menor tamaño (10 a 49 ocupados), si bien también están elevando su ritmo de creación de empleo, aún exhiben la menor suba interanual (2,0%) siendo las que más están demorando en recuperar la dotación luego del impacto que generó la profundización de la crisis internacional.

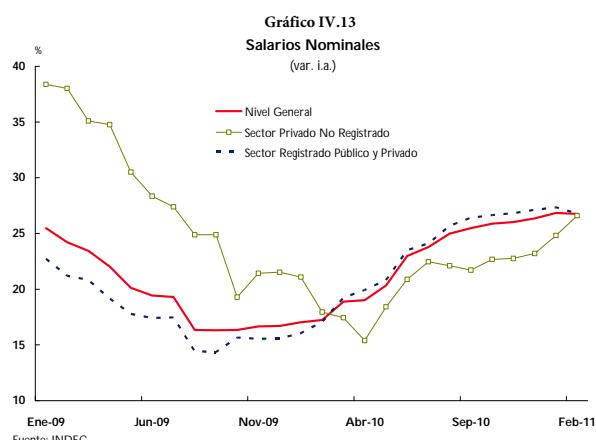
La Tasa de Actividad⁸ bajó 0,5 p.p. hasta 45,8%, dado el descenso de la PEA (-0,2% i.a. en el cuarto trimestre) que refleja la salida de 24 mil personas de la fuerza laboral. Este comportamiento podría estar relacionado a que la mejora de las perspectivas económicas y el incremento de los ingresos reducen la necesidad de trabajadores adi-

⁷ Datos publicados por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

⁸ Cociente entre la PEA y la población total.



Fuente: INDEC



Cuadro IV.1
Aumentos Salariales

Rama	Aumento acordado	
	2010	2011
Aceiteros	33%	25% desde enero
Docentes (paritaria nacional)	23,5% escalonado en marzo y julio	27% escalonado en marzo y julio
Docentes (C.A.B.A.)	23%	32,4% escalonado en marzo y julio
Docentes (Pcia. Bs. As.)	24%	30% escalonado en marzo y julio
Camioneros	25% escalonado en julio, noviembre y marzo 2011	24% escalonado en julio, noviembre y marzo 2012
Petroleros	25% escalonado en mayo y octubre	suma fija no remunerativa de \$5.000 (alza de 23% sobre el básico) pagadera 5 veces hasta diciembre cuando se incorporará como remunerativa
Industria de la Carne y sus Derivados	31% según salario conformado	30% escalonado en abril, agosto y diciembre: más suma fija de \$250 en julio y en octubre
Ferrovialeros	20% desde marzo	23% desde marzo

Fuente: Elaboración propia en base a datos del mercado y organizaciones sindicales

cionales en las familias⁹. La disminución de la PEA se concentró mayormente en el GBA donde se redujo 0,6% i.a., mientras que en los AIP se elevó 0,3% i.a.

En 2011 continuaría la paulatina recuperación de las condiciones laborales, profundizándose la mejora en la calidad del empleo. En 2010 la intensidad laboral (horas trabajadas por ocupado) siguió incrementándose acompañando el crecimiento económico, pero en adelante el ritmo de aumento tanto de las horas trabajadas como de la cantidad de empleados irá amainando a medida que la intensidad laboral se acerca a los niveles anteriores a la profundización de la crisis internacional. A este respecto, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) señala una Tasa de Desocupación para fin de año levemente por debajo de la registrada en diciembre de 2010.

El escenario de crecimiento económico esperado para el presente año hace prever que la demanda de nuevas posiciones laborales siga en ascenso. A este respecto, diversas encuestas de expectativas de empleo y de demanda laboral muestran requerimientos de empleo en niveles relativamente elevados, destacándose las búsquedas en las empresas dedicadas al comercio y a la intermediación financiera, y una demanda laboral insatisfecha aún reducida¹⁰ (ver Gráficos IV.2 y IV.12).

IV.3 Ingresos

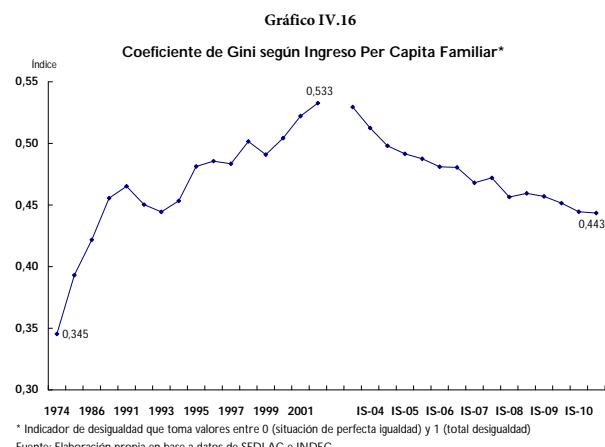
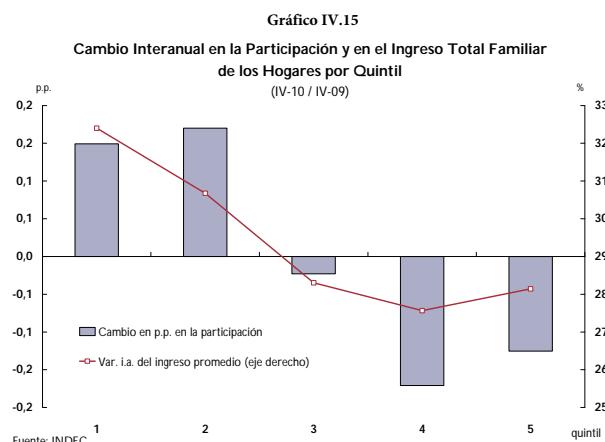
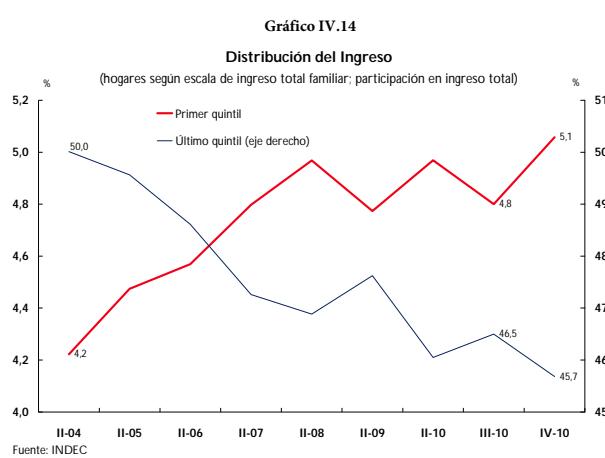
El crecimiento económico, junto con la mejora del mercado de trabajo, con mayor formalización y calidad del empleo y el impacto de las políticas públicas, permitieron la suba nominal de los ingresos familiares.

En cuanto a las remuneraciones, luego de que en 2010 las negociaciones salariales nominales finalizaron por encima de las alcanzadas durante el año previo, para 2011 la generalidad de los acuerdos salariales aún están en tratativas, marcando un retraso respecto del estado de negociación un año atrás. Los convenios firmados al momento dan cuenta de una dispersión en las subas, con casos como las paritarias docentes provinciales que acordaron un aumento desglosado entre marzo y julio en torno a 30%, por un lado, y el gremio de camioneros que pactó un incremento de 24% desagregado en tres tramos¹¹ (ver Cuadro IV.1). En este marco, según el Índice de Salarios del INDEC las remuneraciones nominales mantuvieron un ritmo de crecimiento i.a. relativamente estable en los primeros meses de 2011, reflejando mayormente la evolución del sector formal, tanto públ

⁹ La Tasa de Actividad de la población que no es jefe de hogar fue la que explicó la mayor parte de la caída de la PEA.

¹⁰ En los trimestres recientes algunos sectores, tales como metales básicos y producción de caucho y plástico, registraron un incremento en la demanda laboral insatisfecha.

¹¹ El nuevo acuerdo salarial incorpora otros beneficios como el cobro de un plus vacacional diario.



co como privado, al tiempo que el sector informal aceleró su tasa de incremento i.a. (ver Gráfico IV.13).

En cuanto a los demás ingresos familiares, luego de un 2010 con alza en las transferencias gubernamentales (ampliación de la cobertura y actualización de la Asignación Universal por Hijo para Protección Social —AUH— y de los haberes jubilatorios¹²) este año continuaría observándose una mejora en la distribución a favor de los sectores de bajos recursos. En efecto, según datos del INDEC, en el cuarto trimestre de 2010 se observó una nueva alza de la participación del primer quintil, alcanzando 5,1% del ingreso total, tras haberse ubicado en 4,2% en el segundo trimestre de 2004. En contraposición, la participación en el ingreso total del quintil superior que en 2004 era de 50%, actualmente se ubica en 45,7%. Esta mejora en la distribución del ingreso se dio tras un incremento en la participación en los ingresos de los estratos bajos de la población, en detrimento de los hogares medios altos (ver Gráficos IV.14, IV.15 y IV.16).

Para este año, se espera que continúe en alza el ingreso de las familias, ante un mercado laboral más sólido con elevados niveles de ocupación y mayor formalización. Adicionalmente, las negociaciones salariales nominales junto con el incremento en el empleo se traducirían en una mayor participación del trabajo en el ingreso, mientras que persistirían las actualizaciones y la ampliación de la cobertura¹³ de las transferencias gubernamentales, junto con los aumentos en los haberes jubilatorios.

¹² En el primer trimestre de 2011 se actualizaron los haberes jubilatorios en el marco de la Ley de Movilidad Previsional.

¹³ Recientemente se ha instaurado la Asignación por Embarazo para Protección Social.

V. Sector Externo

V.1 Síntesis

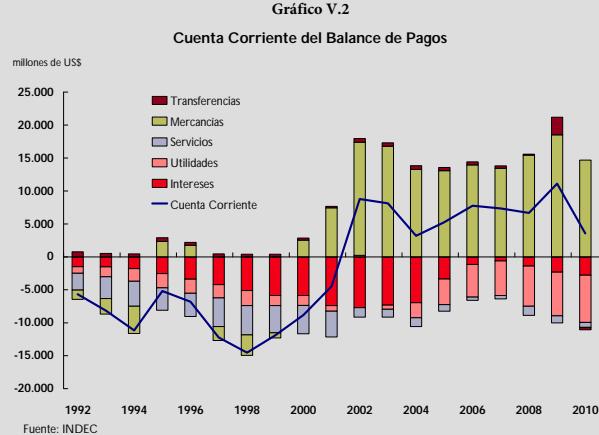
Las exportaciones de bienes comenzaron el año en alza, prolongando el crecimiento registrado en 2010. Las cantidades exportadas presentan un sólido incremento, lideradas por los embarques de trigo, derivados oleaginosos y las manufacturas industriales del sector automotriz, aunque también se destacan otros rubros menores como pescados, miel y lácteos. Los precios de exportación aumentan impulsados en gran medida por las cotizaciones internacionales de las materias primas, que se ubican en torno a los niveles de 2008.

Las importaciones se expandieron con fuerza, a partir de los aumentos en los volúmenes. Se destacan las mayores compras de combustibles, maquinaria, autopartes y otros insumos industriales, destinados en buena medida a abastecer la dinámica evolución de la producción industrial y el mayor gasto en inversiones. El Gobierno decidió en marzo una ampliación del universo de productos alcanzados por Licencias No Automáticas de Importación (LNAI).

Para 2011 se proyecta un nuevo incremento de los flujos de intercambio comercial, que permitiría alcanzar nuevos máximos históricos de exportaciones e importaciones. Se prevé que las ventas externas de productos industriales continúen creciendo a buen ritmo, con una destacada participación de los despachos automotrices. También se proyecta un importante avance de las ventas de productos agrícolas primarios y manufacturados, que seguirían beneficiados por un contexto de elevados precios internacionales. Por el lado de las importaciones, se espera que el crecimiento de la demanda interna se traduzca en un sostenido aumento de las compras externas. En particular, la expansión de la inversión requerirá mayores importaciones de Bienes de capital, en tanto que el alza de la actividad industrial impactará sobre las compras de Bienes intermedios y Combustibles. De este modo, en 2011 el superávit comercial se ubicaría en torno a US\$9.000 millones, disminuyendo con respecto al año pasado aunque se mantendría en niveles históricamente elevados.

En la balanza de servicios se prevén mayores egresos netos en concepto de fletes, derivados del incremento de las importaciones de mercancías, que serían compensados por un aumento de los ingresos por viajes y por servicios empresariales, profesionales y técnicos. En cuanto a la cuenta de Rentas de la inversión, se proyecta una pequeña suba del déficit, originada por mayores pagos en concepto de Utilidades y dividendos, a partir del crecimiento económico. El superávit comercial de mercancías compensaría los resultados negativos de Servicios y Rentas, manteniéndose como el sostén del saldo de la Cuenta Corriente, que en 2011 tendería a equilibrarse.

Con respecto a la Cuenta Capital y Financiera, las buenas perspectivas para la economía local contribuirían a mantener la formación de activos externos en niveles moderados con respecto al promedio de los últimos años. Por último, a fin de marzo las Reservas Internacionales se ubicaron en torno a US\$51.300 millones, acumulando un importante incremento interanual, aún considerando los pagos realizados para atender vencimientos de deuda pública.



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

	2009	I-10	II-10	III-10	IV-10	2010	Var. 2010 / 2009
Cuenta Corriente	11.127	-339	3.192	914	-194	3.572	-7.554
Cta. Corr. acum. 4 trim. (% del PIB)	3,6	3,0	2,4	1,5	4,1	1,0	-2,7
Mercancías	18.528	2.638	6.005	3.750	2.297	14.690	-3.838
Exportaciones fob	55.669	13.197	19.096	18.774	17.433	68.500	12.831
Importaciones fob	37.141	10.560	13.091	15.024	15.136	53.810	16.669
Servicios reales	-1.059	-377	-306	-256	195	-744	315
Exportaciones de servicios	11.029	3.233	2.927	3.147	3.769	13.076	2.047
Importaciones de servicios	12.088	3.610	3.233	3.403	3.574	13.820	1.731
Rentas	-9.011	-2.543	-2.418	-2.477	-2.578	-10.016	-1.004
Renta de la inversión	-8.944	-2.528	-2.404	-2.459	-2.562	-9.953	-1.009
Intereses	-2.317	-656	-645	-714	-754	-2.770	-453
Ganados	2.139	393	435	438	422	1.687	-452
Pagados	4.455	1.048	1.080	1.152	1.176	4.457	1
Utilidades y Dividendos	-6.627	-1.872	-1.759	-1.744	-1.807	-7.183	-555
Ganados	1.292	336	179	194	209	917	-375
Pagados	7.919	2.208	1.938	1.938	2.016	8.100	181
Otras Rentas	-67	-15	-13	-19	-17	-63	4
Transferencias corrientes	2.669	-58	-89	-103	-109	-358	-3.027

Fuente: INDEC

V.2 Cuenta Corriente

Los flujos de intercambio comercial de nuestro país continúan en alza, luego de la fuerte expansión registrada el año pasado, asociada al crecimiento de la actividad económica local y al repunte de la demanda externa. En este contexto, el saldo comercial de mercancías sigue constituyendo la base del resultado de Cuenta Corriente, que en 2010 alcanzó el noveno año consecutivo en terreno positivo (ver Cuadro V.1).

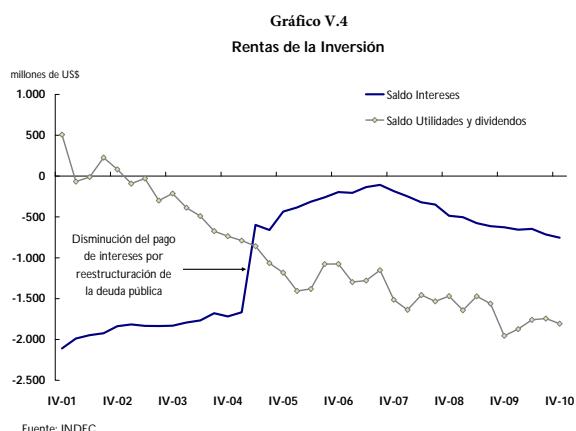
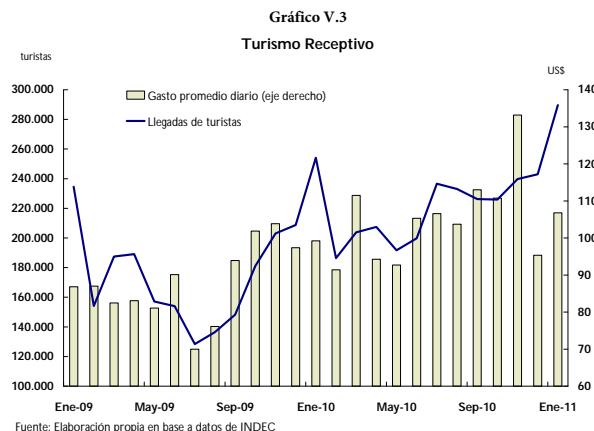
El intercambio de Servicios reales también muestra una sostenida mejora. Para 2011 se espera que el incremento de las importaciones de mercancías se traduzca en mayores pagos por fletes y seguros, que serían compensados por el aumento de los ingresos netos en concepto de servicios empresariales, profesionales y técnicos, y de las divisas generadas por el turismo. En este sentido, desde el año pasado se observa un importante crecimiento de los arribos de turistas extranjeros (27% en 2010), a lo que se suma un alza del gasto promedio diario de los mismos durante su estadía en el país, que el año previo aumentó 18% interanual (i.a.; ver Gráfico V.3).

En cuanto a la cuenta de Rentas de la inversión, se espera que la sólida expansión de la economía doméstica y la consecuente mejora de los resultados operativos de las empresas originen mayores pagos en concepto de Utilidades y dividendos, que en los últimos años vienen exhibiendo una consistente suba y en 2010 alcanzaron el máximo nivel histórico. Por su parte, el saldo de intereses se mantendría sin grandes cambios, en un contexto de tasas internacionales reducidas (ver Gráficos V.2 y V.4).

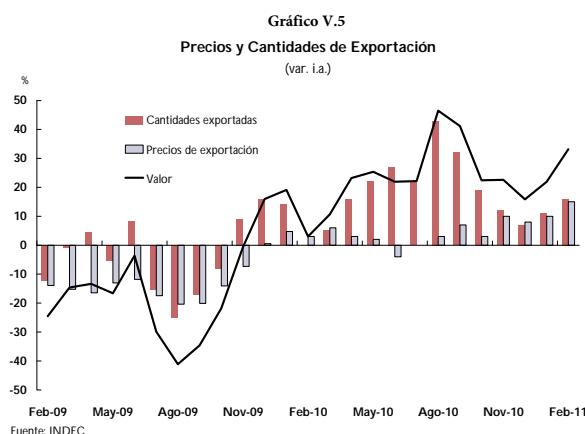
En 2011 se prevé que el superávit comercial de mercancías continúe compensando los resultados negativos de Servicios y Rentas y se mantenga como el principal sostén del saldo de Cuenta Corriente, que tendería a equilibrarse.

Balanza Comercial¹⁴

En el comienzo del año las exportaciones de bienes continuaron en ascenso, extendiendo el crecimiento observado en 2010 (ver Gráfico V.5 y Cuadro V.2). En el primer bimestre de 2011 las ventas externas aumentaron 27,3% i.a., a partir de un incremento conjunto de cantidades exportadas (13% i.a.) y de precios (13% i.a.).



¹⁴ 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.



Los Productos primarios (PP) lideran el aumento de las ventas externas, con un crecimiento de 54,8% i.a. en el primer bimestre del año. El auge de los embarques de trigo (192% i.a.) explica buena parte de la suba, en la medida que el fuerte repunte de la cosecha en el ciclo 2010/2011 amplió significativamente el saldo exportable del cereal, a lo que se sumó el pronunciado aumento de su cotización a partir de mediados del año pasado.

Las ventas de Manufacturas de origen agropecuario (MOA) exhiben un alza de 32% i.a. en el primer bimestre. En particular, sobresalen los mayores despachos de derivados oleaginosos (principalmente aceites y *pellets* de soja), que crecen más de 40% i.a., reflejando el hecho de que durante el primer trimestre del año pasado la industria aceitera sufrió un importante faltante de materia prima a raíz de los malos resultados de la campaña de soja 2008/09. Aunque con un menor peso relativo, también sobresalen los envíos de lácteos (76% i.a.).

Cuadro V.2
Exportaciones por Grandes Rubros

Rubro	Primer bimestre					
	millones de US\$		Variación % i.a.		Contribución % a la var. i.a.	
	2010	2011	Total	Precios		
Productos primarios	1.404	2.173	54,8	16	34	33,2
MOA	2.862	3.778	32,0	21	9	39,6
MOI	3.086	3.819	23,8	10	12	31,6
<i>MOI sin Material de transporte</i>	2.322	2.580	11,1			11,1
<i>Material de transporte</i>	764	1.239	62,2			20,5
Combustibles y energía	1.131	1.029	-9,0	16	-22	-4,4
TOTAL	8.483	10.799	27,3	13	13	100

Fuente: INDEC

Las exportaciones industriales (MOI), que acumulan un incremento de 23,8% i.a., siguen impulsadas por las ventas externas del sector automotor (62,2% i.a.). Las exportaciones de automotores y autopartes alcanzaron un récord histórico en 2010, y las perspectivas para este año apuntan a una prolongación del crecimiento del sector. Si bien los envíos a Brasil siguen concentrando cerca de 80% de las exportaciones automotrices, en los últimos meses se observa un mejor desempeño de las ventas al resto de los destinos. Otro rubro industrial con buen crecimiento es el de maquinaria y equipos, cuyas exportaciones acumulan una suba de 23% i.a. mientras que las ventas de biodiesel crecen 9% i.a., tras aumentar más de 30% durante el año pasado.

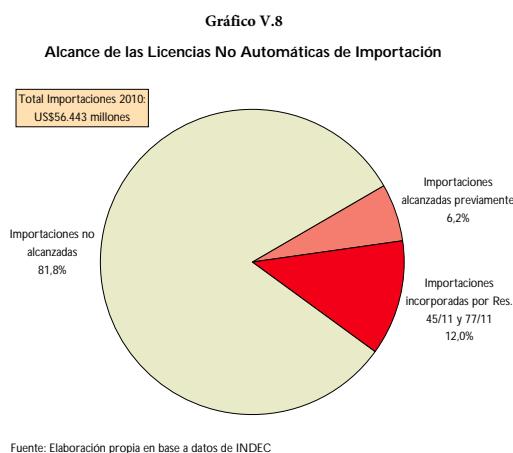
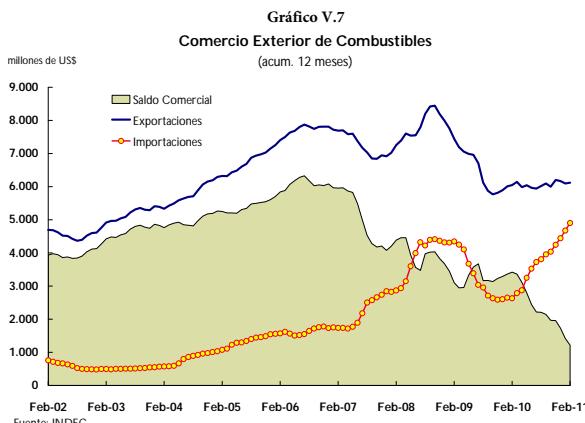
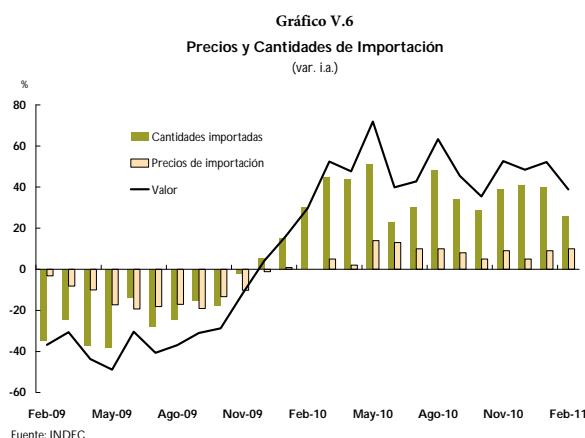
Cuadro V.3
Importaciones por Uso Económico

Uso Económico	Primer bimestre					
	millones de US\$		Variación % i.a.		Contribución % a la var. i.a.	
	2010	2011	Total	Precios		
Bienes de capital	1.499	2.049	36,7	-2	39	18,2
<i>Equipo de transporte industrial</i>	458	389	-15,1			-2,3
<i>Otros bienes de capital</i>	1.041	1.660	59,5			20,5
Bienes intermedios	2.220	3.108	40,0	19	18	29,4
Combustibles y lubricantes	289	747	158,5	14	126	15,2
Piezas y acc. para bienes de capital	1.177	1.810	53,8	1	53	21,0
Bienes de consumo	881	1.137	29,1			8,5
Vehículos automotores de pasajeros	572	808	41,3	8	24	7,8
Resto	24	19	-20,8	-	-	-0,2
TOTAL	6.662	9.678	45,3	9	33	100

Fuente: INDEC

Por otra parte, continúa la tendencia declinante de las ventas externas de Combustibles y energía. En el primer bimestre la disminución fue de 9% i.a., y respondió a la sostenida caída de los volúmenes exportados (-22% i.a.), que no alcanzó a ser compensada por el favorable escenario de precios, que crecieron 16% i.a. La retracción del saldo exportable es la contracara del progresivo aumento de la demanda interna dada la oferta, impulsada, entre otros factores, por los mayores requerimientos para tareas de cosecha y transporte de granos, el crecimiento del parque automotor en los últimos años y la utilización de combustibles líquidos para generación de electricidad.

Al igual que las ventas externas, las importaciones de bienes también comenzaron el año en alza, registrando un aumento de 45,3% i.a. en el primer bimestre (ver Cuadro V.3 y Gráfico V.6). El incremento de las cantidades (33% i.a.) explica buena parte del crecimiento, a lo



que se agrega una suba de 9% i.a. en los precios de importación, concentrada principalmente en los derivados del petróleo y los minerales y metales.

Los Combustibles y lubricantes constituyen el rubro de importación más dinámico, con un crecimiento de 158,5% i.a. en el primer bimestre. Más allá de la suba de precios (14% i.a.), la evolución responde al fuerte aumento de las cantidades importadas de gasoil, gas natural y gas natural licuado (GNL), destinadas a abastecer el creciente consumo de la industria, el transporte y los hogares, que en los últimos años vienen reduciendo el saldo comercial del sector (ver Gráfico V.7).

El aumento de la inversión, que constituye el componente más dinámico de la Demanda Agregada, repercute sobre las importaciones de Bienes de capital que, excluyendo el equipo de transporte industrial, crecen a una tasa cercana a 60% i.a. También sobresale el aumento de las importaciones de autopartes (incluidas en el rubro de Piezas y accesorios para bienes de capital, que crece 53,8% i.a.), asociado a la fuerte expansión de la producción automotriz y que determina un saldo comercial negativo para el rubro. En cuanto a los Bienes intermedios, el incremento de 40% i.a. en las compras externas incluye una importante recuperación de las importaciones de fertilizantes, insumos para la industria siderúrgica y materias primas plásticas. En este sentido, cabe señalar que frente a un ciclo de crecimiento económico es esperable que aumente el déficit comercial industrial, teniendo en cuenta las claras ventajas comparativas en la producción de productos primarios que presenta el país.

En relación a los Bienes de consumo, la suba de las importaciones acumulada en el primer bimestre llega a 29,1% i.a., abarcando incrementos tanto en los bienes de consumo durables como no durables. En tanto, las compras externas de Vehículos automotores de pasajeros crecen 41,3% i.a., a partir de los niveles récord de ventas en el mercado interno, del cual las unidades importadas representan cerca de 60% de las operaciones.

A mediados de febrero el Gobierno dispuso ampliar la cantidad de productos alcanzados por Licencias No Automáticas de Importación (LNAI)¹⁵, que pasaron de alrededor de 400 a casi 600. El esquema abarca productos de los rubros calzado, motos, textiles, neumáticos, artículos del hogar, juguetes y metalúrgicos, entre otros, que en 2010 totalizaron US\$10.300 millones y representaron 18,2% de las importaciones totales de bienes (ver Gráfico V.8).

¹⁵ Resoluciones N° 45/2011 y N° 77/2011 del Ministerio de Industria.

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

	2009	I-10	II-10	III-10	IV-10	2010	Var. 2010 / 2009
Cuenta Capital y Financiera	-9.330	-233	348	852	-257	711	10.041
Cta. capital y fin. (clérrores y omisiones)	-9.780	36	-1.088	365	1.272	585	10.365
Cta. capital y fin. acum. 4 trim. (% del PIB)	-3.0	-2.7	-1.2	-3.0	-2.5	0.2	3.2
Cuenta Capital	74	6	4	55	1	66	-8
Cuenta Financiera	-9.404	-239	344	797	-258	645	10.048
Sector Bancario	-986	975	-1.421	-798	-1.322	-2.566	-1.580
BCRA	-1.404	640	-1.470	-530	-1.550	-2.910	-1.506
Otras entidades financieras	417	335	49	-268	228	344	-73
Sector Público no Financiero	-727	43	1.127	156	953	2.279	3.006
Sector Privado No Financiero	-7.690	-1.257	638	1.439	112	932	8.622
Errores y Omisiones Netos	-451	268	-1.436	-487	1.529	-126	325
Variación de Reservas Internacionales	1.346	-304	2.104	1.279	1.078	4.157	2.811

Fuente: INDEC

Para 2011 se espera que tanto las exportaciones como las importaciones continúen en alza, superando los máximos históricos alcanzados en 2008. Las ventas externas reflejarían el dinamismo de las exportaciones industriales, con una destacada participación del sector automotor. Adicionalmente, se prevé un importante aumento de las exportaciones de productos agrícolas primarios y manufacturados, beneficiadas por las elevadas cotizaciones internacionales. Por su parte, la expansión económica local contribuiría a aumentar los volúmenes de importación, a partir de mayores compras externas de insumos industriales y de bienes de consumo e inversión, en un escenario en que la elasticidad importaciones-Producto sería inferior a la del año pasado. De este modo, el excedente comercial de bienes disminuiría con respecto a 2010, aunque seguiría siendo históricamente elevado y se ubicaría en torno a US\$9.000 millones.

V.3 Cuenta Capital y Financiera

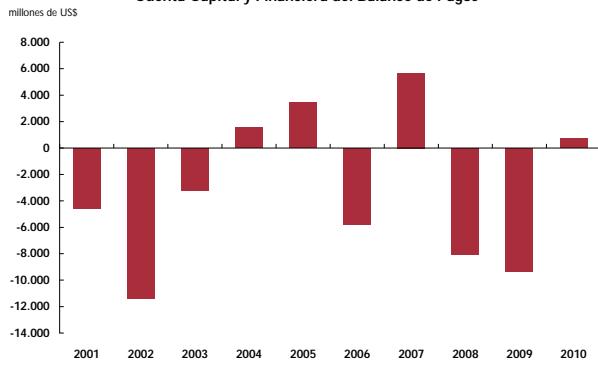
En 2010 la Cuenta Capital y Financiera registró un saldo positivo, lo que marcó un importante cambio con respecto a años anteriores (ver Cuadro V.4 y Gráfico V.9). La dinámica de los flujos de capitales privados explica en gran medida la modificación del escenario, en la medida que la reducción de la 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 ascendió a US\$128.618 millones a fin de 2010, compuesta por US\$67.594 millones correspondientes al sector público y US\$61.025 millones del sector privado. A lo largo del último año se registró un incremento de US\$12.200 millones, originado principalmente por el mayor endeudamiento privado con proveedores, asociado al aumento de las importaciones de bienes, y por la colocación de títulos públicos correspondientes al canje de deuda de 2010. No obstante la suba en términos nominales, el sólido crecimiento económico determinó que la deuda externa medida en relación al Producto continuara disminuyendo. De este modo, a fin del año pasado el ratio Deuda externa/PIB se ubicó en 34,9%, el nivel más bajo de los últimos 15 años.

V.4 Reservas Internacionales

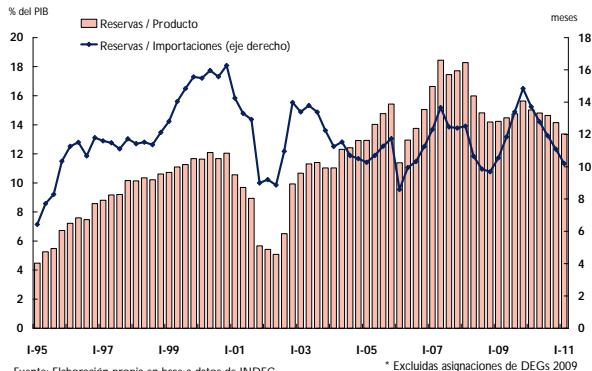
A fin de marzo de 2011 las Reservas Internacionales se ubicaron en torno a US\$51.300 millones, acumulando un aumento interanual de US\$3.800 millones, aún considerando los pagos realizados para atender los vencimientos de la deuda pública a través del Fondo de Desendeudamiento Argentino y de la cuenta de Pagos a Or-

Gráfico V.9
Cuenta Capital y Financiera del Balance de Pagos



Fuente: INDEC

Gráfico V.10
Reservas Internacionales*



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

ganismos Internacionales (con un monto previsto para todo 2011 de US\$9.678,3 millones¹⁶).

Las Reservas representan 13% del PIB y alcanzan para cubrir 10 meses de importaciones (ver Gráfico V.10). El superávit comercial permite al BCRA sostener el stock de Reservas en niveles históricamente altos, lo que constituye un aporte central para garantizar la solidez externa y la estabilidad de la economía.

¹⁶ Decreto N°2.054/2010 y Decreto N°276/2011.

VI. Finanzas Públicas

VI.1 Síntesis

La Recaudación tributaria nacional creció a tasas elevadas (35% interanual —i.a.— en el primer trimestre del año), en línea con el mayor nivel de transacciones de la economía. La suba fue impulsada principalmente por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la Seguridad Social y el impuesto a las Ganancias. En los últimos 12 meses acumulados a marzo de 2011, la relación recaudación/PIB alcanzó un nuevo máximo histórico y se ubicó en torno a 29%.

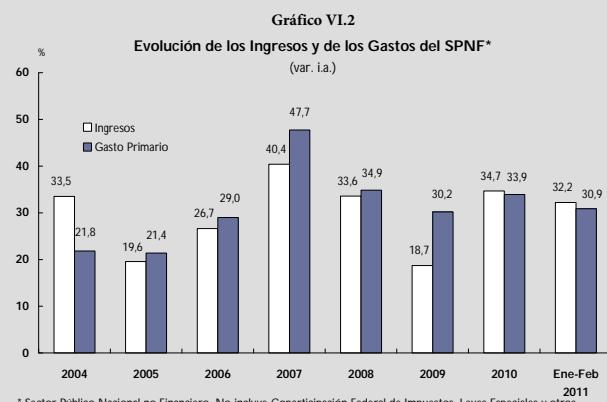
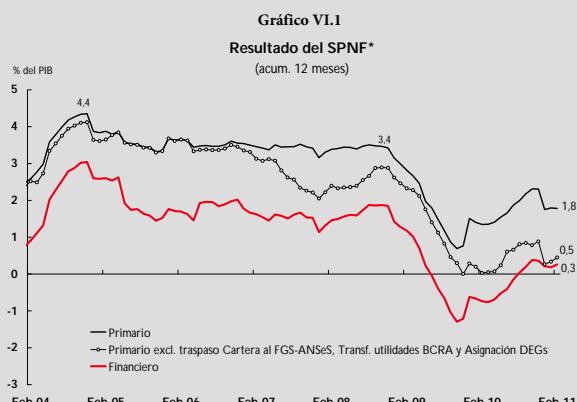
En los primeros meses del año el gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) siguió aumentando a una tasa superior a 30% i.a., aunque en febrero se verificó una fuerte desaceleración del ritmo de incremento, acompañando la evolución mensual de los recursos. El alza fue impulsada principalmente por las Prestaciones provisionales —que crecieron 34% i.a.—, las Transferencias corrientes al sector privado y las Remuneraciones a los empleados públicos.

En este contexto, el Resultado Primario del SPNF se fortaleció, tanto en términos nominales como en relación al PIB manteniéndose, al igual que el año pasado, en terreno positivo.

El Sector Público siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes domésticas intra sector público. Adicionalmente, a fines de marzo se dispuso la cancelación, mediante la aplicación de parte de las Reservas Internacionales de libre disponibilidad, de los servicios con Organismos Financieros Internacionales correspondientes a 2011, en tanto que se continuaron aplicando dichos recursos para afrontar los vencimientos de deuda pública con tenedores privados.

En lo que resta del año se espera que elevadas tasas de crecimiento de los recursos permitan financiar las erogaciones primarias y se mantenga el resultado primario del SPNF en terreno positivo.

Finalmente, la situación fiscal de las provincias mejoró, principalmente a partir del desempeño de los recursos coparticipados (básicamente por la incidencia del IVA y del impuesto a las Ganancias). La evolución de las cuentas públicas subnacionales dependerá en gran medida de la definición de las paritarias de los empleados públicos, considerando que el gasto en remuneraciones representa más de la mitad de las erogaciones primarias en el agregado de este nivel de gobierno.



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

Impuesto	Acum. a Marzo		Diferencia		Contrib. Acum. %
	2010 (A)	2011 (B)	Absoluta (B)-(A)	% (B)/(A)	
Ganancias	13.965	19.949	5.985	42,9	19,9
IVA Total (1)+(2)+(3)	25.911	35.317	9.406	36,3	
IVA DGI (2)	17.543	22.617	5.074	28,9	
IVA DGA (3)	8.368	12.700	4.332	51,8	
Devoluciones de IVA (4)	842	1.053	211	25,1	
IVA (5)-(1)-(4)	25.069	34.264	9.195	36,7	30,6
Ganancia Mínima Presunta	557	318	-239	-42,9	-0,8
Bienes Personales	567	649	82	14,6	0,3
Derechos de Importación	2.170	3.173	1.003	46,2	3,3
Derechos de Exportación	8.307	10.543	2.236	26,9	7,4
Combustibles	3.027	3.647	620	20,5	2,1
Internos	2.260	2.798	538	23,8	1,8
Seguridad Social	23.270	31.365	8.095	34,8	26,9
Créditos y Débitos en Ctas. Bancarias	5.567	7.719	2.152	38,7	7,2
Otros (incluye reintegros)	155	556	401	259,1	1,3
TOTAL	84.912	114.981	30.069	35,4	

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

VI.2 Situación Fiscal

Ingresos

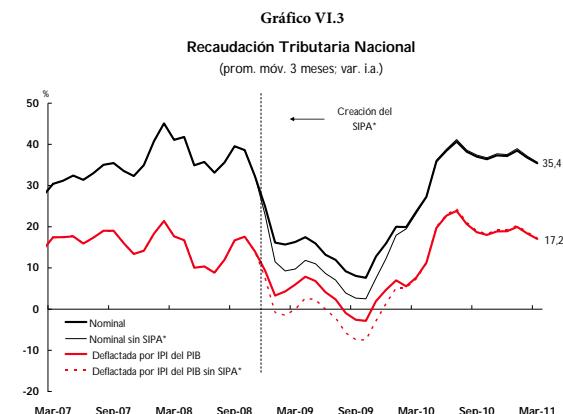
La Recaudación tributaria nacional continuó creciendo a tasas elevadas impulsada fundamentalmente por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la Seguridad Social y el impuesto a las Ganancias en un marco de mayores transacciones nominales (ver Cuadro VI.1).

En lo que va del año los ingresos tributarios crecieron 35% interanual (i.a.; ver Gráfico VI.3). De ese modo, a marzo de 2011 la relación recaudación/PIB alcanzó un nuevo máximo histórico y se ubicó en torno a 29%. En los próximos meses continuaría elevado el ritmo de crecimiento de la Recaudación tributaria nacional, dado el desempeño esperado de los tributos antes mencionados.

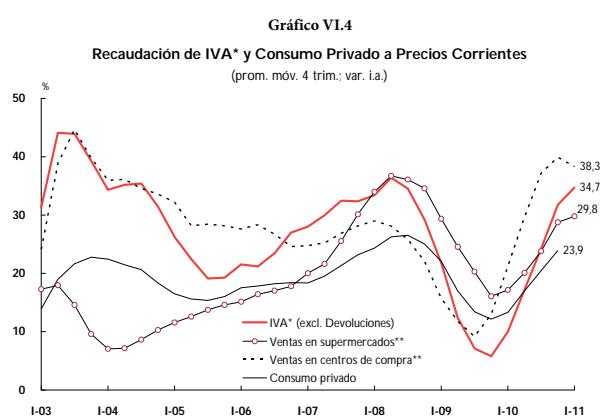
Los ingresos del IVA se elevaron por encima de los registros de 2010, al subir 37% en el primer trimestre (ver Gráfico VI.4). La evolución de las importaciones permitió que el IVA Dirección General de Aduanas (IVA DGA) acumulara una expansión de 52% i.a. Por su parte, el IVA Dirección General Impositiva (IVA DGI) registró un alza de 29% i.a. De esta forma, el tributo representó en el acumulado de los últimos 12 meses alrededor de 8,3% del PIB, evidenciando un aumento de 0,6 puntos porcentuales (p.p.) respecto de igual período de 2010.

Los recursos de la Seguridad Social también se aceleraron respecto del año pasado y subieron 35% i.a. entre enero y marzo. En términos del Producto representaron cerca de 7,2% (+0,5 p.p. respecto de igual mes del año pasado; ver Gráfico VI.5).

Los recursos provenientes del impuesto a las Ganancias subieron 43% en lo que va de 2011 y totalizan cerca de 5,5% del PIB acumulado en los últimos 12 meses (+0,6 p.p. i.a.). El desempeño del rubro obedeció a los mayores anticipos de sociedades y el alza de los ingresos por retenciones a personas físicas ante el aumento de la remuneración imponible. En lo que resta del año el crecimiento del impuesto se vería ligeramente atenuado por la reciente suba de 20% del monto mínimo no imponible para la determinación anual del impuesto a las Ganancias para personas físicas¹⁷. Según la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), tras la medida, la cantidad de contribuyentes alcanzados por el impuesto se redujo desde 16,9% a 10,8% del total de empleados en relación de dependencia, con un costo fiscal anual estimado de \$3.245 millones, que equivalen a sólo 4% del total recaudado por este tributo en 2010.

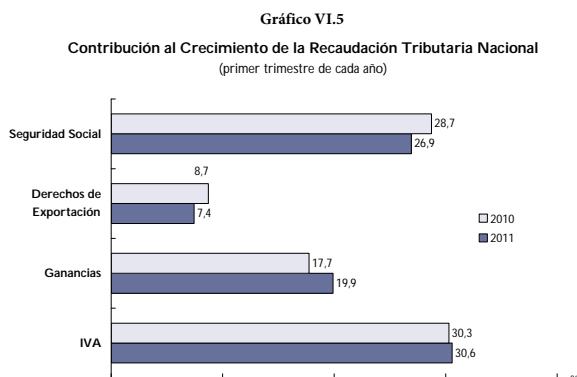


* Sistema Integrado Previsional Argentino
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

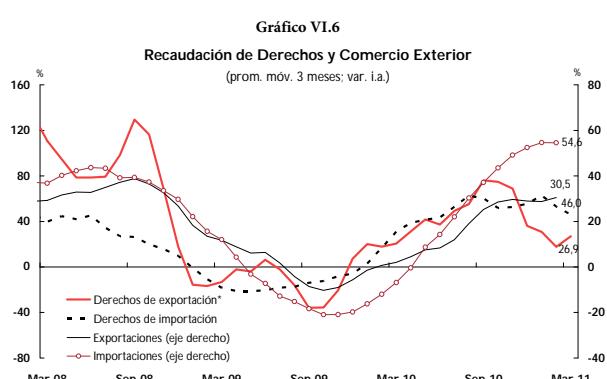


*Dirección General Impositiva y Dirección General de Aduanas; **Datos a Feb-11.
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

¹⁷ Resolución General de la Administración Federal de Ingresos Públicos N° 3.073/2011.

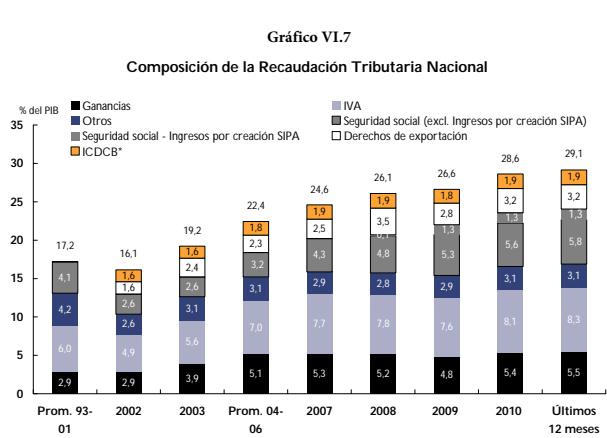


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda



* La estacionalidad de los Derechos de exportación se ve afectada por el pago anticipado de Registros de Operaciones de Exportación (ROE).

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



* Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias.

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

En tanto, los Derechos de exportación crecieron 27% i.a., impulsados por los incrementos de los cereales, aceites y frutos oleaginosos. En los últimos 12 meses, los gravámenes sobre las exportaciones representaron aproximadamente 3,2% del PIB (+0,4 p.p. i.a.). Para el resto del año se espera cierta moderación en el incremento, en línea con lo previsto para la cosecha del ciclo 2010/11 y las cotizaciones internacionales actuales que se ubican por sobre los niveles de un año atrás (ver Gráfico VI.6).

Por su parte, los Derechos de importación subieron 46% i.a., en línea con la expansión de las compras externas gravadas. Los ingresos por este tributo significaron cerca de 0,8% del Producto en los últimos 12 meses, manteniéndose relativamente estable la relación respecto de igual período de 2010.

En los primeros tres meses del año los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) mantuvieron el elevado ritmo de aumento evidenciado desde el segundo semestre de 2010 al crecer 39% i.a. La recaudación del tributo entre abril de 2010 y marzo de 2011 representó alrededor de 1,9% del PIB, ratio similar al registrado en los últimos 5 años (ver Gráfico VI.7).

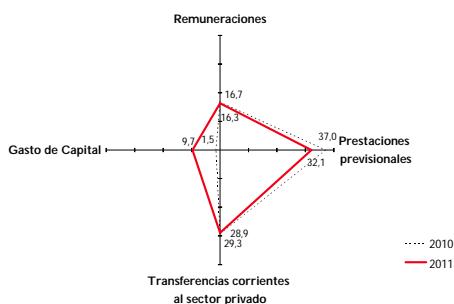
Respecto de los ingresos no tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), el BCRA transfirió en marzo de 2011 \$2.000 millones de anticipo de utilidades al Tesoro Nacional (TN) correspondientes al período 2010, de acuerdo a lo que establece la Carta Orgánica de esta Institución. Además, se contabilizaron alrededor de \$760 millones en concepto de rentas de la propiedad del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) administrado por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS).

Gasto y Resultado

En el inicio del año las erogaciones primarias del SPNF siguieron aumentando a tasas superiores a 30% i.a., aunque en febrero se verificó una fuerte desaceleración del ritmo de incremento, acompañando la evolución mensual de los recursos. El alza fue impulsada principalmente por las Prestaciones previsionales, las Transferencias corrientes al sector privado y las Remuneraciones de los empleados públicos (ver Gráfico VI.8). De este modo, las erogaciones primarias (incluyendo la Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros) acumuladas en los últimos 12 meses alcanzaron un nuevo récord histórico en términos del PIB (ver Gráfico VI.9).

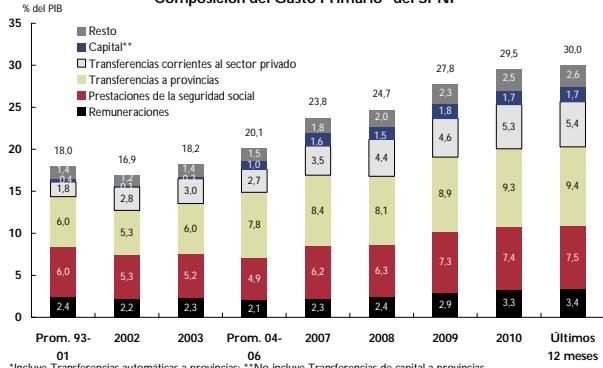
El gasto previsional acumuló un alza cercana a 34% i.a. en el primer trimestre de 2011, debido a las subas de los

Gráfico VI.8
Contribución al aumento del Gasto Primario del SPNF*
(acum. a febrero de cada año)



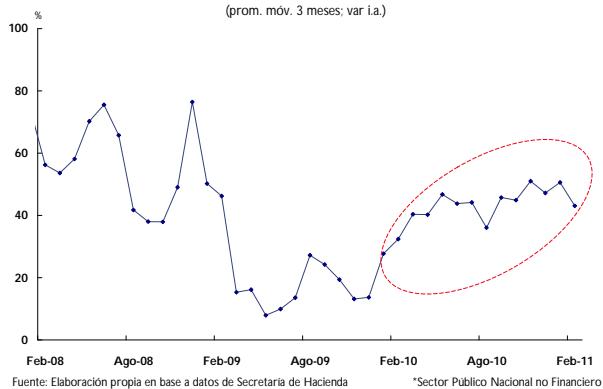
* Sector Público Nacional no Financiero: Excluye Transferencias automáticas a Provincias.
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

Gráfico VI.9
Composición del Gasto Primario* del SPNF



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

Gráfico VI.10
Transferencias Corrientes al Sector Privado del SPNF*
(prom. móv. 3 meses; var i.a.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda
*Sector Público Nacional no Financiero

haberes otorgadas en marzo de 2011 y septiembre de 2010¹⁸ y al crecimiento de la cantidad de beneficiarios. Así, el gasto correspondiente a este rubro representó alrededor de 7,5% del PIB, con un alza de 0,1 p.p. i.a.

Las Transferencias corrientes al sector privado aumentaron alrededor de 40% i.a., manteniendo el ritmo de crecimiento del año pasado (ver Gráfico VI.10). Los mayores giros están asociados fundamentalmente a la suba de 22% en los montos de las asignaciones familiares por hijo¹⁹ a partir de septiembre de 2010 (que contemplan la Asignación Universal por Hijo para Protección Social —AUH—), al crecimiento de la cobertura asistencial administrada por el Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSSJP; ex-PAMI) y a los mayores subsidios al sector energético y al transporte público de pasajeros. De esta forma, en los últimos 12 meses, los giros corrientes al sector privado representaron alrededor de 5,4% del Producto (+0,7 p.p. interanuales).

Dada la incidencia de los aumentos salariales otorgados en 2010 y del empleo público²⁰, las Remuneraciones del sector público subieron alrededor de 29% i.a. en lo que va del año. Así, este rubro del gasto se elevó 0,4 p.p. del Producto en términos interanuales hasta 3,4% en el gasto acumulado durante los últimos 12 meses.

En lo transcurrido de 2011 las erogaciones de Capital se desaceleraron respecto de 2010 al subir cerca de 22% i.a. En los últimos meses se registró un menor ritmo de crecimiento de los Derechos de exportación, que impactó plenamente en los giros a las provincias realizados a través del Fondo Federal Solidario²¹ (FFS; que distribuye entre los distritos subnacionales el 30% de los Derechos de exportación de la soja y sus derivados) para la realización de obras públicas (ver Gráficos VI.11 y VI.12). El gasto de Capital, contemplando los giros automáticos a provincias, representó alrededor de 3,4% del Producto de los últimos 12 meses.

En este contexto, el resultado financiero del SPNF continuó mejorando, tanto en términos nominales como en relación al PIB, y se mantuvo en terreno positivo en el acumulado de los últimos 12 meses (ver Gráfico VI.1).

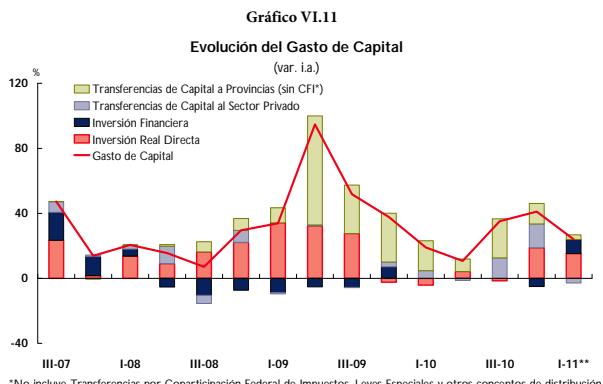
Durante el primer trimestre del año, el Tesoro Nacional (TN) siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes intra sector público.

¹⁸ Segundo la Ley N°26.417 de Movilidad Previsional se dispusieron subas de 17,33% en marzo de 2011 y 16,9% en septiembre de 2010.

¹⁹ Decreto N°1.388/2010.

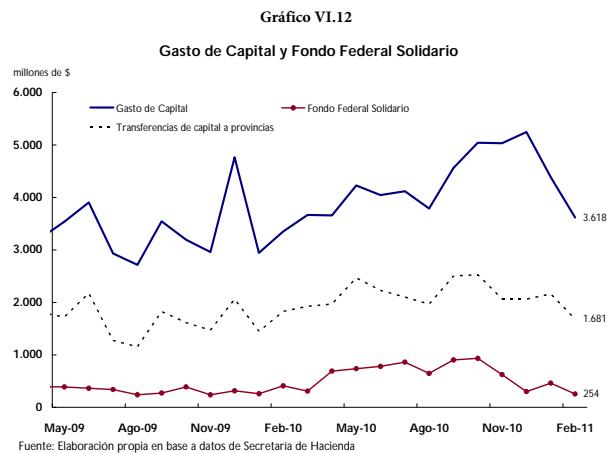
²⁰ Al cuarto trimestre de 2010, la variación interanual promedio de los últimos 4 trimestres de los puestos de trabajo del SPNF fue de aproximadamente 4%, según el INDEC.

²¹ Decreto N°206/2009.

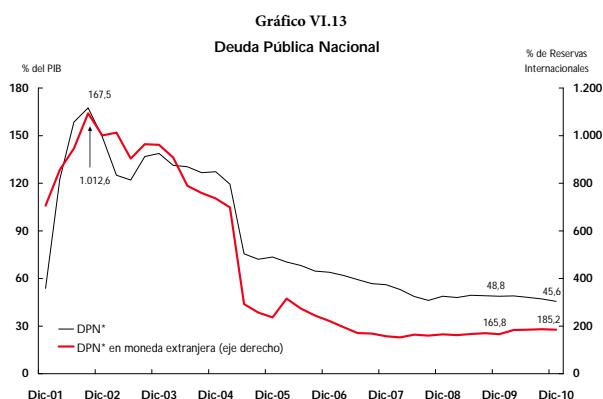


*No incluye Transferencias por Coparticipación Federal de Impuestos, Leyes Especiales y otros conceptos de distribución automática a distritos subnacionales. Desde Abr-09 contempla la distribución del 30% de los Derechos de exportación de soja y derivados. **Datos a Feb-11.

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



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



*Deuda Pública Nacional

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Finanzas, INDEC y BCRA

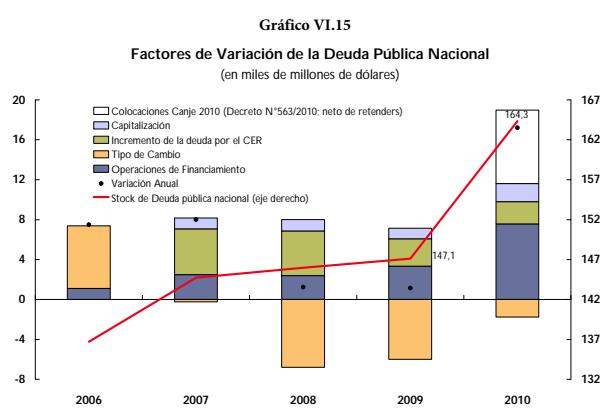
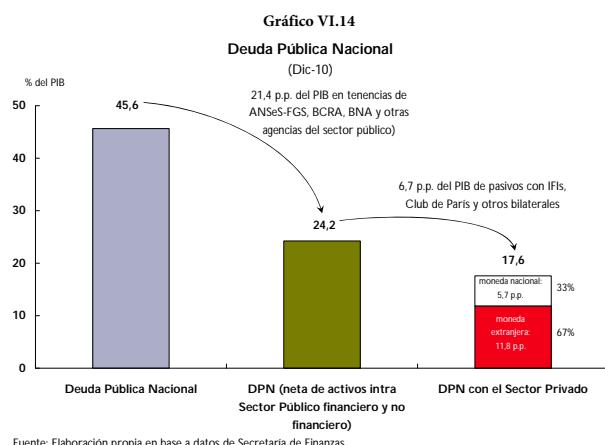
Adicionalmente, a fines de marzo se dispuso la cancelación, mediante la aplicación de parte de las Reservas Internacionales de libre disponibilidad, de los servicios con Organismos Financieros Internacionales correspondientes a 2011, en tanto que se continuaron aplicando dichos recursos para afrontar los vencimientos de deuda pública con tenedores privados. Durante 2011 se destinarán US\$9.678 millones de reservas para la atención de las obligaciones mencionadas.

Para el resto del año se proyecta un elevado crecimiento de la Recaudación tributaria nacional, básicamente impulsado por el IVA, los recursos de la Seguridad Social y Ganancias. En tanto, las erogaciones primarias también aumentarían, principalmente por la movilidad de las Prestaciones previsionales, las Transferencias corrientes al sector privado y por el gasto de Capital. En este contexto, se prevé que el resultado primario del SPNF se mantenga en terreno positivo. Asimismo, el Sector Público continuaría financiándose principalmente a partir de fuentes intra sector público.

La Deuda Pública Nacional²² (DPN), que excluye la deuda no presentada a los Canjes 2005 y 2010 (*holdouts*), totalizó US\$164.330 millones a diciembre de 2010, aumentando US\$17.211 millones en relación con el saldo a diciembre de 2009, debido principalmente al registro de las colocaciones efectuadas en el marco del Canje de Deuda 2010. Sin embargo, en un contexto de fuerte crecimiento del nivel de actividad, el *stock* de deuda continuó reduciéndose en términos del Producto y representó 45,6%, 3,2 p.p. por debajo de la relación alcanzada a fines de 2009 (ver Gráfico N° VI.13). Es importante destacar que sólo 39% de la deuda (17,6% del PIB) corresponde a obligaciones con el sector privado. El resto se asocia principalmente con deuda intra sector público y con organismos internacionales (ver Gráfico VI.14).

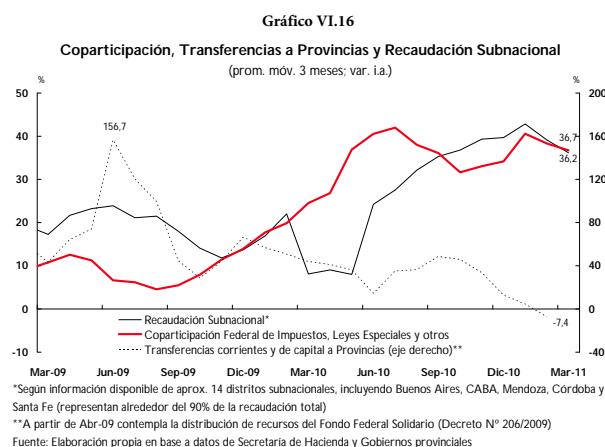
La suba nominal de la DPN durante 2010 obedeció principalmente al efecto del registro de las colocaciones efectuadas en el marco del Canje de Deuda Pública 2010 así como a las operaciones netas de financiamiento, básicamente intra sector público (ver Gráfico VI.15). Cabe señalar que, debido a la forma de exposición del *stock* de DPN que habitualmente realiza la Secretaría de Finanzas, informando en forma separada la deuda no presentada a los Canjes 2005 y 2010, la regularización de los pasivos internacionales realizada en la reciente reestructuración de la deuda implicó un aumento de la DPN. Sin embargo, la deuda total se redujo, debido a la quita aplicada a la deuda en cesación de pagos reestructurada.

²² Se mantiene el criterio de exposición de la Deuda Pública Nacional utilizado por la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas mediante el cual se publica la información de la Deuda no ingresada al canje de 2005 y 2010 de manera separada.



El Gobierno Nacional prosiguió con la normalización de sus pasivos en el último mes de 2010, al reabrir, a nivel local, el Canje anunciado en abril de ese año, para considerar algunas propuestas minoristas recibidas que sumaron US\$165 millones. Además, se instrumentó una operación de Canje de los bonos garantizados denominados “Brady” por un monto elegible próximo a US\$331 millones, teniendo un 80,9% de aceptación. Considerando los resultados de la reestructuración de 2005 y las diversas operaciones realizadas en 2010, la regularización de la deuda ascendería a aproximadamente 92% del monto elegible para el Canje 2005.

La situación fiscal de las provincias continuó mejorando, principalmente a partir del desempeño de los recursos coparticipados (básicamente por la incidencia del IVA y del impuesto a las Ganancias; ver Gráfico VI.16). Además, de acuerdo a datos preliminares, en el primer trimestre del año la recaudación tributaria subnacional creció en torno a 36% i.a. Sin embargo, la evolución de las cuentas públicas subnacionales dependerá en gran medida de la definición de las paritarias de los empleados públicos, considerando que el gasto en remuneraciones representa más de la mitad del gasto primario en el agregado de este nivel de gobierno. Adicionalmente al financiamiento proveniente del Tesoro Nacional y de los Organismos Multilaterales de Crédito, durante el trimestre la Provincia de Buenos Aires emitió deuda por US\$750 millones en el mercado de crédito, a su vez que se espera que otras jurisdicciones también accedan a este tipo de financiamiento en el resto del año.



VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

VII.1 Síntesis

El Banco Central tiene un régimen de flotación administrada del tipo de cambio y una política de acumulación de Reservas Internacionales, a fin de evitar los efectos adversos de la volatilidad cambiaria sobre la estabilidad financiera, y la producción. Asimismo, controla que tanto la emisión primaria de dinero, asociada a su intervención cambiaria y a la operatoria del sector público, como la creación secundaria, motorizada por el vigoroso crecimiento del crédito, resulten compatibles con el aumento de la demanda de dinero.

En el primer trimestre de 2011 se cumplió la meta establecida en el Programa Monetario. La tasa de crecimiento trimestral del M2 alcanzó 4,7%, ubicándose 0,6 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del escenario base (5,3%). El crecimiento trimestral del M2 privado (4,5%) también resultó consistente con el escenario base de la meta anual, que para diciembre de 2011 se fijó en 29,2%. A su vez se observó un fortalecimiento de la demanda de dinero no asociada a motivos transaccionales sino al ahorro. En efecto, los depósitos a plazo fijo del sector privado denominados en pesos acumulan en los últimos doce meses una expansión de 33,4%, la mayor desde la salida de la convertibilidad.

En el trimestre, mediante la colocación de LEBAC y NOBAC y la concertación de pases, el Banco Central absorbió \$10.900 millones, lo que equivale a más del 80% de la expansión de Base Monetaria generada por las compras de divisas. En el mismo período, se registraron leves reducciones de las tasas de interés de las LEBAC y las NOBAC, especialmente en las especies con vencimientos más largos. A su vez, fueron aumentando gradualmente los plazos de los instrumentos colocados. Por otra parte, el Banco Central mantuvo las tasas de interés de sus operaciones de pase en los mismos niveles vigentes desde octubre de 2009 (en 9,0% y 9,5% la de los pases pasivos a 1 y 7 días de plazo, y en 11,0% y 11,5% la de los pases activos a iguales plazos).

Durante el primer trimestre de 2011, y a pesar de la baja estacionalidad asociada a la menor actividad económica que acompaña al receso estival, los préstamos en pesos al sector privado registraron un aumento de \$11.780 millones (7,3%), el mayor observado para el mismo período durante los últimos años. De esta forma, continúa afianzándose la recuperación del crédito iniciada a fines de 2009, acelerando el ritmo de suba interanual (i.a.) en 5,8 p.p. respecto de diciembre, al expandirse 41,5%. El crecimiento de los préstamos está siendo liderado por los créditos comerciales, que desde septiembre de 2010 están aumentando por encima de las líneas destinadas a financiar el consumo de los hogares. El Banco Central ha venido realizando licitaciones de fondos del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB), para otorgar financiamiento a largo plazo a las entidades financieras a fin de mejorar la oferta de crédito a la inversión y propender a la profundización financiera. En el primer trimestre de 2011 se adjudicaron \$687 millones mediante dos nuevas licitaciones, con lo que el total de fondos adjudicados desde el comienzo del PFPB asciende a \$1.257 millones, destinados a financiar 116 proyectos de inversión.

En los últimos meses se han implementado una serie de medidas —la “Cuenta Gratuita Universal”, la reducción de los costos de las transferencias bancarias, y el “Cheque Cancelatorio”— con el fin de universalizar el uso de los servicios financieros y reducir la utilización de dinero en efectivo. A esta batería se le suma la disposición que a partir del 25 de abril las transferencias bancarias sean inmediatas.

Gráfico VII.1

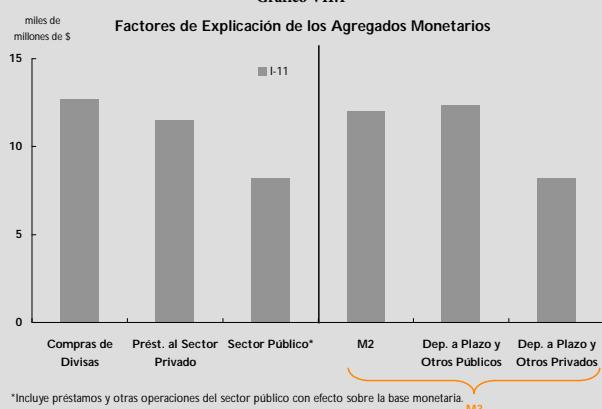
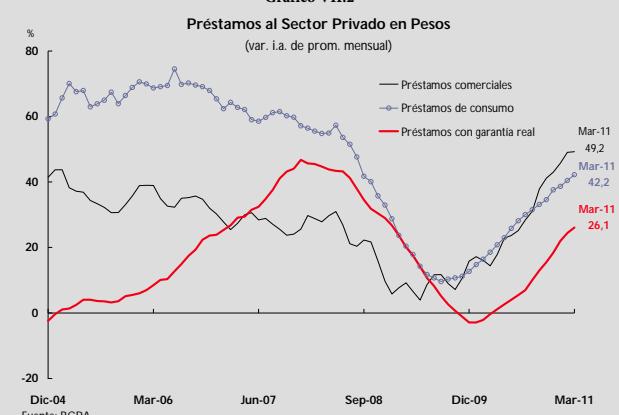
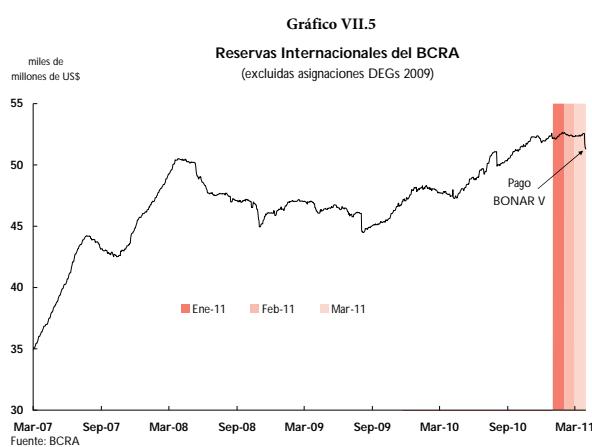
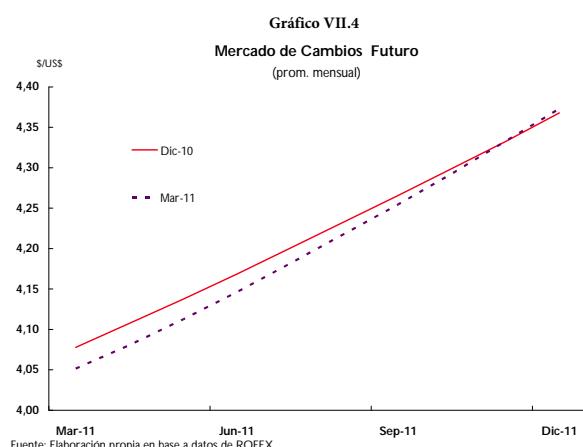
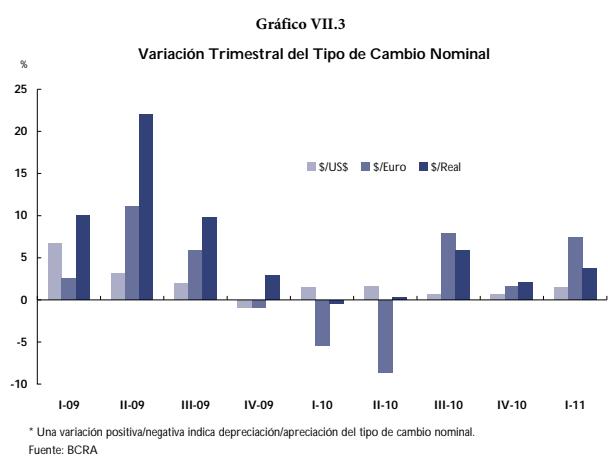


Gráfico VII.2





VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

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

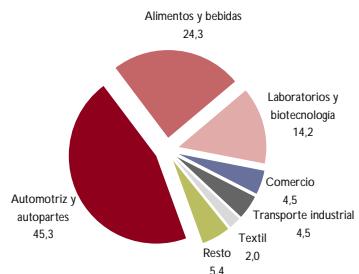
Flotación Administrada y Acumulación de Reservas Internacionales

El Banco Central tiene un régimen de flotación administrada del tipo de cambio a fin de evitar los efectos adversos de la volatilidad cambiaria sobre la estabilidad financiera, y la producción. Durante el primer trimestre de 2011, el peso se depreció nominalmente respecto al Dólar estadounidense, al real y al euro (1,5%, 3,7% y 7,5%, respectivamente). En los tres casos, la suba en la cotización de tales monedas fue mayor a la del trimestre anterior (ver Gráfico VII.3).

La previsibilidad cambiaria redundó en que el monto negociado en el mercado a futuro (ROFEX) se redujera. En el primer trimestre se negociaron en promedio \$605 millones diarios, un 42% menos que en el trimestre anterior. Tales contratos marcaron un descenso en la depreciación esperada para los próximos meses, aunque las cotizaciones de los contratos de diciembre de 2011 se mantienen en los mismos valores que los prevalecientes a fin del año anterior (ver Gráfico VII.4).

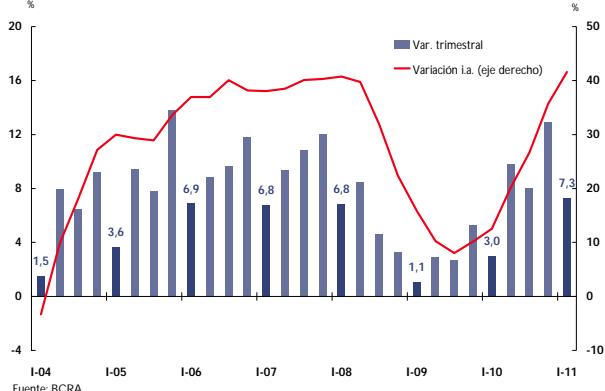
En el primer trimestre del año, las compras de divisas realizadas en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) alcanzaron los US\$3.140 millones, nivel similar a las del último trimestre de 2010. Respecto al uso de reservas excedentes, en enero se integró el Fondo de Desendeudamiento Argentino por US\$7.504 millones, destinado a la cancelación de los servicios de la deuda pública con tenedores privados correspondientes al Ejercicio Fiscal 2011, y en marzo, el destinado a pagos a organismos internacionales por US\$2.121 millones. La constitución de estos fondos no alteró inicialmente el saldo de Reservas Internacionales, por tratarse de cuentas constituidas en el Banco Central. En cambio, el pago del servicio del BONAR V en dólares en marzo, por US\$1.500 millones aproximadamente, sí afectó el saldo

Gráfico VII.6
Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario
(116 proyectos aprobados -participación por monto al 22/03/11)



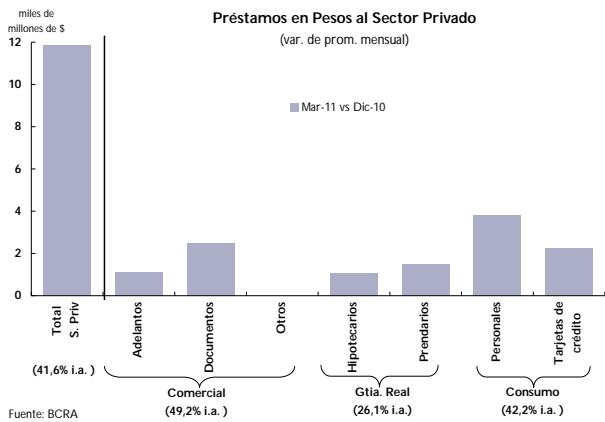
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Industria

Gráfico VII.7
Préstamos en Pesos al Sector Privado



Fuente: BCRA

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



²³ Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros que, si bien altera los saldos contables, no afectan al financiamiento otorgado.

de reservas ya que una parte importante fue pagada a tenedores del exterior (ver Gráfico VII.5).

Políticas de Financiamiento y Crédito al Sector Privado²³

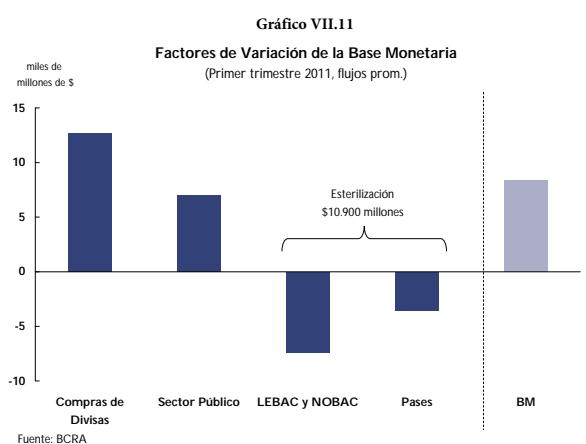
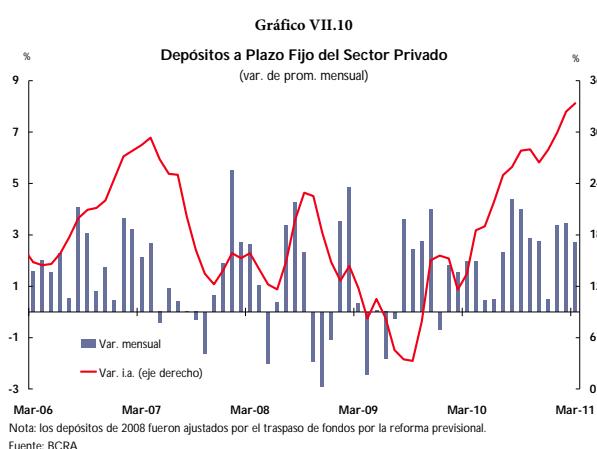
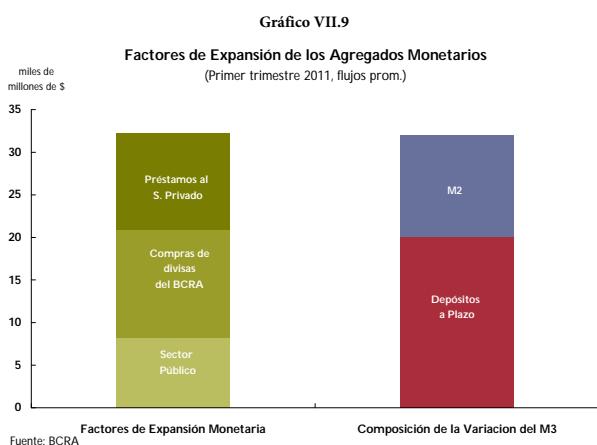
Tal como ocurre en los primeros trimestres de cada año, los préstamos en pesos al sector privado desaceleraron su ritmo de expansión trimestral, debido a la menor actividad que acompaña al receso estival. No obstante, registraron el mayor incremento (\$11.780 millones, 7,3%) observado para un primer trimestre de los últimos años (ver Gráfico VII.7). De esta forma continúa afianzándose la recuperación del crédito iniciada a fines de 2009, finalizando el trimestre con un aumento interanual (i.a.) de 41,6%, 5,8 puntos porcentuales (p.p.) más que en diciembre (ver Gráfico VII.8).

El crecimiento de los préstamos está siendo liderado por los créditos comerciales, que desde septiembre de 2010 están creciendo por encima de las líneas destinadas a financiar el consumo de los hogares. En efecto, los primeros registraron en marzo una tasa de variación interanual de 49,2%, 6,2 p.p. más que la observada el pasado diciembre, en tanto, en el trimestre crecieron \$3.195 millones (4,8%). Los préstamos destinados mayoritariamente al consumo crecieron en marzo 42,2% i.a., lo que implica una aceleración en su ritmo de expansión anual de 4,6 p.p respecto a diciembre. En tanto, aumentaron \$6.030 millones (9,2%) entre marzo de 2011 y el último mes de 2010. Los créditos con garantía real crecieron a un ritmo similar al del trimestre previo al incrementarse \$2.560 millones (8,7%), y presentaron un alza de 26,1% i.a., 7,7 p.p. más que en diciembre.

Por su parte, los préstamos en moneda extranjera al sector privado registraron en el primer trimestre del año un aumento de US\$915 millones (12,6%), que se destinó mayoritariamente al financiamiento de actividades exportadoras.

Para los próximos meses el Banco Central tiene previsto continuar con el proceso de licitación de fondos del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB) y se espera que el crédito al sector privado siga su senda de crecimiento.

El Banco Central ha venido realizando licitaciones dentro del PFPB, para otorgar fondos a largo plazo a las entidades financieras con el objetivo de mejorar la oferta de crédito a la inversión. En el primer trimestre de 2011 se adjudicaron \$687 millones mediante dos nuevas lici-



taciones, con lo que el total de fondos adjudicados desde el comienzo del PFPB asciende a \$1.257 millones, abarcando el financiamiento de 116 proyectos de inversión (ver Gráfico VII.6).

Los fondos ya desembolsados fueron destinados a diversas empresas industriales, constructoras o de transporte, con proyectos ubicados en siete jurisdicciones (provincias de Santa Fe, Mendoza, Entre Ríos, Córdoba, Corrientes y Buenos Aires y Ciudad Autónoma de Buenos Aires). La tasa de interés a abonar por las entidades financieras sobre los fondos ya adjudicados es de 9% nominal anual, mientras que el costo financiero total para los respectivos prestatarios es de 9,9% nominal anual.

Aggregados Monetarios y Metas Cuantitativas

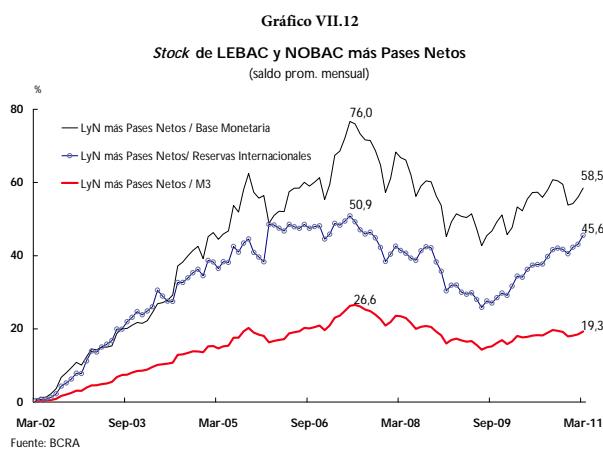
Las acciones del Banco Central están orientadas a que, tanto la emisión primaria de dinero asociada principalmente a su intervención cambiaria como la creación secundaria motorizada por el vigoroso crecimiento del crédito resulten compatibles con el aumento de la demanda de dinero para, de esa forma, mantener equilibrado el mercado monetario.

En el primer trimestre de 2011 se cumplió la meta establecida en el Programa Monetario para ese período. La tasa de crecimiento trimestral del M2 alcanzó a 4,7%, ubicándose 0,6 p.p. por debajo del escenario base (5,3%). El crecimiento trimestral del M2 privado (4,5%) también resultó consistente con la meta anual establecida para este agregado monetario en el escenario base del Programa Monetario 2011 (PM 2011), que para diciembre se fijó en 29,2%.

Entre los factores que explicaron el crecimiento trimestral de los agregados monetarios en pesos (M3) se destacaron las compras de divisas del Banco Central, y el crecimiento del crédito en pesos al sector privado, cuyo desempeño entre enero y marzo del presente año resultó compatible con el proyectado en el escenario base del PM 2011 (ver Gráfico VII.9). También se verificó una expansión —menor a la explicada por la compra de divisas y el aumento del crédito— como producto de las operaciones del sector público, cuyo efecto monetario en el primer trimestre está asociado fundamentalmente al “arrastre” generado por la operatoria de fines de 2010²⁴.

La mayor parte de la expansión monetaria contribuyó a abastecer el fortalecimiento de los componentes de la demanda de dinero más asociados al ahorro, como los depósitos a plazo fijo, cuyo incremento representó más

²⁴ Debido a que las metas contempladas en el PM son promedio mensual.

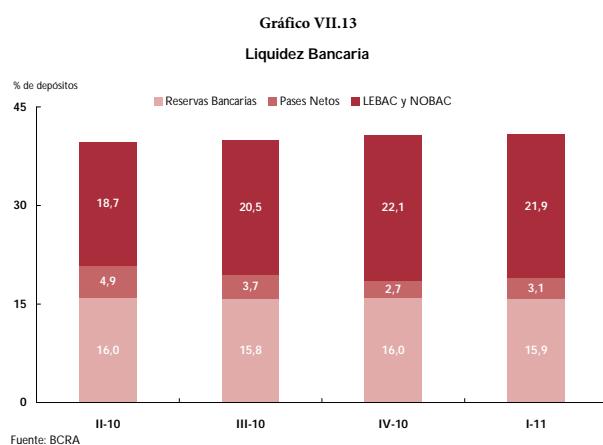


del 60% del aumento trimestral del M3. De esta manera, las colocaciones a plazo fijo acumulan en los últimos doce meses una expansión de 33,4%, la mayor desde la salida de la convertibilidad (ver Gráfico VII.10).

En el segmento en moneda extranjera, el total de depósitos mostró una reducción entre diciembre y marzo de 3,8%, explicada mayoritariamente por la caída de las colocaciones del sector público. Los depósitos pertenecientes al sector privado crecieron en el trimestre 4,6%, presentando aumentos tanto en las colocaciones a la vista como en las a plazo fijo. De esta forma, el agregado más amplio, M3*, que incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios y el total de depósitos en pesos y en moneda extranjera (expresados en pesos), aumentó en los primeros tres meses 8,1% (\$32.580 millones).

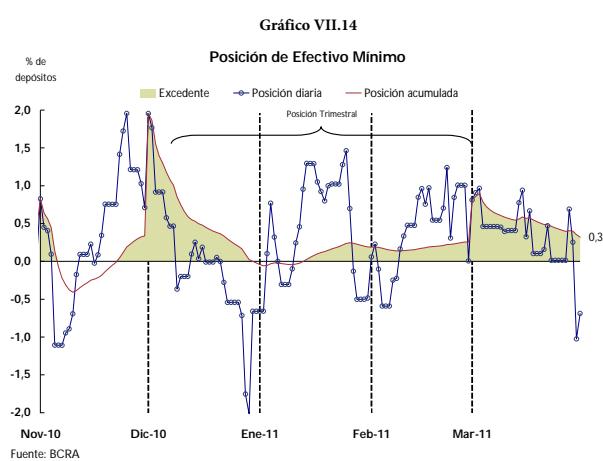
Esterilización

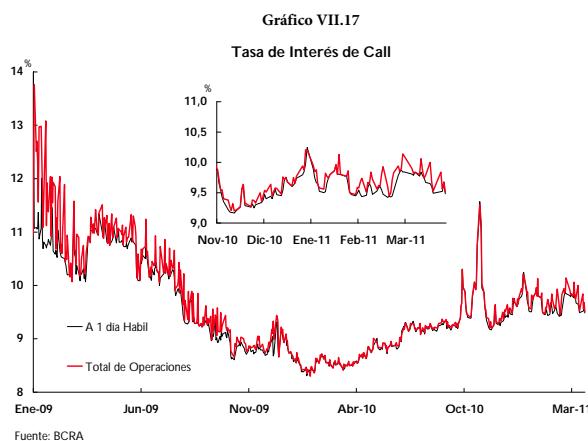
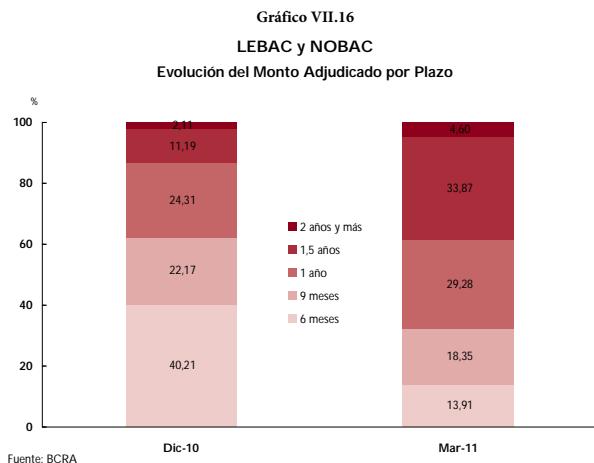
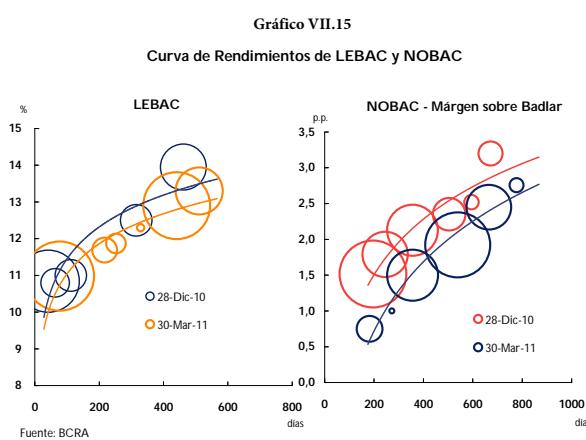
El Banco Central esteriliza la expansión monetaria excedente, de forma de mantener el crecimiento de los agregados monetarios dentro del rango establecido en su Programa Monetario. En el trimestre, mediante la colocación de LEBAC y NOBAC y la concertación de operaciones de pases el BCRA absorbió \$10.900 millones, lo que equivalió a más del 80% de la expansión generada por las compras de divisas. Así, la Base Monetaria (BM) acumuló un crecimiento de 5% en el primer trimestre de 2011 (ver Gráfico VII.11). Si bien los pasivos no monetarios del Banco Central han aumentado como contrapartida de la esterilización, su ratio respecto a las Reservas Internacionales y a los agregados monetarios aún se encuentra por debajo de los máximos alcanzados a mediados de 2007 (ver Gráfico VII.12).



La esterilización que viene llevando a cabo el BCRA tiene su correlato en la composición de la liquidez bancaria. En efecto, la denominada “liquidez amplia” de las entidades financieras está compuesta por una parte regulatoria, asociada al cumplimiento de los requerimientos de encaje (que se integran con dinero en efectivo y saldos en cuentas corrientes en el BCRA) y otra voluntaria, constituida por las tenencias de instrumentos de regulación monetaria y por las reservas bancarias excedentes. En el primer trimestre del año, la liquidez amplia en pesos de las entidades pasó a representar el 40,9% del total de los depósitos en pesos. El leve aumento respecto de los tres meses previos (0,2 p.p.) se explicó por la suba en las tenencias de instrumentos de regulación monetaria (ver Gráfico VII.13).

En febrero, la posición de Efectivo Mínimo (EM), calculada como la diferencia entre la integración y las exigencias





cias de encajes para el trimestre dic-10 - feb-11, terminó en 0,25% del total de los depósitos en pesos, mientras que en marzo ascendió a 0,3% de los depósitos (ver Gráfico VII.14). Para el segmento en moneda extranjera, el excedente continúa en niveles elevados (43,9%), aunque gracias a la continua aplicación de recursos en moneda extranjera al otorgamiento de préstamos destinados a las actividades ligadas al sector exportador, la posición se redujo 4,9 p.p. respecto a diciembre de 2010.

Tasas de Interés²⁵

La absorción monetaria fue llevada a cabo sin generar presiones sobre las tasas de interés. Incluso, durante el primer trimestre se registraron leves reducciones de las tasas de interés de las LEBAC y las NOBAC, especialmente en las especies de mayor plazo (ver Gráfico VII.15).

A su vez, la vida promedio del total de las colocaciones fue aumentando gradualmente. Al comparar lo adjudicado en marzo de 2011 con lo adjudicado en diciembre de 2010 se observa que mientras en este último mes el 38% de las especies se adjudicaron a un año o más de plazo, en marzo ese porcentaje se elevó al 68% (ver Gráfico VII.16).

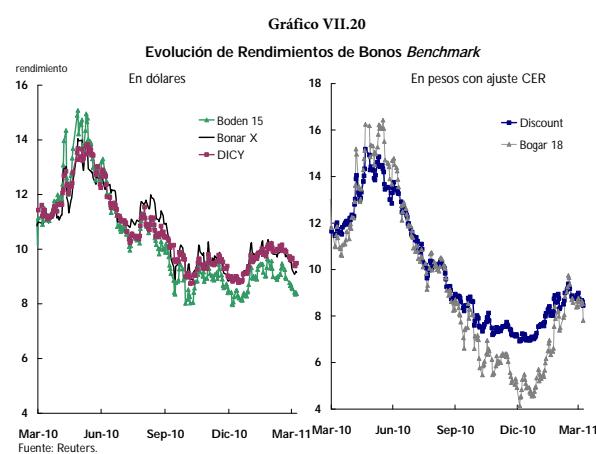
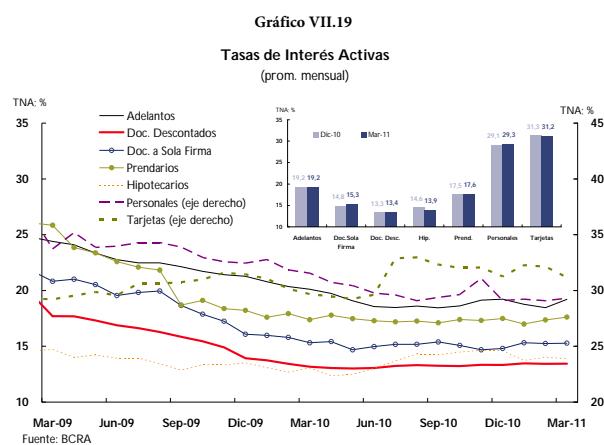
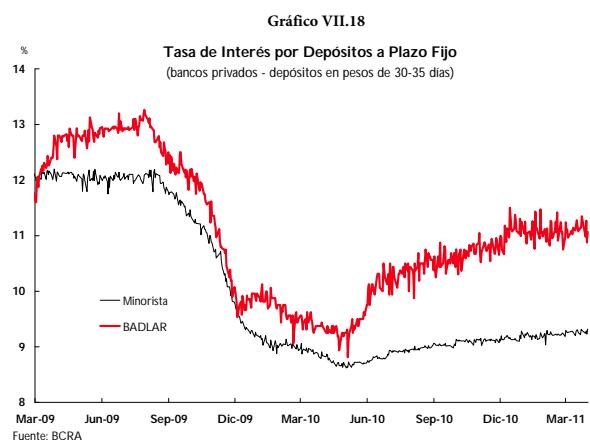
Por otra parte, el Banco Central mantuvo las tasas de interés de sus operaciones de pase en los mismos niveles vigentes desde octubre de 2009 (en 9,0% y 9,5% la de los pasos pasivos a 1 y 7 días de plazo, y en 11,0% y 11,5% las de sus pases activos a 1 y 7 días de plazo, respectivamente).

Las tasas de interés del mercado interbancario (*call*) se mantuvieron estables, en línea con las establecidas por el BCRA como referencia en sus operaciones de pase. Tan sólo la tasa de interés de los préstamos interbancarios como la de las operaciones de pase entre entidades, a 1 día hábil en ambos casos, finalizaron en 9,7% (ver Gráfico VII.17).

También se mantuvieron estables las tasas de interés pasivas. En efecto, la BADLAR promedio mensual de Bancos Privados se ubicó en 11,1%, mientras que la correspondiente al tramo minorista (hasta \$100 mil), se mantuvo en 9,2% (ver Gráfico VII.18).

En cambio, las tasas de interés activas presentaron mayor heterogeneidad, registrándose subas en algunas líneas y descensos en otras. Mientras la tasa de interés promedio de los préstamos hipotecarios a las familias se

²⁵ Las tasas de interés a las que se hacen referencia en esta sección están expresadas en término nominal anual (TNA).



redujo 0,7 p.p., la de los documentos a sola firma se incrementó 0,5 p.p. (ver Gráfico VII.19).

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

El BCRA ha venido implementando una serie de medidas tendientes a favorecer la bancarización, a la universalización del acceso a los servicios financieros en todos los segmentos socioeconómicos de la población y a desalentar el uso del dinero en efectivo. En este sentido, en 2010 dispuso la implementación de la “Cuenta Gratuita Universal”, que a mediados de abril de 2011 alcanzaba un total de 58.200 cuentas abiertas.

En el mismo sentido, el Banco Central implementó los Cheques Cancelatorios para operaciones de mayores montos (compra de inmuebles o automotores, entre otros), instrumentos que hasta fines de marzo acumularon operaciones por un monto de \$94 millones (casi 1.500 cheques en moneda local) y US\$89 millones (unos 1.700 cheques en moneda extranjera).

Adicionalmente, a partir de noviembre de 2010 entraron en vigencia los límites dispuestos por esta Institución a las comisiones que pueden aplicar los bancos por el servicio de transferencias (vía cajeros electrónicos, Internet o ventanilla de las entidades), llevando a cero el costo de aquellas operaciones hasta a \$10.000 realizadas a través de medios electrónicos. Para facilitar el uso de las transferencias electrónicas, a partir del 24 de abril, las mismas se realizarán en forma inmediata entre cuenta y cuenta.²⁶

VII.3 Otros Activos

En un contexto de mayor incertidumbre en los mercados internacionales, en el primer trimestre de 2011 se observó una toma de ganancias de los activos financieros de la Argentina. En efecto, luego de registrar importantes avances en los dos trimestres anteriores —en el marco de los canjes de deuda con *holdouts*, el pago de vencimientos de deuda con reservas y el inicio de las negociaciones con el Club de París—, en los primeros tres meses de 2011 los títulos públicos argentinos y las acciones cotizaron en baja. También se registró una merma en materia de montos negociados en el mercado secundario y colocados en el mercado primario (en parte debido a factores estacionales), aunque en términos interanuales se mantuvo la tendencia positiva.

Los títulos públicos argentinos cerraron el período con caídas de precios y ampliación de rendimientos de inten-

²⁶ Ver Com. A 5.195.

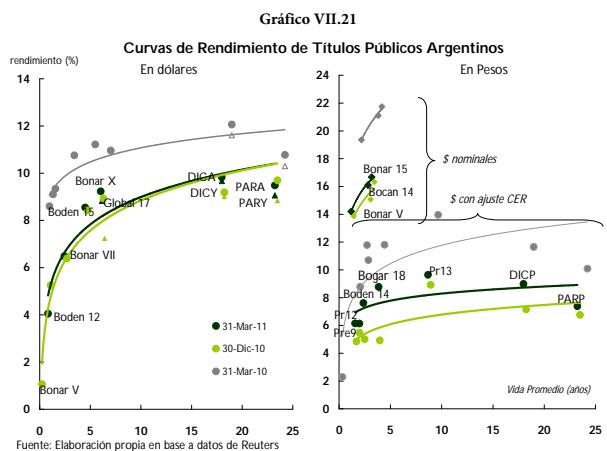
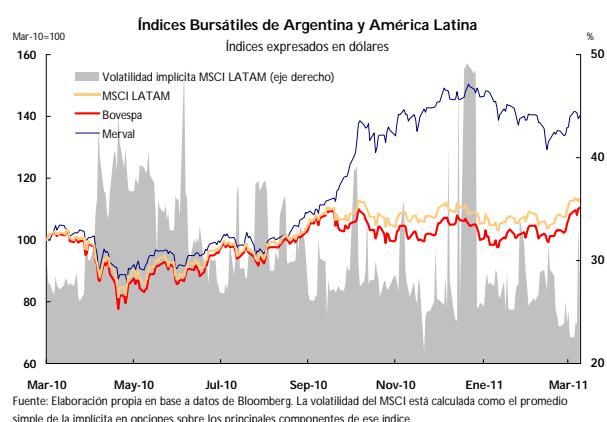


Gráfico VII.22



Gráfico VII.23



sidad heterogénea entre especies, aunque el deterioro representó sólo una fracción del avance registrado en la segunda parte del año pasado (ver Gráfico VII.20). Las especies en moneda extranjera mostraron cierta fortaleza relativa, en un escenario marcado por una depreciación de la moneda local contra el dólar y en el cual se verificó el vencimiento del Bonar V en dólares. Así, los rendimientos se mantuvieron relativamente estables en la parte corta de la curva en dólares —que se habría visto particularmente beneficiada por la reinversión del monto pagado por el mencionado Bonar—, mientras para aquellos instrumentos con más de 5 años de vida promedio se registraron ampliaciones que promediaron los 60 p.b.

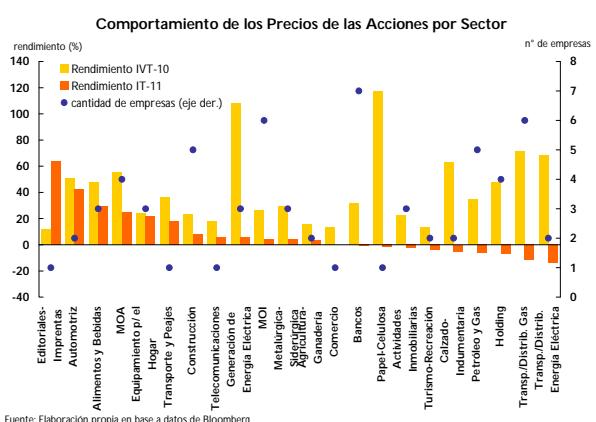
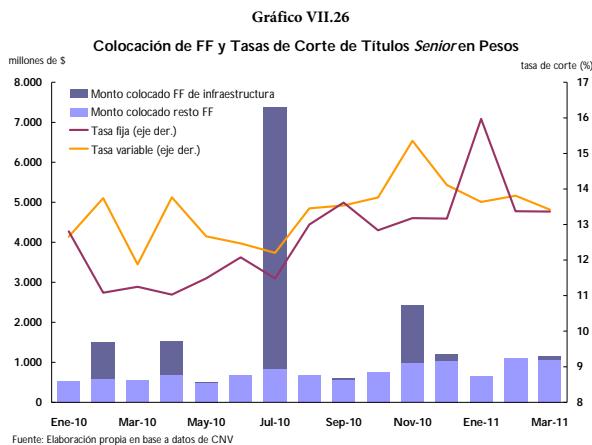
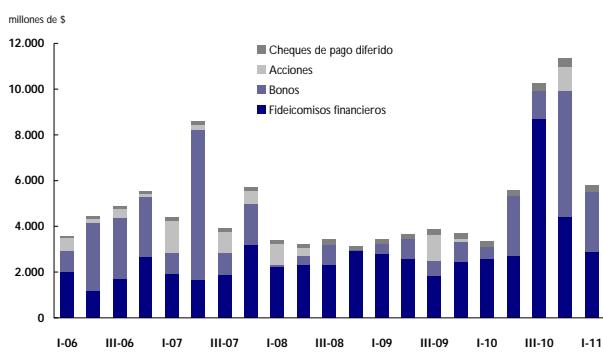
Por su parte, entre los títulos públicos en moneda local las subas en los retornos promediaron unos 60 p.b. para los bonos nominales y unos 170 p.b. para los instrumentos con CER (ver Gráfico VII.21). Distinto fue el caso de las Unidades Vinculadas al PIB (UVP), cuyos precios siguieron avanzando y acumularon en el trimestre un alza de 10% en promedio tanto para las especies en pesos como en dólares, acompañando a las mejores perspectivas de crecimiento. Finalmente, los montos operados en instrumentos de renta fija²⁷ ascendieron a casi \$1.400 millones por día durante los tres primeros meses del año. Si bien este monto implicó una caída con respecto al último trimestre del año pasado (un movimiento que también se observó en el primer trimestre de 2009 y 2010), representó un avance mayor a 60% en términos interanuales.

El debilitamiento de los precios de la deuda en dólares con legislación internacional llevó a que el *spread* de la deuda argentina en los mercados secundarios cerrara el trimestre en un nivel de casi 540 p.b., con un deterioro de 40 p.b. según el EMBI+ del país (pese que a se mantiene 140 p.b. por debajo de su promedio en todo 2010, ver Gráfico VII.22). Esto implicó que a nivel trimestral se ampliara el diferencial con respecto *benchmarks* de la región como el EMBI+ de América Latina y el de Brasil, si bien el nivel de los *spreads* argentinos siguió por debajo del promedio de otros países con igual calificación crediticia.

En términos del mercado de renta variable, el Merval acumuló en el primer trimestre una contracción de casi 4% en pesos y 6% en dólares, contrastando con el leve avance en dólares del MSCI latinoamericano o del Bovespa en igual período (ver Gráfico VII.23). Esta toma de ganancias se dio tras una suba de 33% del Merval en dólares en el último trimestre del año pasado, muy por encima del rendimiento que evidenció el MSCI latinoame-

²⁷ En el MAE y la BCBA. Incluye tanto títulos públicos como instrumentos del BCRA (LEBAC y NOBAC).

Gráfico VII.24

Gráfico VII.25
Financiamiento de Empresas Locales a través del Mercado de Capitales

ricano (5%). A nivel sectorial, el comportamiento en los primeros tres meses de 2011 fue mixto: mientras que el deterioro en las cotizaciones estuvo liderado por empresas del sector energético (petróleo y gas, transporte / distribución de gas y energía eléctrica), hubo otros sectores cuyos precios siguieron mejorando (automotriz, alimentos y bebidas, manufacturas de origen agropecuario y construcción, entre otros; ver Gráfico VII.24). Por otra parte, en el período se operó un promedio diario de casi \$60 millones en acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), con una merma trimestral de 32% que responde en parte a cierta estacionalidad, aunque en términos interanuales se mantuvo la tendencia positiva, con una mejora de 38%.

El financiamiento de las empresas a través de los mercados alcanzó los \$5.800 millones (ver Gráfico VII.25), casi la mitad del importante monto registrado durante el trimestre anterior, también parcialmente debido a factores estacionales. Sin embargo, en términos interanuales se verifica un incremento superior al 70%, en buena parte explicado por las obligaciones negociables (ONs) —mayormente de bancos y financieras, seguidas por colocaciones del sector energético— que crecieron con respecto a igual período de 2010. Por su parte, el comportamiento descendente en comparación con el trimestre directamente anterior fue generalizado entre los diferentes instrumentos, pero estuvo liderado por la menor colocación de obligaciones negociables (cayeron a la mitad) y de acciones (sin operaciones este trimestre, aunque su participación es más marginal). No obstante, la colocación de ONs del trimestre supera ampliamente a la de igual período de años anteriores.

Para los fideicomisos, el principal instrumento de financiamiento a través de mercados en el primer trimestre de 2011, se destaca la menor colocación de aquellos dedicados a financiar infraestructura (ver Gráfico VII.26). En este contexto, casi el 85% de los activos subyacentes de los fideicomisos fueron préstamos personales y cupones de tarjetas de crédito, contra casi 60% el trimestre anterior. Se verificó además una merma en los plazos promedios ponderados de colocación, mientras que las tasas de corte para la deuda senior en pesos mostraron un comportamiento mixto según se trate de instrumentos a tasa fija o a tasa variable. Para los instrumentos a tasa fija el costo tendió a subir, mostrando además una mayor volatilidad.

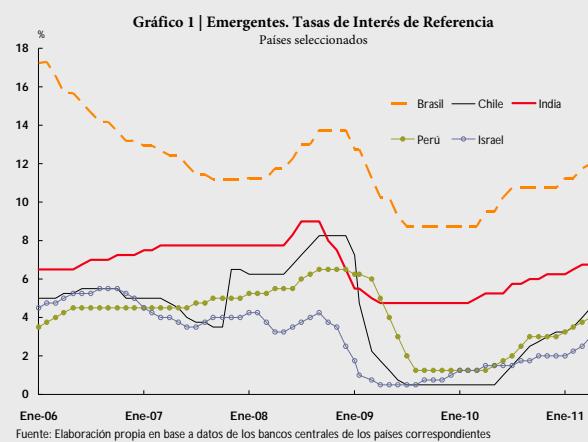
Al igual que para la generalidad de los activos de economías emergentes, y en el marco de buenos indicadores de actividad y bajo nivel de endeudamiento a nivel local, en principio se mantienen las expectativas positivas con respecto a los instrumentos financieros de la Argentina

para los próximos meses, aunque los mismos seguirán estando condicionados por la evolución de los mercados internacionales. En tal sentido, se destaca que diferentes bancos de inversión continúan recomendando la compra de activos específicos como, por ejemplo, los títulos y UVp emitidos por el Gobierno. Por otra parte, en materia de colocaciones en el mercado, diversas provincias tienen planes de conseguir financiamiento a través de instrumentos de deuda, al tiempo que hay varios proyectos de empresas locales para emitir acciones y colocar obligaciones negociables en los próximos meses, entre los que predominan los agentes del sector bancario y de financieras.

Apartado 3 / Medidas recientes de los Bancos Centrales de economías emergentes frente a la entrada de capitales

Desde mediados de 2010 la economía mundial evidencia una clara diferencia entre el desempeño de los países emergentes y el de los desarrollados. Mientras los primeros muestran una tasa de crecimiento estimada para 2010 de 7,3% y una proyectada para 2011 de 6,5%, los países avanzados habrían crecido 3% en 2010 y lo harían en 2,4% en 2011. Estas distintas perspectivas de crecimiento, junto con el diferencial de rendimiento que ofrecen los activos financieros de las economías emergentes (ver Gráficos 1 y 2), reconfiguraron los flujos de inversión, que se orientaron mayormente hacia estas últimas. En este sentido, se observa que los fondos de inversión especializados en acciones y bonos de estos países registraron entradas récord en 2010, superando los registros del 2009.

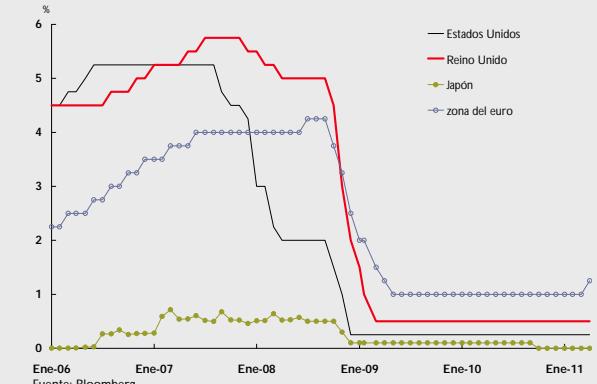
Los efectos producidos por los influjos de capitales son materia de debate, pero existe un mayor consenso cuando éstos toman la forma de capitales financieros de corto plazo. Al estar alentados en buena forma por el apetito por el riesgo de los inversores internacionales y las condiciones de liquidez internacional, suelen llevar a apreciaciones de la moneda, burbujas en el precio de activos y niveles de endeudamiento que no se condicen con la capacidad productiva de los países receptores. Al revertirse la dirección de los flujos, cosa que suele ocurrir antes de que estas economías estén preparadas para afrontar la situación, los niveles de actividad y empleo suelen verse seriamente dañados, pudiendo ocurrir crisis financieras severas.



Para prevenir situaciones de este tipo, las autoridades de las economías emergentes están evitando la decisión de subir las tasas de interés, lo que atraería capitales financieros externos, o complementan esta decisión con medidas tendientes a limitar sus efectos perjudiciales. Estas medidas pueden consistir, por ejemplo, en la imposición de costos a los ingresos brutos de capitales o en la inter-

vención directa en el mercado de cambios para evitar las fluctuaciones cambiarias, con el acompañamiento de una esterilización monetaria que permita equilibrar la oferta con la demanda de dinero.

Gráfico 2 | Tasas de Interés de Referencia G7



Yendo a los casos concretos, entre los países de Latinoamérica, el Banco Central de Brasil, además de intervenir activamente en el mercado cambiario, dio inicio a una política activa de colocación de swaps de monedas, y estableció un encaje sobre la posición vendida en dólares norteamericanos de las entidades financieras, con la intención de evitar una mayor apreciación de su moneda local. A fines de 2009, previo a estas medidas, el Ministerio de Finanzas brasileño había implementado un impuesto al estilo "Tobin" de 2% sobre las transacciones de no residentes en títulos de renta fija y variable, y en octubre de 2010 se incrementó dos veces la alícuota sobre las transacciones de no residentes en títulos de renta fija.

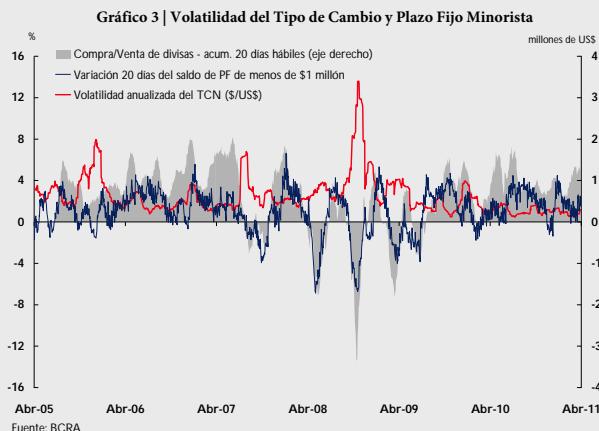
Por su parte, el Banco Central de Chile anunció a principios de 2011²⁸ un programa de compra de dólares (a través de subastas diarias competitivas) con el fin de suavizar los efectos de la apreciación de la moneda local y fortalecer su posición de Reservas Internacionales. Con el fin de mantener un nivel de liquidez consistente con la tasa de política monetaria vigente, el efecto monetario de este programa está siendo esterilizado completamente, mediante la emisión de bonos y el uso de facilidades permanentes.

El Banco Central de Colombia viene realizando desde 2010 un programa de compra de dólares similar al chileno. En el caso de Perú, el Banco Central ha elevado significativamente tanto el coeficiente del encaje míni-

²⁸ Una medida similar había sido anunciada a principios de 2008.

mo legal como la tasa de encaje marginal (sobre los nuevos depósitos) para las obligaciones en monedas local y extranjera.²⁹

En el caso de la Argentina, ya se había adoptado en los años previos a la crisis 2007-2010 un esquema de política monetaria que incluye un encaje a los flujos de capitales financieros de corto plazo, límites a la salida de capitales, un régimen de flotación administrada de la moneda destinado a morigerar la volatilidad del tipo de cambio, y una política de acumulación de Reservas Internacionales, acompañada de la esterilización de la emisión monetaria excedente para hacerla compatible con las necesidades de liquidez de la economía. El régimen de flotación administrada del tipo de cambio permite morigerar fluctuaciones disociadas de los fundamentos macroeconómicos, teniendo en cuenta que en una economía con cierto nivel de sustitución de monedas, una excesiva volatilidad podría atentar contra la estabilidad financiera (ver Gráfico 3). La acumulación de Reservas Internacionales actúa como un seguro ante cambios transitorios en las condiciones financieras internacionales, otorgando una garantía de estabilidad macroeconómica que incrementa la independencia financiera, aumenta la confianza en la moneda local y reduce el impacto de *shocks* externos, así como el costo de financiamiento público y privado, entre otras ventajas.



Fuera de la región, un caso particular es el del Banco Central de Turquía que implementó una política mixta de disminución progresiva de la tasa de interés de referencia (para desincentivar el ingreso de capitales), acompañada por un aumento paulatino de los coeficientes de encaje bancarios, discriminando según el tipo de depósito y la moneda de origen, con la finalidad de

administrar la liquidez. En el mismo sentido, las autoridades monetarias de India e Indonesia optaron por subas reiteradas de los coeficientes de encaje, evitando así incentivar la entrada de capitales. Por su parte, el Banco Central de Tailandia, además de subir su tasa de interés de referencia, estableció controles a la entrada de capitales, y comenzó a gravar la renta de bonos domésticos para los no residentes. El Banco Central de Israel ha ido aumentando la tasa de interés de referencia e interviniendo en el mercado de divisas. Ante la posible gestación de una burbuja inmobiliaria, la autoridad monetaria de ese país también dispuso un aumento en las previsiones que los bancos comerciales deben hacer sobre los préstamos hipotecarios. Por último, Corea estableció un impuesto a la compraventa de títulos de renta fija.

Este accionar de los Bancos Centrales de economías emergentes demuestra que los objetivos de política monetaria se han extendido para incluir ahora la preservación de los sistemas financieros y los aparatos productivos domésticos de los efectos negativos de los flujos financieros de corto plazo, para lo que se están adoptando una serie variada de medidas macroprudenciales.

²⁹ Durante el segundo semestre de 2010 se incrementó la tasa del Encage Mínimo y Legal en 3 p.p., tanto en moneda nacional como extranjera, siendo actualmente el coeficiente en ambos casos de 9%. La tasa del encaje marginal en moneda nacional aumentó, en el mismo período, 25 p.p., pasando de 0% en Junio a 25% en Diciembre. La tasa del encaje marginal en moneda extrajera aumentó 25 p.p., de 30% a 55%.

VIII. Inflación

VIII.1 Síntesis

Los Precios Implícitos (IPI) del PIB aumentaron 18,0% interanual (i.a.) en el cuarto trimestre de 2010, variación que fue explicada principalmente por el alza de los precios implícitos de las exportaciones. En el promedio de 2010 los precios implícitos del PIB crecieron 15,4%, superando en 5 puntos porcentuales (p.p.) el registro de 2009. En tanto, en el primer trimestre de 2011 los indicadores de precios mayoristas y minoristas reflejaron una desaceleración en su tasa de aumento interanual. La evolución de los precios minoristas respondió a un comportamiento más moderado de los alimentos, al no repetirse los shocks de oferta de inicios de 2010. Los precios mayoristas también redujeron su aumento interanual debido fundamentalmente a un menor dinamismo de las cotizaciones de las manufacturas y de los productos primarios, en línea con los precios internacionales.

La moderación de los precios de los alimentos a nivel minorista durante el trimestre se explica por el comportamiento de los precios de las carnes, que habían experimentado un salto de 19% durante los primeros meses del año 2010, mientras que el resto de los alimentos, particularmente los estacionales, evidenciaron incrementos menores. De esta manera, los precios de los alimentos continuaron reduciendo sus subas y acumularon en el trimestre la menor variación desde mediados de 2009. En tanto, los precios de los bienes y servicios no alimentarios exhibieron en el período un mayor aumento, aunque en términos relativos permanecen rezagados con respecto a los valores de los alimentos.

Analizando la evolución de los precios al consumidor de los Bienes y de los Servicios se observa una situación inversa a la del año previo, con los Bienes registrando una moderación mientras que los Servicios, impulsados por aquellos cuyos precios no están regulados, están recuperándose relativamente.

En el primer trimestre de 2011 los precios mayoristas registraron subas inferiores a las de un año atrás permitiendo que la tasa de crecimiento interanual continúe la tendencia descendente iniciada a mediados de 2010. Este comportamiento se explica por la evolución de los Productos nacionales, donde se destaca la desaceleración de los Productos primarios a partir de la dinámica del ganado vacuno, parcialmente contrarrestada por el aumento de las cotizaciones agrícolas. También contribuyeron a la menor suba los Productos manufacturados nacionales, en tanto, que los Productos importados se incrementaron a tasas superiores a las de un año atrás, acompañando la evolución de los precios internacionales.

Por último, los Costos de la Construcción presentaron en los primeros meses de este año un ritmo superior al promedio de 2010, con la mayor contribución proveniente de los costos salariales.

Para los próximos meses, de no mediar shocks que afecten la oferta de los alimentos, se espera que el ritmo de variación de los precios se mantenga estable.

Gráfico VIII.1

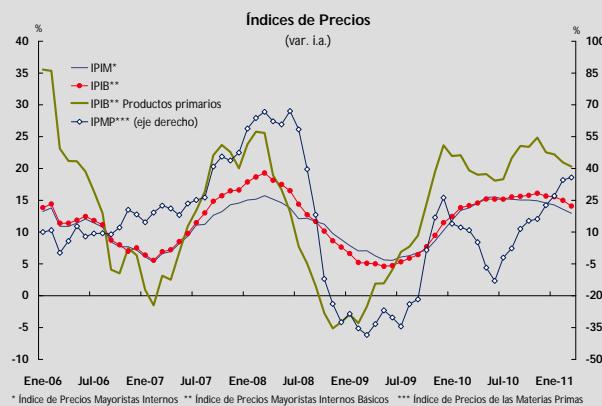


Gráfico VIII.2

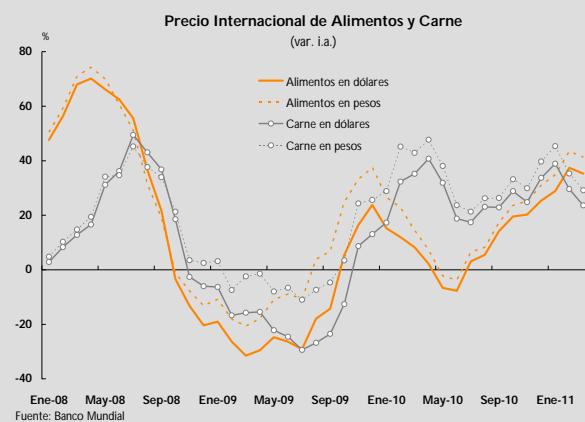
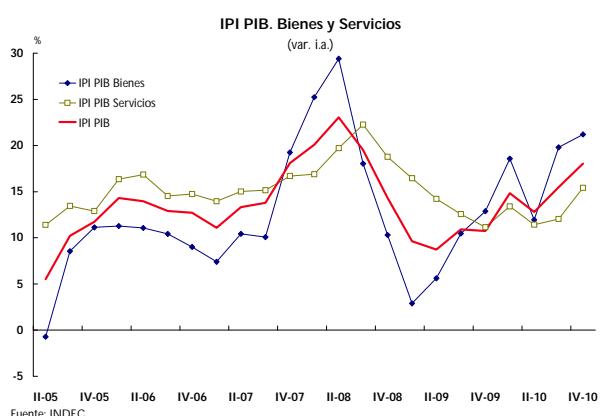


Gráfico VIII.3



VIII.2 Precios Implícitos del Producto

Durante el último trimestre de 2010 el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB aumentó 18,0% interanual (i.a.), debido mayormente a una recuperación de los precios implícitos de las exportaciones. Así, el promedio anual del índice arrojó un incremento de 15,4%.

Desagregando el IPI entre Bienes y Servicios, se verificaron subas en ambos componentes, pero con un achicamiento de la brecha, donde los Servicios recuperaron dinamismo. Sin embargo, durante todo 2010, al igual que en lo reflejado por los precios minoristas, los precios de los Bienes crecieron por encima de los de los Servicios (ver Gráfico VIII.3).

Se espera que en el primer trimestre de 2011, el IPI PIB modere su crecimiento teniendo en cuenta que durante los primeros meses de 2011 los índices de precios, tanto a nivel minorista como mayorista, redujeron el ritmo de aumento interanual.

VIII.3 Precios Minoristas

En el primer trimestre del año los distintos indicadores de la evolución de los precios al consumidor mostraron una desaceleración impulsada por los alimentos. Por su parte, los rubros no alimentarios exhibieron una dinámica opuesta, a partir de un aumento observado en los servicios no regulados (ver Gráfico VIII.4).

En particular, la suba de los precios de los alimentos en los primeros meses del año fue sólo una quinta parte de lo observado durante el mismo período de 2010 para el promedio de los diversos indicadores de precios al consumidor del interior del país y de Capital Federal y el Gran Buenos Aires (GBA). La inexistencia de *shocks* de oferta en el mercado de carne vacuna marcó la principal diferencia entre ambos períodos (ver Gráfico VIII.5).

Dentro del primer trimestre se destacó la suba de los precios de las bebidas en contraposición con lo observado con las cotizaciones de los alimentos, que permanecieron estables. A su vez, se observó cierta heterogeneidad en el comportamiento de los diversos capítulos de alimentos, donde se acumularon importantes caídas en carnes y verduras que compensaron el aumento registrado en aceites, productos lácteos y azúcar, miel, dulces y cacao.

La oferta de carne vacuna presenta restricciones por el inicio de un ciclo de retención de vientres y por la falta de hacienda pesada, dado que la menor cantidad de parturiciones registradas durante el período de sequía en 2009

Gráfico VIII.4

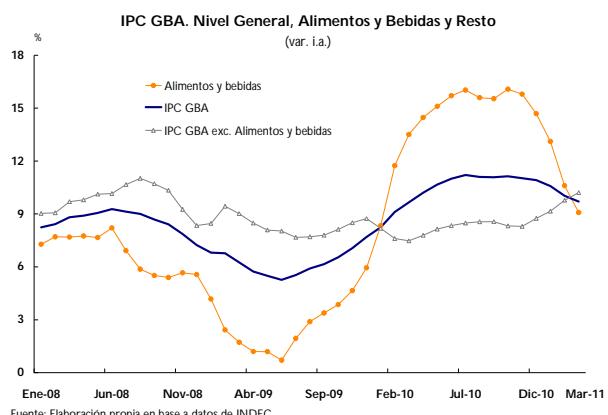
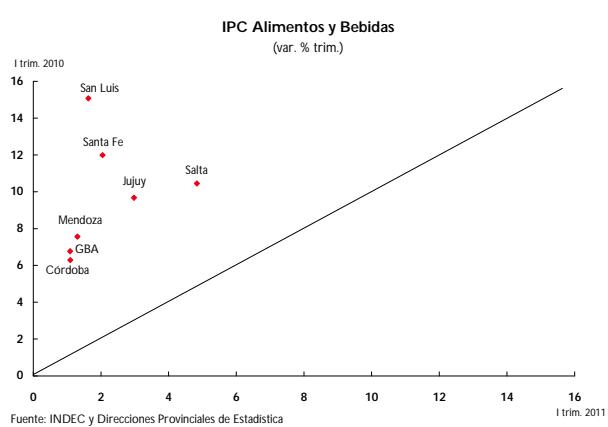
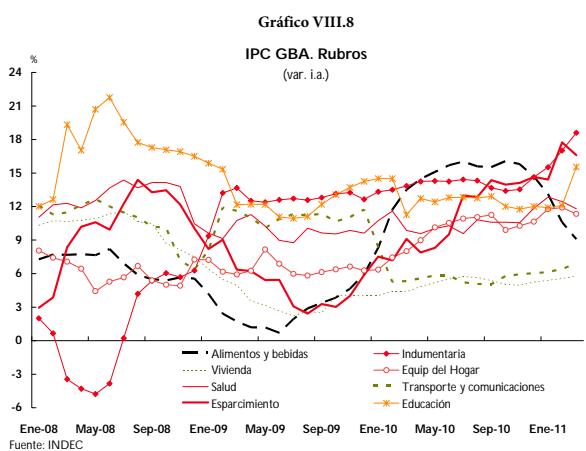
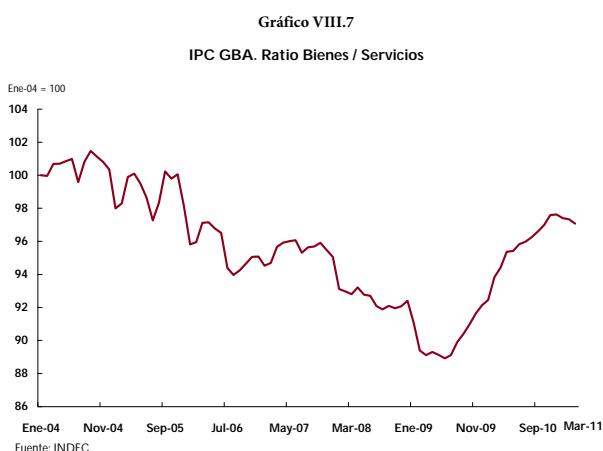
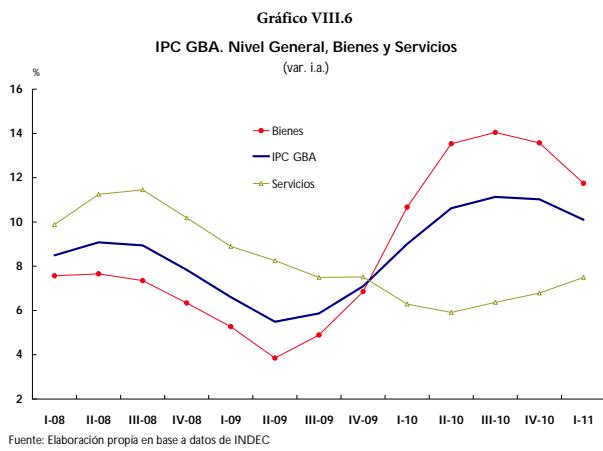


Gráfico VIII.5





impacta en la oferta actual. Considerando la baja elasticidad del consumo de este bien³⁰, hacia adelante es esperable que el precio de la carne vacuna pueda exhibir nuevos ajustes. No obstante, en el mediano plazo habría presiones menores a partir de la recomposición del rodeo nacional, ya que se espera que el ciclo de liquidación de vientos continúe su proceso de reversión.

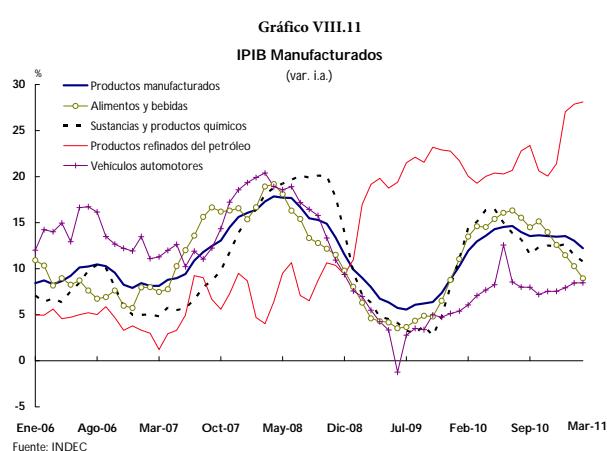
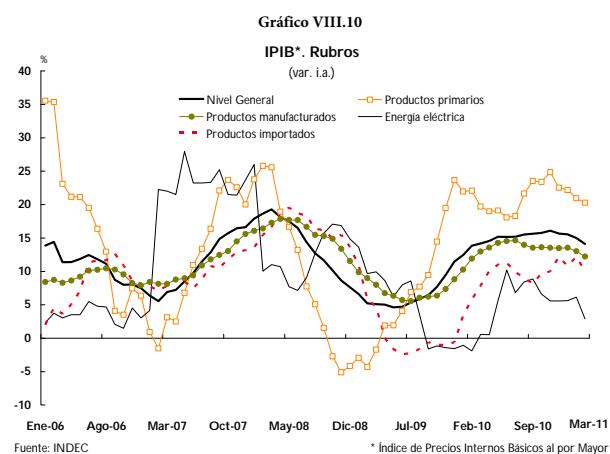
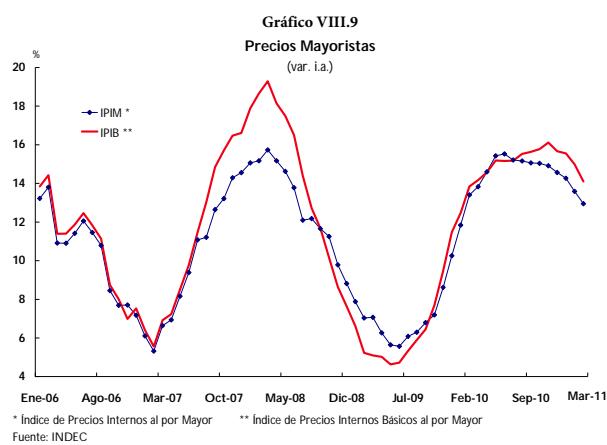
Por su parte, los rubros no alimentarios, tanto en el interior del país como en el GBA registraron aumentos, impulsados principalmente por Indumentaria, Educación y Espaciamiento.

Analizando la evolución de los precios al consumidor entre Bienes y Servicios se observa la situación inversa que en 2010, con los bienes registrando una ligera desaceleración en términos interanuales —fundamentalmente por la moderación de los alimentos— al tiempo que los servicios, impulsados por aquellos cuyos precios no son regulados, están recuperándose relativamente (ver Gráficos VIII.6 y VIII.7).

En particular, durante los primeros meses del año los servicios han registrado ajustes en sus precios, destacándose los incrementos en los gastos por expensas, influidos mayormente por las subas salariales de los encargados de edificio, los servicios educativos, debido a los incrementos de las matrículas de los colegios privados y aumentos en las cuotas ya pactadas el año previo, y los servicios para la salud, principalmente por el impacto de las subas en la medicina prepaga. También hubo ajustes en los precios de los estacionamientos, peajes, servicios de televisión por cable, servicios de espaciamiento, destacándose las subas en cuotas de los gimnasios y clubes y en la comida fuera del hogar, entre otros. Por su parte, los precios de los servicios incluidos en el rubro Turismo mantuvieron los niveles de temporada alta por un período más prolongado debido a la mayor cantidad de feriados que hubo este mes de marzo comparado con el del año previo (ver Gráfico VIII.8).

En resumen, en los primeros meses de 2011 no se repitieron los mismos *shocks* de oferta en el mercado ganadero que caracterizaron el comienzo de 2010. Dada la importancia que tiene la carne dentro de la canasta de consumo (10%), el menor dinamismo de estos precios fue el principal responsable de la desaceleración observada en los índices generales. Paralelamente, se observó una recuperación relativa de los precios de los servicios no regulados.

³⁰ Según el Instituto de Promoción de la Carne Vacuna (IPCV) el consumo de carne vacuna se redujo en promedio 15,7% en 2010, mientras que el precio minorista aumentó a una tasa superior.



VIII.4 Precios Mayoristas

Los precios mayoristas evidenciaron una ligera desaceleración en su tasa de crecimiento interanual impulsada por los Productos nacionales, manteniendo un incremento mensual similar al de fines de 2010 (ver Gráficos VIII.9 y VIII.10).

Los Productos primarios continúan exhibiendo subas, aunque disminuyendo su tasa de crecimiento en términos interanuales. La desaceleración se explica por la evolución de los precios del ganado vacuno y la leche, al no registrarse los *shocks* de oferta que tuvieron lugar un año atrás. Este efecto fue contrarrestado parcialmente por los productos agrícolas que continuaron con un elevado ritmo de suba, en forma consistente con la evolución de los precios de las materias primas en los mercados mundiales. Particularmente se verificaron alzas significativas en el valor de los cereales y de las oleaginosas (ver Apartado 4 y Sección II).

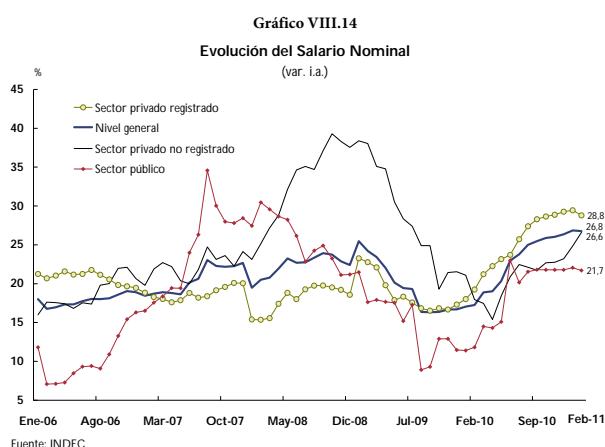
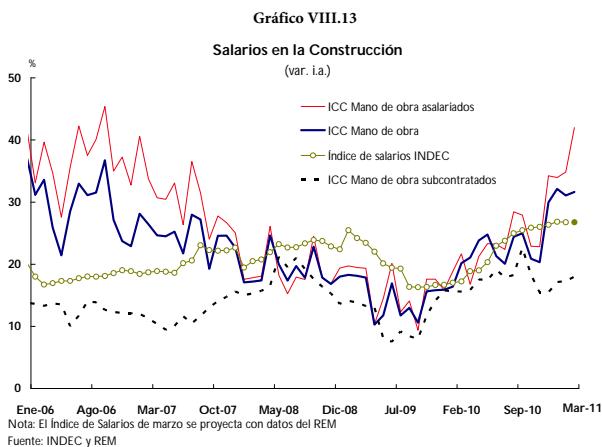
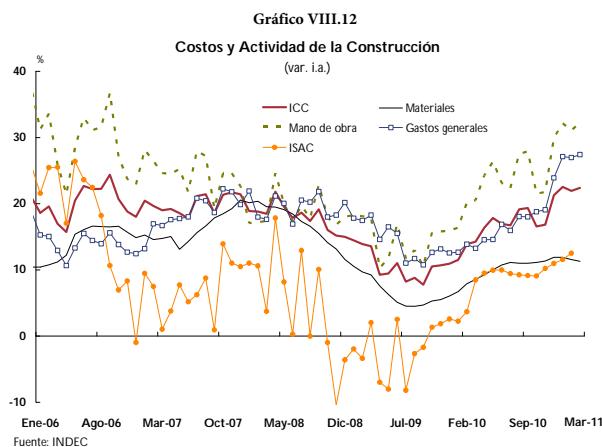
Por su parte, los Productos manufacturados mantuvieron relativamente estable su trayectoria interanual en los últimos meses de 2011, con una ligera tendencia a la baja. Los rubros con mayor incidencia en la suba acumulada en el año continuaron siendo los Productos refinados de petróleo, por su importante dinamismo al aumentar 28% i.a. en marzo, y los Alimentos y bebidas, a pesar de la desaceleración que registró este último rubro a inicios del año, por su elevada incidencia (19%; ver Gráfico VIII.11).

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

VIII.5 Costos de la Construcción

Los costos de la construcción continuaron en aumento, finalizando el trimestre con un alza de 22,4% i.a. de acuerdo con el Índice del Costo de la Construcción (ICC). El mayor dinamismo estuvo vinculado a la suba de los costos salariales, mientras que la trayectoria de los precios de los Materiales se mantuvo estable, en un contexto de sostenida expansión en la actividad sectorial (ver Gráfico VIII.12).

En términos interanuales la dinámica de los costos se presenta diferente, con los costos de Mano de obra (32,2% i.a.) y los Gastos generales (27,4% i.a.) creciendo muy por encima del Nivel general, en tanto que los Materiales (11,3% i.a.) mostraron alzas considerablemente inferiores.



Dentro de los costos de la Mano de obra, el sector asalariado es el que mostró mayores aumentos, elevándose en términos interanuales por encima de 30%. Los valores de los subcontratos de mano de obra, que cuentan con mayor flexibilidad, también se fueron recuperando pero a un ritmo más lento y acumulan subas algo inferiores. De esta forma, la variación del componente de Mano de obra del ICC se encuentra por encima del nivel general del índice de salarios del INDEC, que captta la evolución de las remuneraciones de toda la economía (ver Gráfico VIII.13).

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

Finalmente, los precios de los Materiales crecieron por debajo de los salarios y de los Gastos generales, mostrando una trayectoria estable.

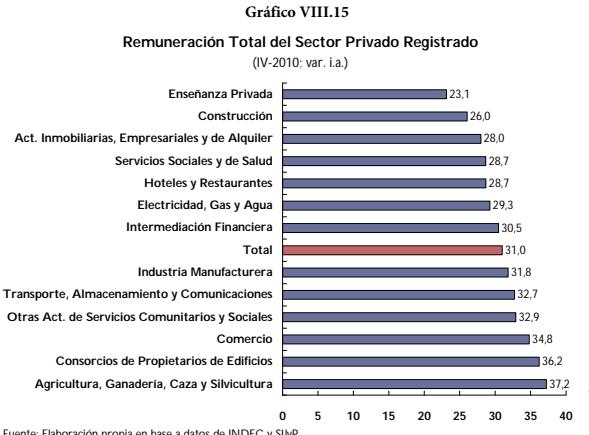
VIII.6 Salarios

La importante expansión económica acompañada de un incremento de la cantidad y calidad del empleo y una reducción de la tasa de desocupación impactan favorablemente en los salarios. En los primeros meses del corriente año el aumento interanual de los salarios se mantiene en niveles similares a los de fines de 2010 y por encima de los registrados en años previos. Hacia adelante, el panorama no está definido ya que la mayoría de las negociaciones salariales están demoradas respecto del avance observado a esta altura de 2010 y las demandas son dispersas.

En particular, el índice de Salarios del INDEC acumuló un alza interanual de 26,8% en febrero de 2011, similar a la observada en los últimos meses de 2010 (ver Gráfico VIII.14).

El mayor incremento salarial aún se verifica en el sector privado registrado, que experimentó un aumento de 28,8% i.a. En particular, dentro del sector se observaron resultados dispares. De acuerdo con los datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP)³¹ al cuarto trimestre de 2010, las remuneraciones de la industria manufacturera exhibieron una suba por encima del promedio general, acumulando una mejora del 31,8% i.a., en coincidencia con el importante crecimiento

³¹ Los datos del SIJP son un promedio del registro de remuneraciones recibidas por los asalariados que aportan al sistema previsional nacional, captando así el total remunerado, incluyendo premios, y no sólo el salario mensual. En tanto, el Índice de Salarios se basa en información de una encuesta a empresas del Sector Privado y de los circuitos administrativos del Sector Público, y para el Sector Privado No Registrado se realiza una estimación sobre la base de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), con una estructura de ponderaciones fijas.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y SityP

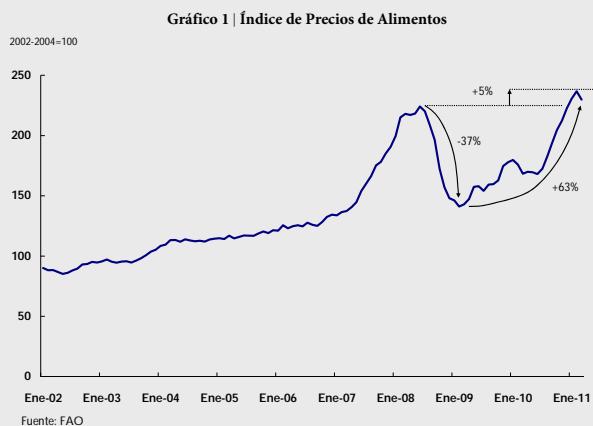
to económico del sector (ver Gráfico VIII.15). El aumento en los sectores de servicios en algunos casos fueron mayores que el promedio, alcanzando 34,8% i.a. en comercio, y 32,7% i.a. en transporte, almacenamiento y comunicaciones, mientras que en hoteles y restaurantes quedaron algo por debajo con un alza de 28,7% i.a. Por su parte, sobresalió el caso de los encargados de edificios, con una variación de 36,2% i.a.

Las remuneraciones al segmento privado no registrado aceleraron su crecimiento en los últimos meses y acumulan una expansión interanual de 26,6% (una tasa 8,7 p.p. mayor que un año atrás), acercándose así al alza general de los salarios. Por su parte, los salarios del sector público, evidencian la menor tasa de expansión, que permanece en torno a 21,7% i.a. hace varios meses, pero de todos modos resulta 9,9 p.p. superior a la de un año atrás, dada la aceleración de inicios de 2010.

Según lo pautado hasta el momento en el marco de la coordinación salarial, con el retraso verificado en las negociaciones y de persistir la modalidad de escalonamiento que caracterizó a los nuevos convenios conocidos hasta el presente, en 2011 la suba promedio de los salarios resultaría inferior al registro de 2010.

Apartado 4 / Los elevados precios de los alimentos y sus implicancias para la seguridad alimentaria

Las cotizaciones internacionales de los alimentos alcanzaron niveles nominales récord por segunda vez en tres años, generando preocupaciones de que se repita una crisis alimentaria similar a la de 2008. Los incrementos de estos precios golpean principalmente a los segmentos más pobres de la población, a la vez que generan vulnerabilidades macroeconómicas, en particular para países con elevada participación de alimentos en las importaciones y en las canastas de consumo y con limitado espacio fiscal. Estos hechos determinan que la seguridad alimentaria sea una cuestión global de creciente importancia, presente en las discusiones de los foros multilaterales como el G-20 y que se encuentra afectada por una compleja trama de factores interrelacionados que influencian la disponibilidad y accesibilidad a la alimentación en cada país.



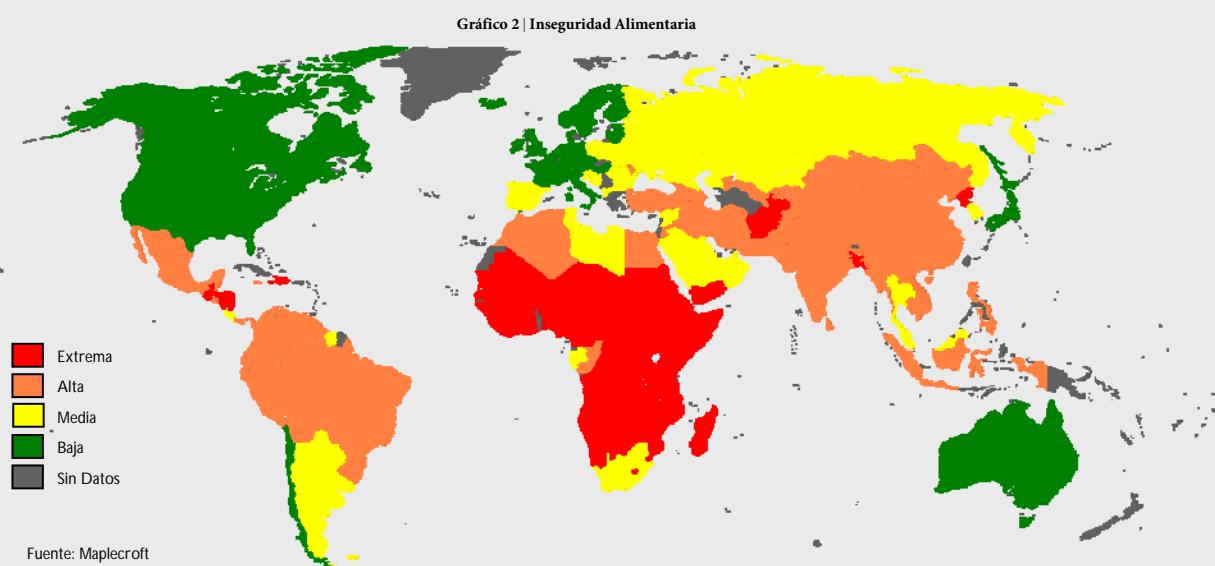
El Índice de Precios de Alimentos que elabora la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO) alcanzó un nuevo récord histórico en febrero de 2011, superando en 5% el máximo anterior,

registrado en junio de 2008 (ver Gráfico 1). Esta situación reavivó una serie de controversias internacionales en torno al funcionamiento del mercado global de materias primas agropecuarias, cuestionando su transparencia y la incidencia de ciertos determinantes de la oferta y la demanda mundial de alimentos, como la utilización de granos para la elaboración de biocombustibles.

El concepto de seguridad alimentaria implica el acceso físico y económico, de carácter permanente, a fuentes de alimentos seguras y nutritivas en cantidades suficientes para atender las necesidades nutricionales de una vida activa y saludable para una población determinada.

El análisis de la seguridad alimentaria abarca cinco dimensiones principales: consumo, producción, comercio y distribución de alimentos, y potencial agrícola. Para su cuantificación, se toman en cuenta indicadores como calidad nutricional, variedad de la dieta, producción de alimentos, dependencia de importaciones de alimentos, tasa de urbanización, superficie arable, variabilidad climática y entorno institucional, entre otros. Los países catalogados como extremadamente inseguros en términos alimentarios se localizan predominantemente en el África subsahariana, con la excepción de algunos ubicados en América y Asia, como Haití, Afganistán, Bangladesh y Corea del Norte (ver Gráfico 2).

En los países menos desarrollados, donde la población destina hasta dos tercios de sus ingresos a la alimentación, los precios elevados y volátiles constituyen una seria amenaza para el crecimiento económico y la estabilidad social. En efecto, muchos de las naciones más vulnerables ya experimentaron severos conflictos sociales asociados con el encarecimiento de los alimentos.



En algunas ocasiones, incluso, las situaciones de seguridad alimentaria precaria pueden detonar emergencias, en las que se debe recurrir a asistencia humanitaria externa para afrontar la crisis y limitar su impacto sobre los niveles de desnutrición de la población afectada. De acuerdo a un estudio de la FAO, en las últimas dos décadas se observa un sostenido aumento del número de episodios de emergencia alimentaria. Los episodios originados por guerras y conflictos explican la mayor parte del incremento, en tanto que los países africanos son los más afectados.

Del lado de la oferta, los precios elevados incrementan los incentivos para que los productores agropecuarios aumenten su nivel de inversión y expandan su producción. No obstante, la elevada volatilidad e imprevisibilidad de las cotizaciones resulta perjudicial para el desarrollo de la actividad, ya que incrementa la aversión al riesgo y desalienta el crecimiento de la oferta de alimentos ante la posibilidad de una abrupta reversión de los precios.

Asimismo, sólo los agricultores capaces de generar excedentes comercializables y que poseen alguna forma de acceso al mercado internacional pueden beneficiarse de las altas cotizaciones. De este modo, los productores de países en desarrollo que practican agricultura de subsistencia se vieron imposibilitados de aprovechar el encarecimiento de los alimentos para mejorar su situación económica y expandir su capacidad productiva a través de una mayor inversión. En este sentido, estimaciones del Banco Mundial revelan que la suba de los precios de los alimentos entre mediados de 2010 y enero de 2011 generó un aumento neto del número de pobres de 44 millones de personas: 68 millones de compradores netos de alimentos (consumidores) cayeron por debajo de la línea de pobreza, en tanto que sólo 24 millones de vendedores netos (agricultores) salieron de ella.

El panorama futuro de la situación mundial refuerza el papel central que tendrá la cuestión de la seguridad alimentaria. La FAO estima que para el año 2050 se duplicará el consumo de alimentos, resultado de un fuerte crecimiento demográfico y de la mejora en las condiciones de vida de buena parte de los ciudadanos de países emergentes, a lo que se agrega la creciente utilización de productos alimenticios para la elaboración de biocombustibles. Asimismo, se espera que la volatilidad de las cotizaciones agrícolas tienda a incrementarse en el futuro, a medida que toman mayor relevancia factores como el cambio climático, las restricciones de tierra cultivable y agua, la interacción con precios energéticos más volátiles y el hecho de que una proporción cada vez mayor de la producción mundial se localiza en regiones con condiciones productivas intrínsecamente variables (por suelos poco fértils, carencia de tecnología adecuada y prácticas ineficientes)³².

Al momento de enfrentar el problema de la seguridad alimentaria, existe un amplio abanico de programas de acción disponibles. No obstante, algunas de las herramientas utilizadas pueden tener efectos secundarios contraproducentes, que deben tomarse en cuenta. Existe cierto consenso en que, a corto plazo, la prioridad debería ser garantizar el acceso a la alimentación a los segmentos más pobres y vulnerables de la población, aunque procurando no dañar los incentivos para que los agricultores inviertan y expandan su producción. En este sentido, cualquier intento de poner un límite máximo a las cotizaciones internacionales de los alimentos sería sumamente perjudicial porque resentiría la capacidad de expansión de la producción.

A mediano y largo plazo, en tanto, se requieren mayores inversiones en agricultura y adaptación al cambio climático, dado que el inevitable aumento del consumo de alimentos sólo podrá atenderse con un sostenido y dinámico crecimiento de la oferta global. La acción coordinada multilateral es indispensable para afrontar los desafíos de la seguridad alimentaria a largo plazo, en especial para incrementar y mejorar la productividad de los pequeños agricultores de manera sustentable, potenciar su acceso a los mercados globales y perfeccionar los instrumentos de cobertura de riesgos. Así, la apertura de los mercados de alimentos de los países desarrollados, hoy significativamente protegidos, redundaría en una sustancial mejora de la situación de los agricultores del mundo emergente, permitiéndoles beneficiarse de precios más altos e induciéndolos a aumentar su productividad a través de una mayor inversión en tecnología (semillas genéticamente modificadas, maquinaria, técnicas productivas, irrigación, manejo de plagas, etc.).

La acción consensuada a nivel internacional, que procure que el costo de asegurar la alimentación mundial se distribuya equitativamente, es necesaria para evitar estrategias unilaterales que terminan perjudicando a países vecinos (comportamientos del tipo “*beggar thy neighbour*”).

En resumen, los eventos de los últimos años subrayan la vulnerabilidad de la seguridad alimentaria global frente a shocks en los mercados agrícolas internacionales y en la economía mundial. Los altos precios de los alimentos y la crisis económica redujeron el poder adquisitivo de grandes franjas de la población en numerosos países en desarrollo, limitando severamente su acceso a una adecuada alimentación. Asimismo, los principales pronósticos agrícolas (OCDE-FAO, USDA, Banco Mundial) prevén que al menos hasta 2019 los precios internacionales de los alimentos permanecerán en niveles superiores a los de la década previa. La solución para el problema de la seguridad alimentaria requerirá de una estrategia global que permita desarrollar respuestas apropiadas a nivel nacional, protegiendo a los más pobres y expuestos sin dejar de promover el crecimiento sostenido de la producción, que en las últimas dos décadas aumentó más de 30% y es el único factor capaz de contrarrestar una demanda global de alimentos en constante ascenso.

³² De acuerdo a estimaciones del Banco Mundial, la volatilidad de los precios de los granos se duplicó en el período 2005-2010 con respecto a 1990-2005.

IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

IX.1 Síntesis

Durante el primer trimestre, las expectativas de crecimiento del PIB real para 2011 se incrementaron en 0,5 puntos porcentuales (p.p.) a 6,5%, a partir del aumento en la contribución del Consumo y de la Inversión, compensados parcialmente por un mayor aporte negativo de las Exportaciones Netas.

La proyección para 2011 de variación del Índice de Salarios se ajustó levemente a la baja, ubicándose en 26,3%. Por su parte, la expectativa de Tasa de Desocupación se redujo en 0,3 p.p. a 7,2% de la Población Económicamente Activa (PEA).

La mediana de los pronósticos del Agregado Monetario M2 para el promedio de diciembre de 2011 se incrementó a \$323.000 millones, con un crecimiento interanual (i.a.) de 28,2%, marginalmente por encima del registrado en 2010. Las estimaciones de depósitos y préstamos para 2011 aumentaron nuevamente, esperándose variaciones interanuales para el promedio de diciembre de 24,2% y 31,2%, respectivamente. Las previsiones de tasas de interés presentaron un leve ajuste a la baja para 2011.

Las expectativas de Tipo de Cambio Nominal prácticamente no evidenciaron modificaciones respecto del último **Informe de Inflación**, ubicando el valor esperado para el promedio de esta variable en diciembre de 2011 en \$4,25/US\$.

Respecto a los indicadores del sector externo, para el corriente año los participantes pronostican un superávit comercial implícito inferior al registrado en 2010, a partir de una expansión de las Importaciones superior a la prevista para las Exportaciones. Por su parte, las proyecciones de Saldo de la Cuenta Corriente se ubicaron en 0,2% del Producto y las Reservas Internacionales se mantendrían en torno a US\$52.000 millones. En este contexto, se redujo el déficit implícito de la Cuenta Capital y Financiera previsto por el REM.

Las perspectivas de Recaudación Tributaria Nacional para 2011 subieron, ubicando el cociente Recaudación/PIB en 28,5% (29,3% i.a.). Sin embargo, las expectativas de Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) cayeron levemente para igual período, ubicándose en 0,8% del Producto.

Durante el trimestre comenzaron a relevarse los pronósticos para 2012. De acuerdo a los participantes del REM, en 2012 la economía volvería a crecer aunque a una tasa ligeramente inferior a la proyectada para el presente año. El promedio del Tipo de Cambio Nominal previsto para fines de 2012 se ubica en 4,84\$/US\$, con un saldo esperado de Cuenta Corriente levemente negativo y un stock proyectado de Reservas Internacionales superior al previsto para 2011. La presión tributaria se incrementaría a 28,9%, mientras que el Resultado Primario del SPNF en términos del PIB se mantendría en niveles similares a los proyectados para 2011.

Gráfico IX.1

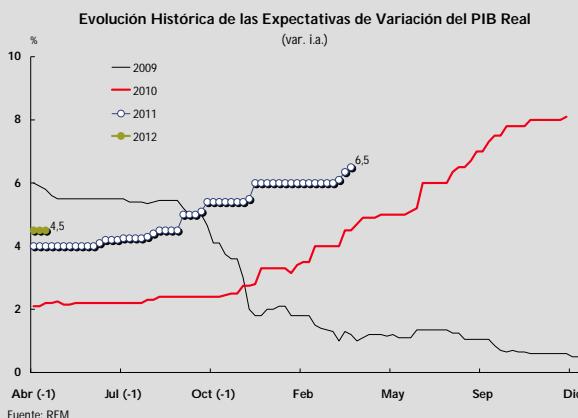


Gráfico IX.2

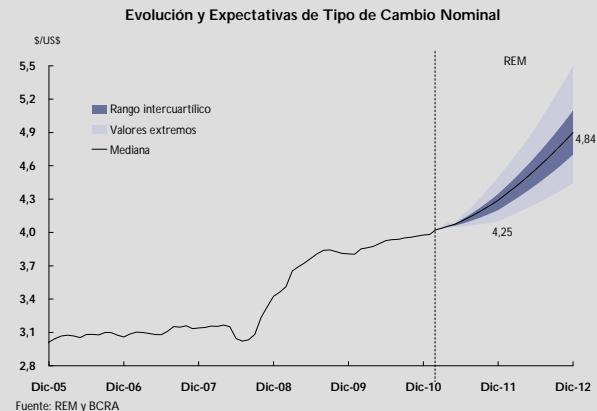
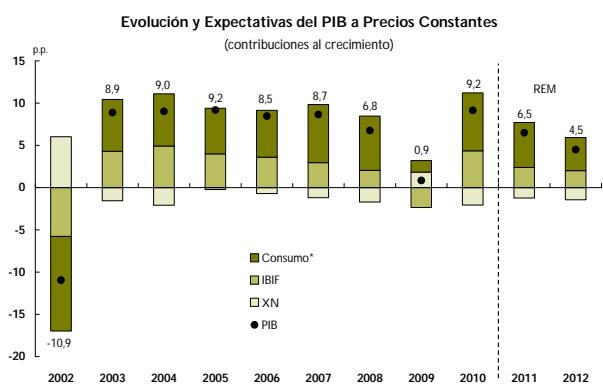


Gráfico IX.3



Fuente: REM e INDEC

IX.2 Evolución y Principales Resultados³³

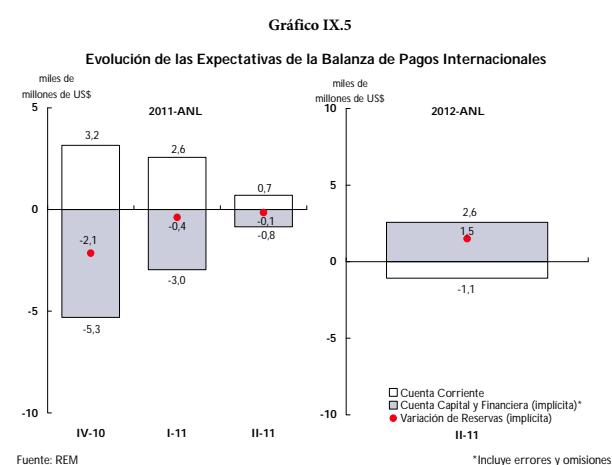
Durante el primer trimestre del año, las expectativas de crecimiento para 2011 se incrementaron 0,5 puntos porcentuales (p.p.) a 6,5%, a partir de aumentos en el aporte del Consumo³⁴ y de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) compensados por una mayor contribución negativa de las Exportaciones Netas (XN). Para 2012 las perspectivas de aumento del PIB a precios constantes se ubicaron en 4,5%, siendo motorizado por una contribución positiva del Consumo y de la Inversión (ver Gráfico IX.3).

Las expectativas de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB³⁵ para 2011 se redujeron 2,4 p.p., mientras que para 2012 se prevé una desaceleración de 3 p.p. Del mismo modo, las perspectivas de variación del Índice de Salarios para el presente año cayeron 0,2 p.p. a 26,3%, valor superior al que se registraría el año venidero (21%; ver Gráfico IX.4) y similar al registrado en 2010. En cuanto a la proyección de Tasa de Desocupación se prevé una reducción de 0,3 p.p. en 2011 y de 0,2 p.p. adicionales en 2012, cuando el indicador alcanzaría 7,0% de la Población Económicamente Activa (PEA).

Las perspectivas implícitas de superávit comercial para el corriente año se contrajeron levemente a US\$9.000 millones (2% del PIB), a partir de un incremento mayor en las Importaciones. De esta manera, de cumplirse los pronósticos relevados por el REM, las ventas externas sumarían US\$79.500 millones y las compras US\$70.500 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\$6.600 millones (1,3% del Producto). Por su parte, las estimaciones de saldo de la Cuenta Corriente para el año en curso continuaron contrayéndose y se ubicaron en US\$700 millones (0,2% del PIB), en tanto que para 2012 se proyecta un déficit externo de US\$1.100 millones (-0,2% del PIB).

El stock previsto de Reservas Internacionales para fines de 2011 aumentó levemente a US\$52.000 millones, en tanto que crecerían US\$1.500 millones durante 2012. En este contexto, la previsión implícita de déficit de la Cuenta Capital y Financiera se contrajo a US\$800 millones para el presente año, previéndose un superávit de US\$2.600 millones durante 2012 (ver Gráfico IX.5).

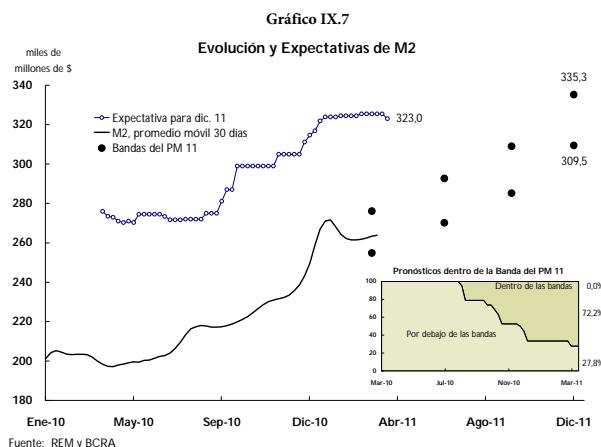
En términos generales, las estimaciones de tasas de interés para 2011 exhibieron una leve caída en el trimestre. La tasa de las Letras del Banco Central (LEBAC) se redujo 0,3

³³ Corresponde a la semana estadística 411 finalizada el 13 de abril de 2011.³⁴ Incluye el Consumo Privado, el Consumo Público, la Discrepancia Estadística y la Variación de Existencias.³⁵ Estimación implícita en las proyecciones de PIB, no relevada directamente.



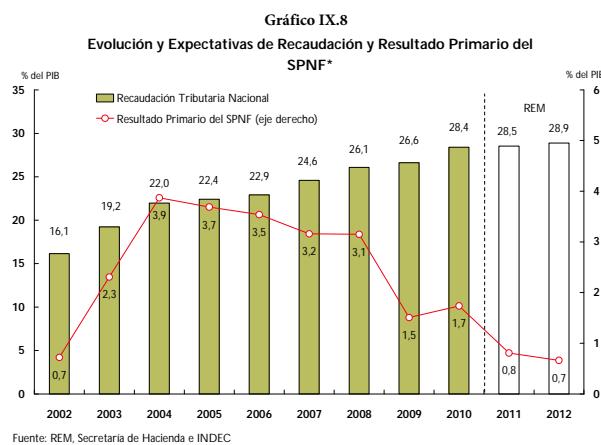
p.p. a 14,0%, en tanto que la BADLAR (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*) en pesos a 30 días se ajustó 0,1 p.p. a 12,9%. La previsión de tasa de interés de plazo fijo en pesos a 30 días se ubicó en 11,8% (-0,2 p.p.) y la de Pases Pasivos en pesos a 7 días a en 9,9% (-0,1 p.p.). Para 2012 se prevén tasas de interés levemente superiores 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 alcanzó \$310.700 millones (+\$800 millones; 24,2% interanual —i.a.—) y \$250.000 millones (+\$6.300 millones; 31,2% i.a.), respectivamente. La suba pronosticada para 2012 revierte la dinámica esperada para el año en curso, implicando una expansión de los depósitos superior a la de los préstamos (ver Gráfico IX.6).



La mediana de los pronósticos del Agregado Monetario M2 para el promedio de diciembre del presente año registró una suba de \$1.100 millones, ubicándose en \$323.000 millones (28,2% i.a.). El 72% de las estimaciones se ubicó dentro del rango previsto en el Programa Monetario (PM) 2011, mientras que el 28% restante proyecta niveles menores al límite inferior (ver Gráfico IX.7). Se prevé una desaceleración en la variación interanual de este agregado para 2012, a 26,0%.

Las expectativas de Tipo de Cambio Nominal para 2011 prácticamente no evidenciaron modificaciones, ubicando el valor esperado para el promedio de la variable en diciembre en \$4,25/US\$, a la vez que se registró un descenso de la dispersión de las estimaciones respecto del último **Informe de Inflación**. Para 2012 los participantes prevén que el promedio de diciembre alcance \$4,84/US\$.



Las estimaciones de Recaudación Tributaria Nacional para el corriente año aumentaron \$11.300 millones a \$530.000 millones, determinando una presión tributaria en torno a 28,5% y una variación interanual de 29,3%. Para 2012 los participantes estiman una desaceleración en su ritmo de crecimiento, elevando la relación del Producto. Por otro lado, los pronósticos de Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) para 2011 y 2012 se ubicaron en \$15.000 millones (0,8% del PIB y 0,7% del Producto, respectivamente; ver Gráfico IX.8).

Resultados del REM. Abril 2011*

1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2012-FEB			2011-FEB			2011-MAR			2011-ABR			2011-MAY			2011-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvio															
IPC: var. mensual; en %	13.5	11.3	5.9	1.1	0.9	0.6	1.1	0.8	0.9	1.1	0.8	0.9	1.1	0.8	0.9	13.7	11.3	5.4
IPC: var. interanual implícita, en % ¹				9.8			9.7											
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)																		
Índice de Salarios Nivel General; var. mensual; en %	1.93	2.00	0.29	1.9	1.9	0.4							14.3	12.5	5.8	15.0	14.7	4.5
Monetarias Y Financieras																		
Agregado Monetario M2 (\$); promedio mensual en mill. de \$				269.834	270.000	3.415	275.250	274.000	7.066	313.809	323.021	21.920	393.392	407.000	37.408			
Depositos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mill. de \$				270.499	271.381	2.742	275.019	275.500	4.644	307.033	310.650	20.056	383.623	394.563	34.367			
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mill. de \$				210.114	210.965	1.915	215.275	216.000	3.564	242.329	250.000	23.565	307.670	310.000	29.243			
Tasa de interés plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %				9.6	9.5	0.3	9.7	9.7	0.3	11.5	11.8	1.6	13.3	13.0	1.8			
Tasa de interés: títulos en \$ a un año (promedio mensual); en %				12.5	12.5	0.2	12.5	12.5	0.3	13.9	14.0	0.9	15.0	14.5	1.5			
Tasa de interés: Pasos Pasivos en \$ a 7 días; en %				9.5	9.5	0.0	9.5	9.5	0.0	10.1	9.9	1.0	11.1	11.0	1.3			
Tasa de interés: PASES PASIVOS: promedio mensual de boces, priv. a 30 días en \$; en %				11.2	11.2	0.1	11.3	11.3	0.2	12.9	12.9	1.7	14.5	14.0	1.9			
Tipo de Cambio Nominal; promedio mensual; \$/US\$							4.06	4.06	0.01	4.07	4.07	0.01	4.3	4.3	0.1	4.88	4.84	0.28
Actividad Económica																		
EMAE: var. interanual; en %	8.5	8.4	1.1	8.3	8.2	1.1							6.5	6.5	0.8	5.0	4.7	1.3
EMI: var. interanual; en %				9.2	9.0	1.0	8.2	8.3	1.8				7.1	7.2	1.2	5.5	5.0	1.8
Sector Externo																		
Exportaciones; en mili. de us\$				5.900	6.000	338	6.962	7.172	514				78.656	79.500	3.734	86.265	86.000	4.884
Importaciones; en mili. de us\$				5.352	5.382	520	5.330	5.315	429				68.558	70.500	5.014	78.290	79.365	6.930
Fiscales													514.090	530.000	32.767	634.943	661.046	64.328
Recaudación Tributaria Nacional; en mili. de \$				38.165	37.913	894	40.020	40.000	1.043				14.097	15.000	10.808	14.158	15.196	14.085

2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2011-R1			2011-TR2			2011-TR3			2011-ANL			2012-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio	Promedio	Mediana	Desvio
Actividad Económica															
PIB a precios constantes; variación interanual; en %	7.8	8.1	1.2	6.5	6.3	1.4				6.4	6.5	1.0	5.0	4.5	1.3
PIB a precios corrientes; en mili. de \$										1.806.913	1.856.929	129.898	2.215.227	2.288.723	230.844
Consumo Total a precios constantes; variación interanual; en %	7.6	8.2	1.6	7.4	7.5	1.2				7.0	6.8	1.1	5.1	5.0	1.3
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual; en %	15.5	15.3	2.8	12.4	12.8	3.4				11.0	10.5	2.4	9.3	8.5	4.0
Tasa de desocupación; en %	7.7	7.7	0.3	7.4	7.4	0.2				7.3	7.2	0.4	7.1	7.0	0.4
Sector Externo															
Saldo de Cr. Corriente del Balance de Pagos; en mili. de US\$	-299.0	-410	843	2.128	2.405	1.131				1.781	700	2.782	1.412	-1.076	5.399
Monetarias y Financieras															
Reservas internacionales; fin de período; en mili. de US\$				53.635	53.500	1.783	53.305	53.000	3.012	52.866	52.000	4.812	55.028	53.500	8.182

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

*Resultados correspondientes al 13 de Abril de 2011

Glosario de Abreviaturas y Siglas

Acum.: Acumulado

ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AIP: Aglomerados del Interior del País

ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social

AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

bbl: Barril de petróleo

BCB: Banco Central de Brasil

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BDI: *Baltic Dry Index*

BEF: Boletín de Estabilidad Financiera

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

BNA: Banco de la Nación Argentina

BoE: *Bank of England* (Banco Central de Inglaterra)

BRIC: Brasil, Rusia, India y China

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CFI: Coparticipación Federal de Impuestos

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

CNV: Comisión Nacional de Valores

DEG: Derechos Especiales de Giro

DPN: Deuda Pública Nacional

€: Euro

EE.UU.: Estados Unidos

EM: Efectivo mínimo

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

EMI: Estimador Mensual Industrial

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

FAO: *Food and Agriculture Organization of the United Nations* (Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación)

Fed: Reserva Federal de EE.UU.

FF: Fideicomisos Financieros

FFS: Fondo Federal Solidario

FGS: Fondo de Garantía de Sustentabilidad

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

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

GBA: Gran Buenos Aires

GEEPII: Grecia, España, Portugal, Irlanda e Italia

GNL: Gas natural licuado

GRA: Gabriel Rubinstein y Asociados

G-7: Grupo de los 7

ha: Hectárea

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

i.a.: Interanual

IBGE: Instituto Brasileño de Geografía y Estadística

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ICC: Índice del Costo de la Construcción

ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias

IED: Inversión Extranjera Directa

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

IFIs: Instituciones Financieras Internacionales

IGA: Indicador General de Actividad

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

INSSJyP: Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados

IPC: Índice de Precios al Consumidor

IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

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

IPCVA: Instituto de Promoción de la Carne Vacuna Argentina

IPI: Índice de Precios Implícitos

IPI: Índice de Producción Industrial

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos al Por Mayor	p.p.: Puntos porcentuales
IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor	PEA: Población Económicamente Activa
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	PFPB: Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario
IPP: Índice de Precios Básicos al Productor	PIB: Producto Interno Bruto
ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción	PM: Programa Monetario
IVA: Impuesto al Valor Agregado	PP: Productos primarios
IVA DGA: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas	Prom. móv.: Promedio móvil
IVA DGI: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos	REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado
kg: Kilogramo.	ROE: Registro de Operaciones de Exportación
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)	ROFEX: Mercado a Término de Rosario
LNAI: Licencias No Automáticas de Importación	s.e.: Serie sin estacionalidad
LyN: LEBAC y NOBAC	SEDLAC: <i>Socio-Economic Database for Latin America and the Caribbean</i> (Base de Datos Socioeconómicos de América Latina y el Caribe)
M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	SELIC: <i>Sistema Especial de Liquidação e Custodia</i> (Tasa de referencia de Brasil)
M2 privado: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$ del sector privado	SIJP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
M3: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$	SIPA: Sistema Integrado Previsional Argentino
M3 privado: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$ del sector privado	SPNF: Sector Público Nacional no Financiero
M3*: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	TN: Tesoro Nacional
M3* privado: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$ del sector privado	tn.: Tonelada
MAE: Mercado Abierto Electrónico	TNA: Tasa Nominal Anual
MAGyP: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca	Trim.: Trimestral / Trimestre
MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires	US\$: Dólares Americanos
MEyFP: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas	USDA: <i>United States Department of Agriculture</i> (Secretaría de Agricultura de EE.UU.)
mill.: Millones	UCI: Utilización de la capacidad instalada
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	UVP: Unidades Vinculadas al PIB
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	Var.: Variación
MSCI: <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>	VIX: <i>CBOE Volatility Index</i>
MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social	VSTOXX: Volatilidad esperada del índice Eurostoxx600
MULC: Mercado Único y Libre de Cambios	WTI: <i>West Texas Intermediate</i>
NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)	XN: Exportaciones Netas
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico	
OJF: Orlando J. Ferreres	
ONCCA: Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario	
p.b.: Puntos básicos	