



# Informe de Inflación

Tercer Trimestre de 2009



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Informe de Inflación

## Tercer Trimestre de 2009



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Inflación**  
**Tercer Trimestre 2009**

ISSN 1668-0561  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Julio 2009

Publicación editada por la Subgerencia General de Economía y Finanzas

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

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

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

## Prefacio

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

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

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

*El cierre estadístico de este **Informe** fue el 14 de julio y la próxima publicación, correspondiente al cuarto trimestre de 2009, será el 21 de octubre a través de internet.*

Buenos Aires, 22 de julio de 2009

# Contenido

**Pág. 5 | I. Visión Institucional**

**Pág. 9 | II. Contexto Internacional**

*Pág. 20 | Apartado 1 /El rol de las economías emergentes en la recuperación de la crisis actual*

**Pág. 22 | III. Actividad Económica**

**Pág. 29 | IV. Empleo y Salarios**

**Pág. 33 | V. Sector Externo**

*Pág. 38 | Apartado 2 /El retorno del interés inversor a los mercados de commodities*

**Pág. 40 | VI. Finanzas Públicas**

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

*Pág. 58 | Apartado 3 / ¿Dejará el dólar de ser la moneda de reserva internacional?*

**Pág. 60 | VIII. Inflación**

**Pág. 66 | IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)**

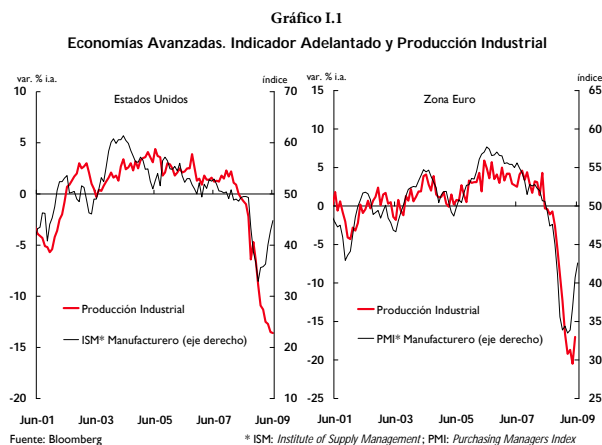
*Pág. 70 | Resultados del REM. Junio de 2009*

*Pág. 71 | Glosario de Abreviaturas y Siglas*

## I. Visión Institucional

Las economías de todo el mundo continúan siendo afectadas por la crisis internacional. La contracción económica de los países avanzados iniciada en 2008 no tiene precedentes y las economías emergentes experimentan caídas o desaceleración en su actividad económica.

Sin embargo, durante el último trimestre comienzan a verse mejoras en algunos indicadores de confianza, producto del efecto pleno del fenomenal estímulo fiscal y monetario, sin que pueda todavía augurarse la reversión del ciclo. No queda claro que los índices de confianza estén anticipando, como en anteriores períodos recesivos, el comportamiento de los indicadores del nivel de actividad. Asimismo, si bien disminuyó el riesgo sistémico, el mercado financiero continúa frágil y el debilitamiento del mercado de trabajo adiciona presiones sobre el consumo de las familias.



El enfriamiento de la actividad mundial se conjuga con la disipación de las presiones inflacionarias, en parte debido a que los precios de las materias primas permanecen en niveles notoriamente inferiores a sus máximos de 2008. De todos modos, si bien el escenario económico pone límites a la recuperación que experimentaron los precios de las materias primas en la primera mitad del año, los factores estructurales mantienen perspectivas favorables para el mediano plazo (ver Apartado 2).

Dada la magnitud de la contracción y los factores que limitan la eficacia de la política monetaria, la política fiscal continuará desempeñando un papel crucial a corto plazo para la economía mundial. Los gobiernos tienen que encontrar un difícil punto de equilibrio, que consiste en adoptar políticas expansivas a corto plazo al mismo tiempo que infunden tranquilidad con respecto a las perspectivas de la capacidad de pago a mediano plazo. En conclusión, la reactivación económica mundial sería lenta, en un contexto donde los riesgos de una nueva recaída no son desdeñables.

Los ajustes macroeconómicos que estamos viendo anticipan el surgimiento de una nueva estructura de liderazgo económico y político mundial que, a diferencia de episodios pasados, estará más repartido y las regiones emergentes jugarán un rol fundamental. Un claro indicio en este sentido es el respaldo que varios países estarían brindando a emisiones de deuda denominada en una canasta de monedas, lo que constituiría un paso para alcanzar una nueva era en la historia económica: el surgi-

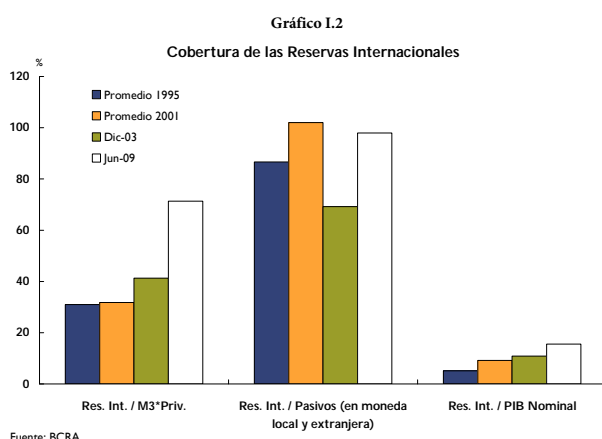
miento de monedas regionales como referencia para el comercio y las finanzas a nivel global (ver Apartado 3).

En Argentina, al igual que en diversas economías emergentes (ver Apartado 1), los indicadores de actividad comienzan a mostrar signos de estabilización o incluso mejora en el margen. La producción manufacturera, que había sido una de las más afectadas, se estaría recuperando fruto de una incipiente alza de las exportaciones y la necesidad de recomponer inventarios en algunos sectores. Asimismo, diversos servicios continúan brindando soporte al Producto, más allá de los inconvenientes generados por la pandemia reciente en determinadas actividades comerciales y recreativas. En este contexto, es factible que la actividad agregada pueda recobrar dinamismo de manera paulatina en el segundo semestre.

Los precios internos continúan aminorando su ritmo de crecimiento, acompañando la evolución de la actividad agregada y la reducción en la presión de las cotizaciones de las materias primas. Se espera que la desaceleración de los precios continúe, aunque su evolución seguirá dependiendo de la convergencia de la política fiscal, de ingresos (en particular la salarial) y de competencia, junto con la política monetaria ya ejecutada por el Banco Central.

Por otro lado, en los últimos meses las exportaciones comienzan a recuperarse de la retracción del comercio mundial, sobre todo en lo referido a las manufacturas agropecuarias y algunos productos industriales. Asimismo, la caída de las importaciones resulta aún mayor, lo que contribuye a potenciar el saldo comercial. Para 2009 se espera un superávit mayor al previsto en el último **Informe de Inflación** e incluso al de 2008, lo que determina que el saldo de la Cuenta Corriente se mantenga en terreno positivo por octavo año consecutivo, hecho inédito en la historia de nuestro país.

En tanto, las políticas monetarias y financieras anticíclicas implementadas se han constituido en una verdadera ancla para la economía argentina. De forma paciente pero persistente el Banco Central ha construido redes de liquidez en moneda nacional y extranjera. En particular, el esquema desarrollado incluye cuatro pilares fundamentales: (i) la convergencia entre oferta y demanda en el mercado monetario; (ii) las políticas anticíclicas, incluyendo la acumulación de Reservas Internacionales y la formación de colchones de liquidez; (iii) un régimen de flotación administrada; y (iv) una sólida supervisión bancaria; los que permiten que el sistema monetario y financiero amortigüe las turbulencias, en lugar de propagarlas como en el pasado. Y lo que no es menos relevante, el esquema no concibe inconsistencias que ame-



nacen su sostenibilidad en el tiempo. De esta manera el Banco Central ha podido reaccionar categóricamente, para procurar la normalización de la demanda de dinero y estabilizar el mercado cambiario. Además, a través de herramientas sencillas pero flexibles creadas en los últimos tiempos, queda demostrada la capacidad plena de actuar como prestamista de última instancia.

En ese marco, se continuaron tomando medidas tendientes a mitigar la incertidumbre, mantener la estabilidad monetaria y financiera y promover la dinámica del crédito. Desde mediados de abril se empezaron a realizar licitaciones mensuales de *swaps* de tasas de interés fija por variable y desde junio se comenzaron a realizar licitaciones de opciones de acceso a pases activos en pesos. Ambas medidas generan incentivos para que los bancos puedan aumentar el crédito y extender los plazos.

Dando continuidad a la política monetaria contracíclica, el Banco Central, a partir del 7 de julio redujo en 50 puntos básicos las tasas de pases pasivos y activos. Esta reducción generalizada fue la primera desde que se creara esta operatoria a mediados de 2004.

Asimismo, durante el último trimestre el Banco Central siguió teniendo una activa participación en el mercado de cambios, con el fin de morigerar la volatilidad del valor del peso, y esterilizando el efecto monetario de las ventas de divisas mediante la inyección de liquidez, principalmente a través del mercado de Letras y Notas.

De este modo, el Banco Central mantuvo el equilibrio en el mercado de dinero, cumpliendo con las metas establecidas en el Programa Monetario. Cabe destacar que en el segundo trimestre, y a pesar de la incertidumbre que caracteriza a todo proceso electoral, tanto los depósitos como los préstamos al sector privado crecieron, mientras que las tasas de interés se mantuvieron estables.

Si bien la recuperación de la economía global y emergente en particular actúa como traccionador de la economía doméstica, no puede desconocerse el aporte que tanto la política fiscal como monetaria y financiera local han hecho en esta fase del ciclo, promoviendo la aplicación de medidas anticíclicas que permitan contrarrestar o compensar los efectos contractivos derivados de la crisis internacional. En este contexto se inscribe la disminución del superávit fiscal. Aún con ese rol anticíclico del gasto público, las finanzas públicas nacionales continúan mostrando un superávit primario, si bien menor que en años anteriores. Es esperable que como corolario de la crisis recrudezcan las demandas sectoriales que impliquen una mayor presión sobre el resultado fiscal.

Cuadro I.1

Tasas de Interés para Operaciones de Pases del BCRA  
(vigentes a partir del 7 de julio de 2009)

Plazo	Pasivo tasa fija	Activo tasa fija	Activo tasa variable
1 día	10,00%	12,00%	BADLAR B. Privados + 2%
7 días	10,50%	12,50%	
60 días	-	14,75%	
90 días	-	-	

Fuente: BCRA

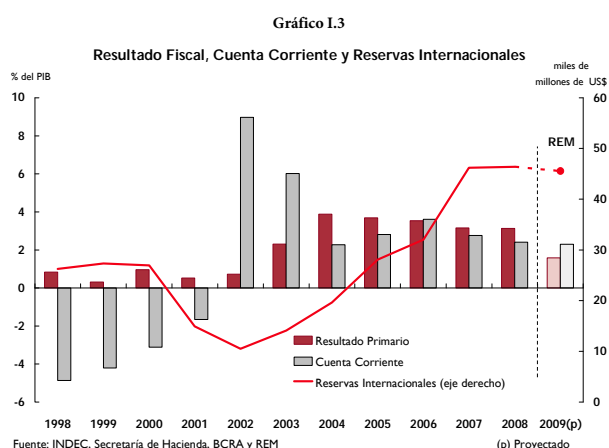


La conjunción de superávit fiscal y externo constituye un elemento explicativo del ciclo de crecimiento económico observado en los últimos años, a la vez que permite minimizar el impacto de la crisis internacional a nivel local.

El resultado primario previsto y las fuentes financieras disponibles serían suficientes para cubrir los servicios de deuda y otras necesidades de financiamiento del resto de 2009. De todas maneras, para continuar con una sana política expansiva manteniendo las fortalezas que nos diferencian del pasado, debiera ser acompañada con financiamiento en los mercados voluntarios de crédito, lo que no significa volver a políticas de endeudamiento. Es preciso, generar un programa financiero que contemple los pagos de intereses mediante excedentes fiscales y permita acceder al mercado de crédito para renovar vencimientos de capital. De este modo, continuará reduciéndose el ratio de Deuda/PIB.

Para el resto del año, el Sector Público seguiría siendo un factor de contracción de la Base monetaria, debido a la atención de servicios de deuda en moneda extranjera financiados principalmente con pesos. El Tesoro Nacional (TN) accede al mercado cambiario como cualquier agente económico, aunque la compra de dólares se realice directamente al BCRA utilizando sus propios recursos en moneda nacional. De esta manera, los pagos en moneda extranjera que realiza el TN que puedan tener un efecto sobre el nivel de Reservas Internacionales, no modifican la situación patrimonial del Banco Central ni ocasionan pérdidas de respaldo de los pesos en circulación. Esta situación, similar a la enfrentada por primera vez en marzo de 2004 en ocasión de vencimientos de deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI), será reiterada para cancelar el pago de los servicios correspondientes al Boden 2012 que opera el próximo 3 de agosto.

En adelante, resulta esencial garantizar la estabilidad sistémica y contar con amortiguadores que prioricen evitar cualquier disrupción sobre el mercado monetario. Así, el Banco Central continuará con las políticas anticíclicas y con el régimen cambiario de flotación administrada que le permitieron superar cada uno de los episodios de *stress*, con una estabilidad inusitada para la historia argentina. En este sentido, por primera vez en décadas el Banco Central se ha constituido en un ancla de estabilidad monetaria y financiera y así, la economía argentina puede hacer frente desde una posición de solidez a una de las peores crisis económicas globales de la historia contemporánea.



## II. Contexto Internacional

### II.1 Síntesis

Durante el segundo trimestre del año, la economía global continuó en la fase contractiva del ciclo iniciada hacia mediados de 2008, configurando la crisis más profunda desde la posguerra. Si bien algunos indicadores de confianza comenzaron a evidenciar cierta mejora y se desaceleró la caída en el nivel de actividad en las principales economías, aún no hay consenso respecto a cuándo comenzará a recuperarse la economía mundial. La continuidad en el deterioro del mercado de trabajo a nivel global y la disociación en las trayectorias de los indicadores adelantados y las variables que estos anticipan, harían prever que la actividad económica mundial continuará en recesión y no retornará al sendero de crecimiento hasta iniciado 2010.

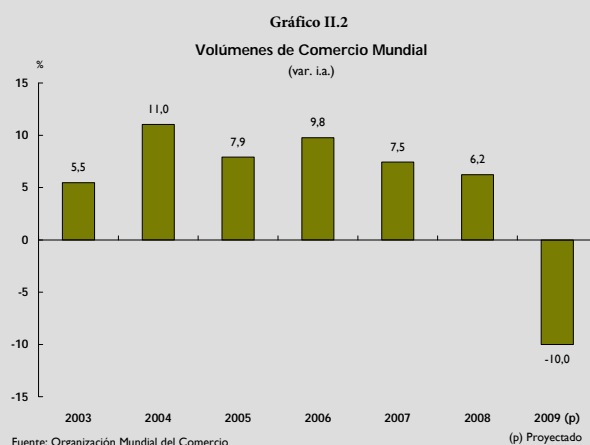
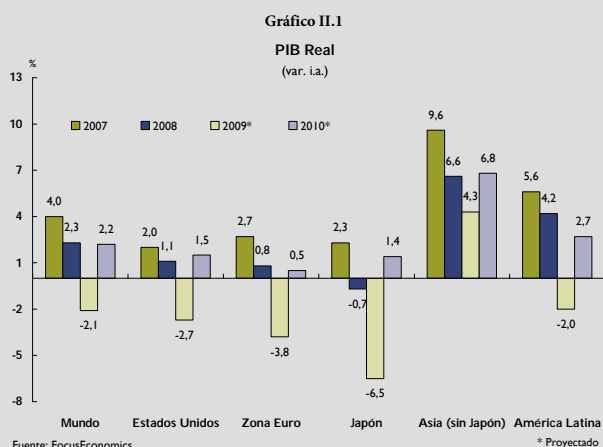
Algunos indicadores de confianza, tanto en economías avanzadas como emergentes, mostraron signos de mejora en los últimos meses. Sin embargo, recientemente diversos países desarrollados, entre los cuales se destaca Japón, presentaron una brecha cada vez mayor entre los indicadores de confianza de los agentes económicos y los índices que normalmente anticipan. Si bien las economías emergentes en general ya han mostrado signos de mejora en el margen, aún persiste una gran heterogeneidad entre regiones, e incluso entre países de una misma región.

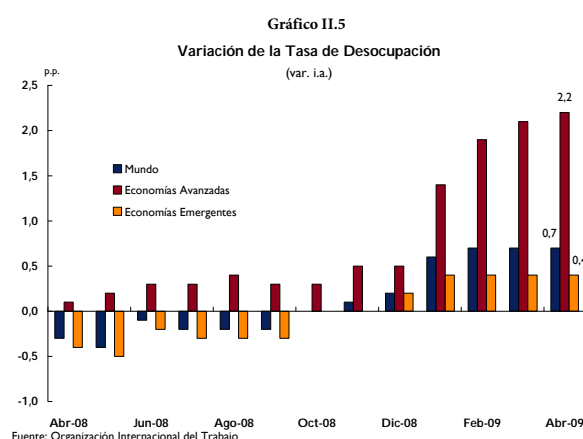
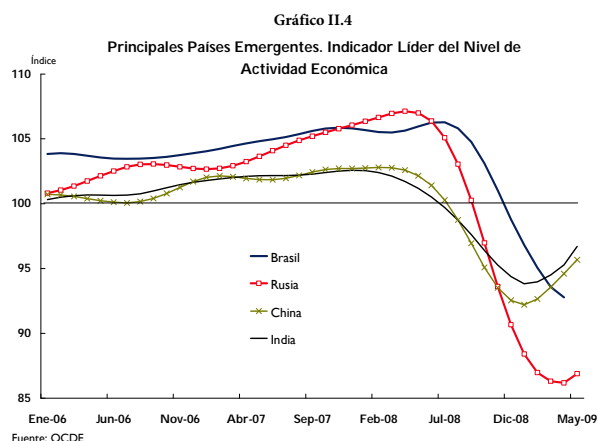
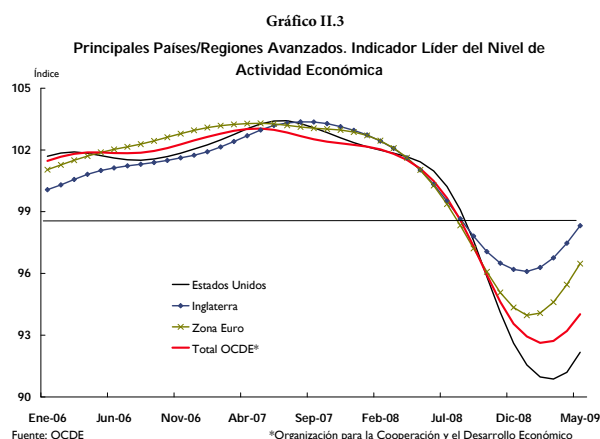
Durante los últimos meses, los países industrializados continuaron evidenciando variaciones negativas en sus precios minoristas. Aunque este proceso se mantendría en el año, podría revertirse a mediano plazo, debido a los signos de menor caída en la economía y la reciente recuperación y estabilización de los precios de las materias primas.

En efecto, los precios de los commodities mostraron una importante recuperación en lo transcurrido de 2009, tras la fuerte corrección observada en la segunda mitad de 2008. Si bien las cotizaciones agropecuarias ya venían repuntando desde principios de año, en los últimos meses se sumaron a la tendencia alcista los precios de los hard commodities. Las mejoras en las cotizaciones de los productos agrícolas estuvieron vinculadas a las condiciones del clima en las principales regiones productoras, al sostenimiento de la demanda y a la recuperación del interés inversor en materias primas, mientras que en el petróleo y los metales, la suba de los precios estuvo influenciada por una parcial recomposición de la demanda, principalmente de China. Las perspectivas para las cotizaciones de las materias primas se mantienen favorables.

Frente al escenario de contracción de la actividad, las autoridades monetarias de las economías avanzadas mantuvieron sus tasas de interés de referencia en los mínimos históricos, mientras que aquellas con margen de acción continuaron con el ciclo bajista. Asimismo, se profundizaron y ampliaron las políticas de inyección de liquidez, los planes de estímulo fiscal y las medidas de índole comercial. No obstante, recientemente Estados Unidos comenzó a analizar el momento y la forma de revertir el uso de las herramientas extraordinarias de intervención estatal.

El escenario internacional que enfrenta Argentina sigue siendo difícil e incierto, incluso luego de la reciente recuperación de los precios de los commodities. Tanto los flujos de capitales como la demanda externa continúan ejerciendo influencias negativas sobre la economía.





## II.2 Economía Global

Las principales economías avanzadas acumulan entre tres y cuatro trimestres consecutivos de contracción. Sin embargo, recientemente algunos indicadores de actividad económica exhibieron una desaceleración en el ritmo de caída. En tanto, diversos países emergentes comenzaron a mostrar en el margen signos de mejora en la actividad económica impulsada por la demanda doméstica, aunque esto podría ser sólo resultado de los paquetes de estímulo gubernamentales.

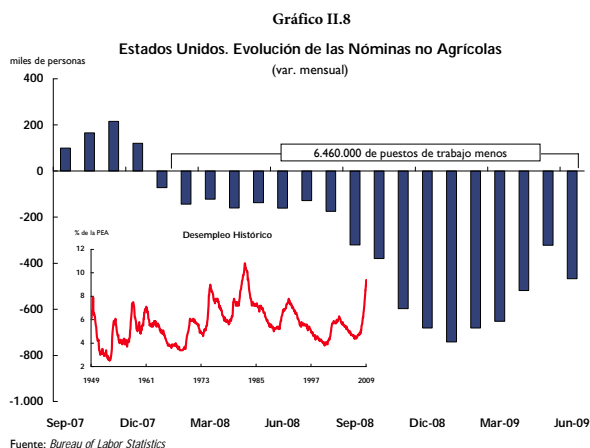
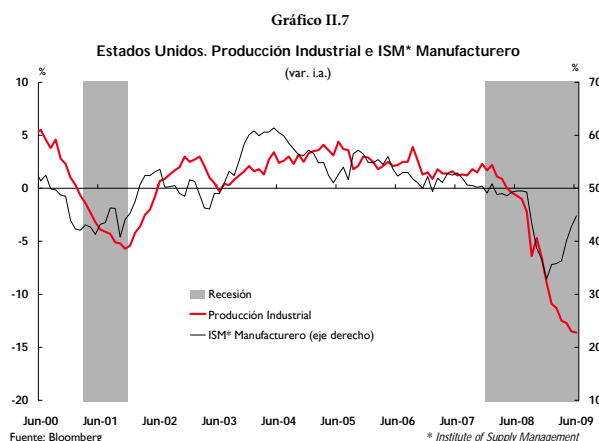
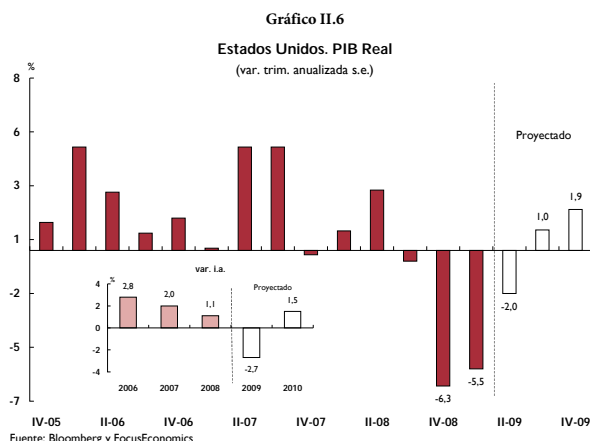
De acuerdo al indicador líder elaborado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la caída en el nivel de actividad económica en los principales países avanzados podría estar alcanzando un punto de inflexión (ver Gráfico II.3). Para las principales economías en desarrollo el índice estima una próxima recuperación de China e India, mientras que Brasil y Rusia continuarían en recesión, mostrando un efecto rezago, ya que el indicador de estos dos países comenzó a caer con posterioridad<sup>1</sup> (ver Gráfico II.4).

Sin embargo, la continuidad en el deterioro del mercado de trabajo, y la divergencia en la trayectoria entre los indicadores líderes y el comportamiento sectorial que anticipan, tanto en los países avanzados como en los emergentes, incrementó la incertidumbre respecto de si la economía mundial comenzará a recuperarse en el segundo semestre de 2009 o en el primero de 2010, aunque eso dependerá del impulso que puedan proporcionar las economías emergentes (ver Gráfico II.5 y Apartado 1).

Los volúmenes de comercio internacional continuaron mostrando una marcada tendencia descendente. En efecto, según la Organización Mundial del Comercio (OMC), el intercambio mundial de mercancías registró en el primer trimestre de 2009 una merma de 30% interanual (i.a.). Asimismo, la oficina de política económica holandesa<sup>2</sup> estimó una caída interanual del intercambio mundial de 19% en los primeros cuatro meses del año. De mantenerse la dinámica de los últimos meses, en 2009 se verificaría la mayor disminución del comercio mundial desde la Segunda Guerra Mundial, que incluso podría exceder a las actuales proyecciones de los organismos internacionales (-12,2% según el Fondo Monetario Internacional -FMI- y -10% según la OMC, en sus respectivas estimaciones de julio).

<sup>1</sup> Para el cálculo la OCDE utiliza diversos indicadores adelantados de la actividad económica entre los que se destacan la producción industrial, el nivel de empleo, los términos de intercambio y el consumo. El Indicador Líder Compuesto otorga principalmente información cualitativa, determinando cuatro fases del ciclo de crecimiento: expansión (cuando aumenta y se encuentra por encima de 100), desaceleración (cuando disminuye y supera 100), recesión (cuando baja y se ubica debajo de 100) y recuperación (cuando aumenta pero aún se encuentra por debajo de 100).

<sup>2</sup> El Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis provee de información mensual de comercio exterior a nivel global y regional.



Las diversas autoridades económicas continuaron aplicando múltiples medidas de política monetaria, fiscal y comercial. Entre estas disposiciones se destacan la expansión monetaria, a través de la compra de activos, y los diversos instrumentos de política fiscal anticíclica, cuyo uso se intensificó a partir de fines de 2008. Recientemente, la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) comenzó a evaluar su estrategia de salida, buscando la forma y el momento oportuno de revertir las políticas monetarias expansivas extraordinarias implementadas a partir de la crisis internacional presente, al tiempo que varias instituciones financieras iniciaron el proceso de devolución de las asistencias recibidas.

No obstante, en los últimos meses, la intensificación del uso de medidas proteccionistas, tanto en el plano comercial, cambiario, como financiero, incrementaron los riesgos de una recuperación económica mundial más lenta. En este contexto, continuará siendo clave la intervención de los organismos internacionales y la coordinación de políticas económicas a nivel global para evitar la profundización de estas medidas.

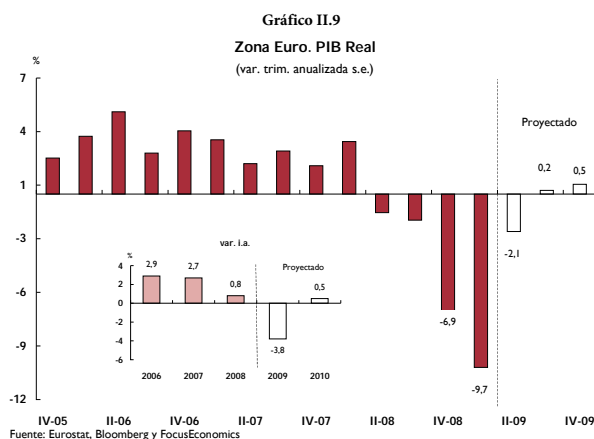
## II.3 Economías Avanzadas

### Estados Unidos

La economía norteamericana se contrajo 5,5% trimestral anualizado sin estacionalidad (s.e.) durante el primer trimestre de 2009 y se proyecta que finalice el presente año con una variación negativa de alrededor de 3%. Para 2010 se estima que el país retorne al sendero de crecimiento, aunque lo haría con cierta debilidad (ver Gráfico II.6).

Durante el segundo trimestre del año, la actividad económica continuó débil. En particular, la producción industrial acumuló a junio 14 meses consecutivos de bajas y se ubicó 13,6% por debajo de igual período del año pasado. En igual sentido, la utilización de la capacidad instalada alcanzó su mínimo valor en al menos los últimos 50 años, al registrar un nivel de 68,3%. No obstante, a diferencia del trimestre anterior, se observó una desaceleración en el ritmo de contracción de ciertas variables como las ventas minoristas y las ventas de viviendas nuevas y usadas.

Distinguiéndose de lo sucedido en períodos recesivos anteriores, en la actualidad se observa que los indicadores del sector real están demorando más de lo habitual en emular el comportamiento de los índices adelantados. Así, por ejemplo, mientras el indicador de actividad manufacturera del *Institute for Supply Management* (ISM), que mide las expectativas de los productores del sector y

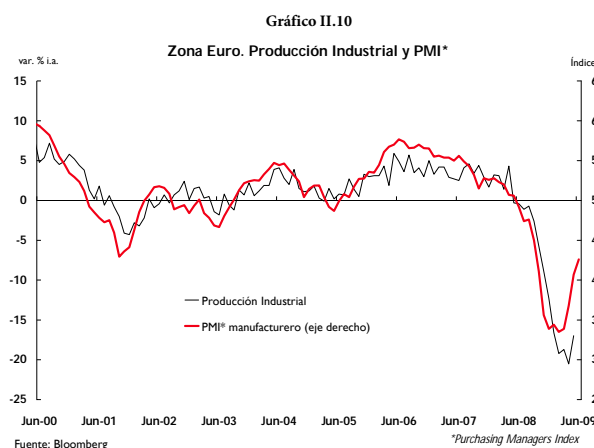


anticipa la producción industrial, muestra una recuperación ininterrumpida desde diciembre de 2008, como se mencionara, la producción industrial desde mediados de 2008 observa variaciones interanuales negativas (ver Gráfico II.7).

Si bien durante los últimos meses se desaceleró el ritmo de destrucción de puestos de trabajo, la tasa de desempleo en EE.UU. alcanzó su máximo en los últimos 26 años. En el segundo trimestre del año se destruyeron 1,3 millones de puestos de trabajo, 0,8 millones menos que en los primeros tres meses. Así, se acumulan 18 meses de variación negativa y 6,4 millones de puestos de trabajo destruidos. Consecuentemente, la tasa de desocupación siguió con la dinámica ascendente, hasta posicionarse en 9,5% en junio, 1 punto porcentual (p.p.) por sobre el dato de marzo. De continuar la tendencia evidenciada en los últimos meses, la desocupación probablemente alcance durante el presente año niveles de dos dígitos (ver Gráfico II.8).

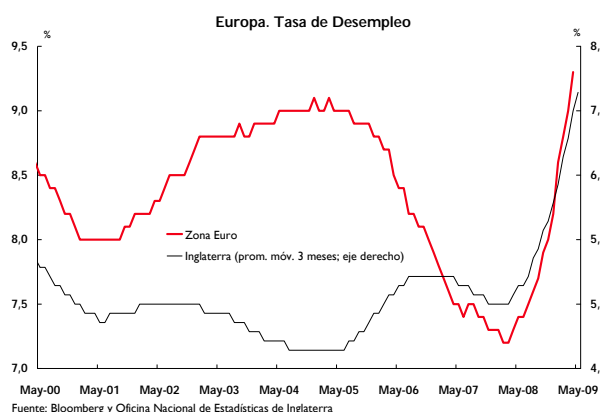
La persistencia del deterioro del mercado laboral continuó afectando al consumo de las familias. En tanto, otros factores, como las restricciones de acceso al crédito y la destrucción de la riqueza de las familias, también siguieron perjudicando al consumo, aunque en menor medida dada la reducción en el ritmo de caída evidenciada en estas variables.

Los precios minoristas se mantuvieron estables durante el trimestre con una variación interanual nula, en tanto que la inflación subyacente continuó ubicándose en torno a 1,9% i.a.. Para el presente año se espera que los precios minoristas, en promedio, no registren variación.



Ante este escenario, las autoridades económicas de Estados Unidos aceleraron la implementación de medidas fiscales con el objetivo de morigerar el impacto de la crisis sobre la economía real. De este modo, recientemente se revisaron las proyecciones del resultado fiscal del gobierno a la baja, y la economía norteamericana finalizaría 2009 con un saldo fiscal negativo de 12% del Producto y en 2010 de 8% del PIB. Las revisiones al alza en las previsiones de déficit fiscal y de endeudamiento público habrían contribuido a la suba acumulada desde inicios de año del rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. de largo plazo. En este marco de potencial debilitamiento del dólar estadounidense, cobró mayor relevancia el debate en torno a la continuidad del liderazgo mundial de esta moneda. Aunque seguirá siendo reserva de valor, deberá compartir el escenario global con divisas regionales fuertes (ver Apartado 3).

Gráfico II.11



## Europa

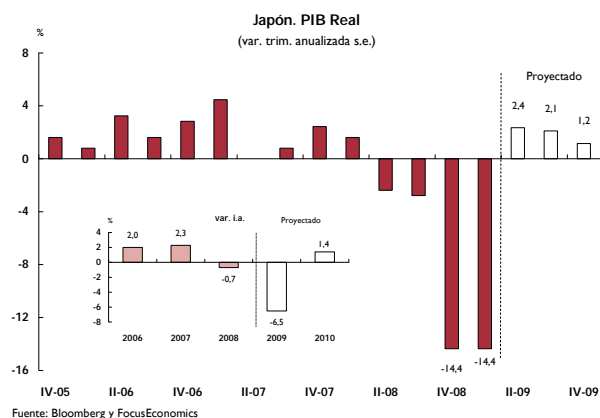
El Producto de la zona Euro caería cerca de 4% en 2009, esperándose una recuperación recién a mediados de 2010 (ver Gráfico II.9). Inglaterra enfrenta un escenario similar, aunque la efectividad que estarían teniendo las medidas llevadas a cabo por el gobierno hace prever una menor disminución del nivel de actividad económica y una recuperación más rápida que en la zona Euro, contrario a lo que se esperaba en trimestres anteriores.

Aunque los indicadores adelantados muestran una mejora en los últimos meses, los países de Europa permanecen en recesión con un continuo deterioro de los indicadores de producción y de consumo (ver Gráfico II.10).

Asimismo, persiste el deterioro del mercado de trabajo, alcanzando la tasa de desempleo de la zona Euro en mayo un nivel de 9,5%. De esta manera, acumula un alza de 1,8 p.p. desde octubre pasado, e iguala los niveles de 1999. En particular, en España, la tasa de desempleo alcanzó 18,7%. Por su parte, en Inglaterra el desempleo se incrementó hasta alcanzar una tasa de 7,5% (ver Gráfico II.11).

La fuerte contracción económica, en un escenario de precios estables en torno al 0% i.a., llevó al Banco Central Europeo (BCE) a reducir su tasa de interés de referencia llevándola a 1%. Al mismo tiempo, a diferencia de Estados Unidos, durante el trimestre la autoridad monetaria profundizó sus inyecciones de liquidez al mercado. En tanto, el Banco de Inglaterra (BoE) mantuvo su tasa de interés de referencia en el mínimo histórico al situarse en 0,5%.

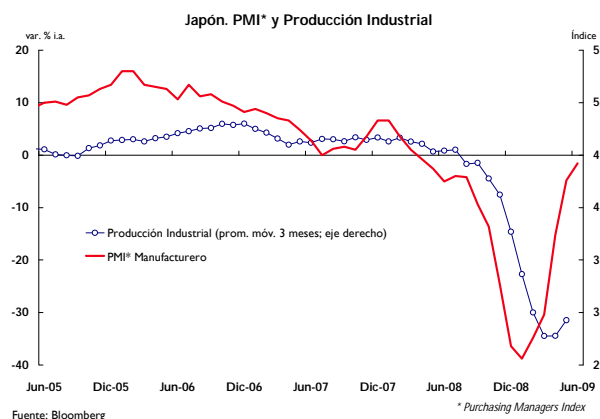
Gráfico II.12

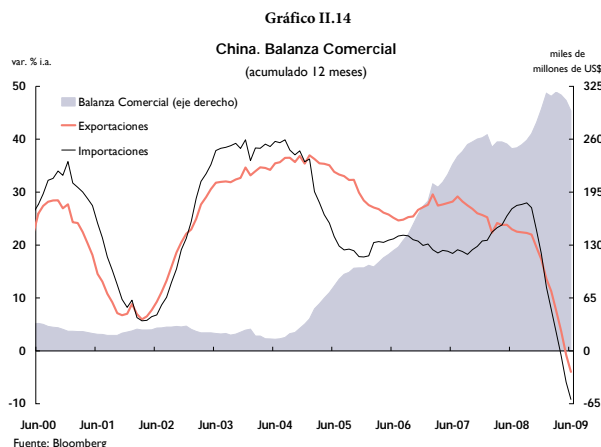


## Japón

Luego de dos trimestres consecutivos de caída en el PIB trimestral anualizado desestacionalizado superiores al 10%, Japón reduciría su ritmo de contracción aunque se prevé para todo 2009 una variación negativa del Producto en torno a 6,5%, la mayor entre los principales países avanzados, que estaría explicado principalmente por el elevado grado de apertura comercial de la economía (ver Gráfico II.12). La brecha entre los indicadores adelantados y el comportamiento sectorial que ellos suelen anticipar resultó muy notoria en el caso de la producción industrial del país asiático. Mientras el *Purchasing Managers Index* (PMI) Manufacturero lleva más de 5 meses de recuperación y se encuentra próximo al límite que marca la zona de expansión del sector, la producción industrial continuó deteriorándose, registrando caídas interanuales superiores al 30% (ver Gráfico II.13).

Gráfico II.13





Al igual que a nivel global, el desempleo del país asiático se deterioró al ubicarse en 5,2% en mayo. Así, desde la intensificación de la crisis internacional en octubre de 2008 el incremento del indicador fue de 1,4 p.p., siendo la mayor variación en siete meses desde 1975.

En tanto, los precios al consumidor continúan registrando variaciones interanuales negativas desde febrero pasado, alcanzando en mayo una caída de 1,1% i.a.. En tanto, la inflación subyacente registró una variación interanual de -0,5% y acumula 5 meses consecutivos en terreno negativo. Se espera para los próximos meses una tendencia similar.

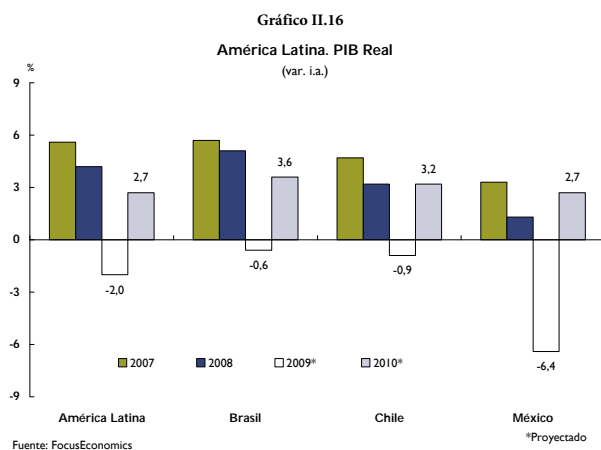
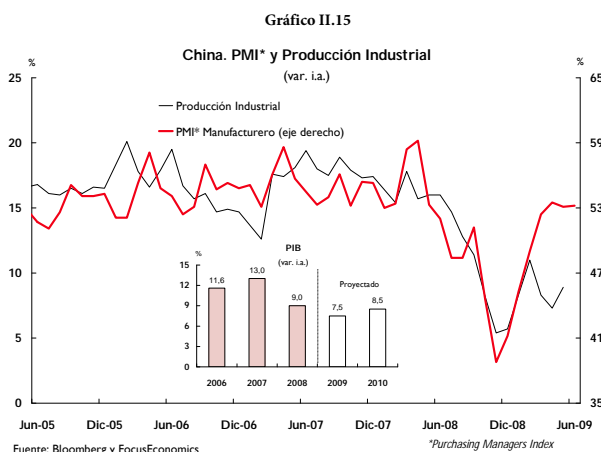
## II.4 Economías Emergentes

La recuperación en los precios de los *commodities* desde inicios de 2009, el leve proceso alcista en los mercados financieros y el impacto de las políticas de estímulo implementadas por las autoridades económicas de varios países emergentes, habrían resultado factores clave para la recuperación en el margen de la actividad económica de los países emergentes. Sin embargo, la evolución es heterogénea entre regiones y países, y mientras que algunas economías ya comienzan a mostrar leves mejoras en el margen, otras presentan todavía importantes riesgos a la baja. Así, por ejemplo, mientras que China e India aceleraron su ritmo de crecimiento en los últimos meses, Brasil y Rusia registraron una disminución en la contracción del nivel de actividad.

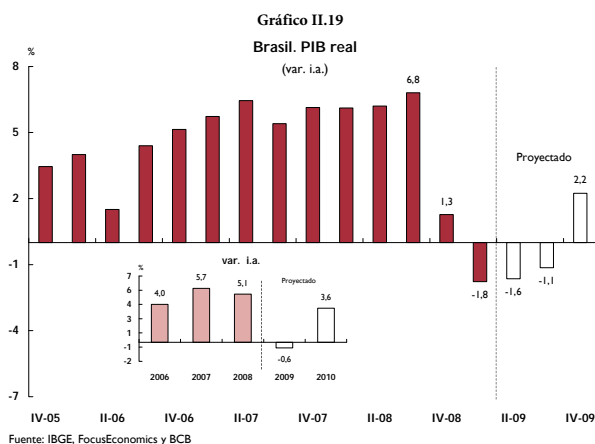
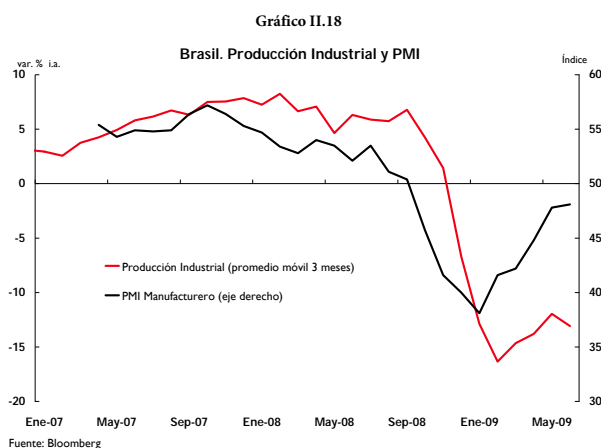
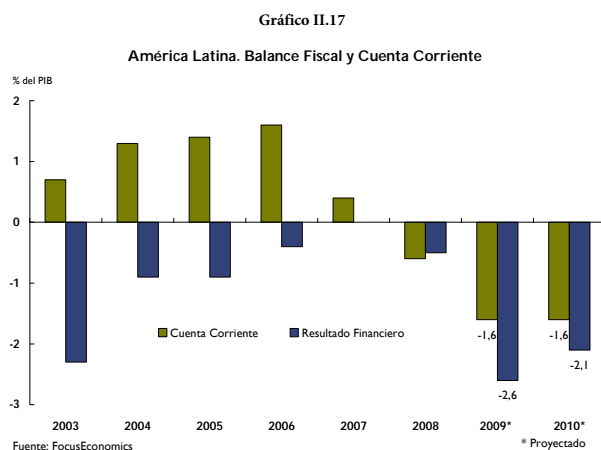
La fuerte caída del comercio internacional continúa afectando a todas las regiones, evidenciándose una baja de los volúmenes de 18% para las economías emergentes en los primeros cuatro meses del año, respecto a igual período de 2008.

Europa emergente sufrió la mayor caída del comercio, con un 28,5% interanual acumulado a abril, al tiempo que esas economías se ven aún afectadas negativamente a través del canal financiero, lo que llevaría a una disminución del PIB de aproximadamente 5,3% para el corriente año, con fuertes caídas en países como Letonia, Lituania, Estonia, Ucrania y Hungría.

Por otra parte, los volúmenes de comercio exterior de Asia emergente disminuyeron 18% i.a. en el primer cuatrimestre de 2009. En China se redujeron marcadamente tanto las exportaciones como las importaciones, aunque las compras externas aumentaron en los últimos meses por una mayor demanda de materias primas ligada a las políticas de obras públicas impulsadas por el gobierno, lo que llevó a un deterioro de la balanza comercial (ver Gráfico II.14).







Para Asia emergente se anticipa un crecimiento anual cercano a 4,3%, impulsado principalmente por China e India, en contraste con la mayoría de los demás países de la región que mostrarían caídas de su Producto afectadas fundamentalmente por la caída en el comercio mundial. La reciente recuperación de China e India, que llevó a la estabilización en las proyecciones regionales, respondería principalmente a las políticas fiscales y monetarias expansivas aplicadas durante los últimos meses. En China, el estímulo se focalizó fundamentalmente en el fomento de nuevos préstamos bancarios, en obra pública y otras acciones de promoción a la demanda interna. Asimismo, su producción industrial sigue en terreno positivo y con leves mejoras en los últimos meses. De esta manera, se espera un incremento del Producto chino de 7,5% para 2009 (ver Gráfico II.15).

### América Latina

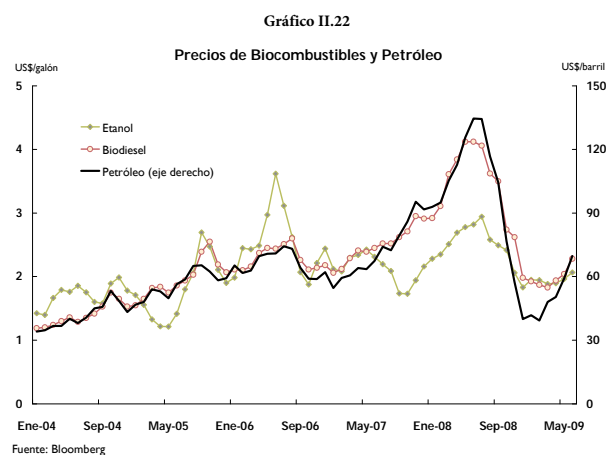
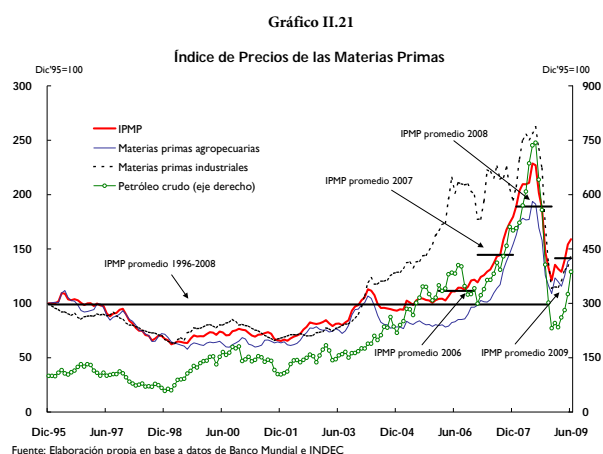
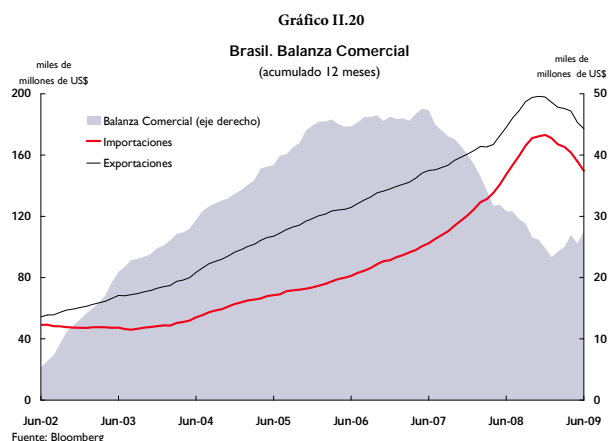
Por primera vez desde 2002 América Latina registraría durante el presente año una merma en su nivel de actividad económica, con una variación esperada en torno a -2% (ver Gráfico II.16). Esta caída se daría luego de acumular cinco años de tasas de expansión por encima de los cuatro puntos. La disminución de los volúmenes de comercio internacional repercutió fuertemente en la región, llevando a una caída de las exportaciones de 14,5% en los primeros 4 meses del año y a una baja de 24% en las importaciones. El impacto de la crisis internacional fue diferente entre países, variando según el grado de apertura comercial y financiera.

Las autoridades económicas de la región continuaron con la aplicación de medidas de política monetaria y fiscal, de acuerdo al margen de acción disponible y a las condiciones de cada economía, que conjuntamente con la existencia de regímenes cambiarios más flexibles que en el pasado permitió amortiguar el impacto de la crisis. Así, Brasil redujo su tasa de interés de referencia en 200 puntos básicos (p.b.) en el último trimestre, llevándola a 9,25% en junio pasado. Por su parte, durante el segundo trimestre Chile recortó su tasa de interés de referencia en 125 p.b., hasta ubicarla en su mínimo histórico, 0,50%, en julio. Asimismo, se continuó con la ejecución de los planes de estímulo fiscal ya anunciados; tal es el caso de Brasil, que extendió por seis meses adicionales el plazo de las medidas adoptadas a inicios de año<sup>3</sup>, hasta el 31 de diciembre del corriente año.

La aplicación de medidas de estímulo fiscal y los menores volúmenes de comercio, dieron origen a un deterioro de los saldos fiscales y externos. De este modo, se pro-

<sup>3</sup> Ver Informe de Inflación del Primer Trimestre de 2009.





yecta que la región enfrente déficits gemelos en 2009 y 2010. No obstante, el comportamiento sería heterogéneo entre países y la magnitud de los resultados variaría según el caso (ver Gráfico II.17).

Las presiones inflacionarias en la región siguen contenidas debido a la merma de la actividad económica y a las menores cotizaciones interanuales de las materias primas. Así, se espera que la inflación continúe estable en el corto plazo.

Aunque las condiciones económicas siguen deterioradas, se comenzaron a observar ciertas mejoras en algunos indicadores de varios países que hacen prever que la recuperación podría ser más veloz que en las economías avanzadas y que en otras emergentes.

En Brasil, en particular, algunas variables que reflejan el nivel de actividad, como la producción industrial y las ventas minoristas reales, mostraron en el margen cierta estabilización (ver Gráfico II.18). Este comportamiento explicaría que los pronósticos de contracción económica para 2009 no hayan variado durante el trimestre, manteniéndose en torno a -0,6%. De cumplirse esta proyección, sería la primera variación negativa del Producto desde 1992 (ver Gráfico II.19). Por su parte, la balanza comercial brasilera mostró, en el acumulado de los últimos doce meses, una disminución de 11% i.a., llevando a la consecuente profundización del deterioro del superávit de cuenta corriente (ver Gráfico II.20).

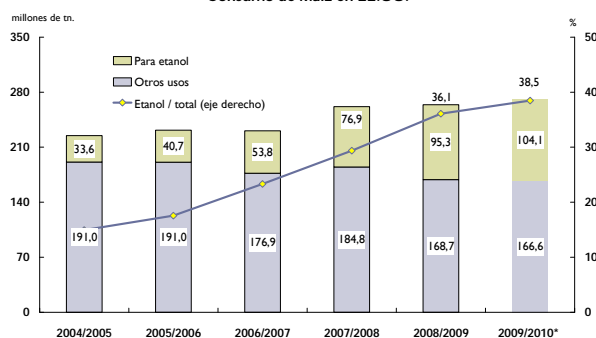
Por otra parte, México sería la economía latinoamericana que sufriría la mayor caída del Producto (-6,4%), debido tanto a los fuertes lazos económicos con Estados Unidos, que afectan tanto en el plano comercial como en el financiero, como al impacto negativo sobre la actividad económica del avance de la gripe A (H1N1).

## II.5 Precios de las Materias Primas

Los precios de las principales materias primas mostraron una importante recuperación en los últimos meses. Si bien las cotizaciones agropecuarias ya venían repuntando desde principios de año, en el último trimestre se sumaron a la tendencia alcista los precios de los *hard commodities*. Dentro de los determinantes de las subas estuvieron el mal clima en las principales regiones productoras, el sostén de la demanda y el encarecimiento de los costos. Asimismo, la recuperación del interés inversor financiero en materias primas también ayudó al reciente encarecimiento.

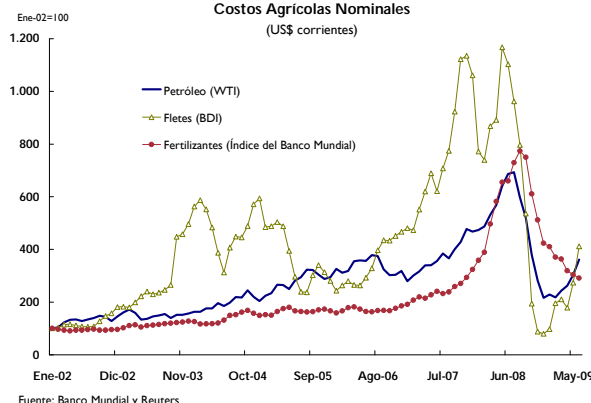
En este marco, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA acumuló en la pri-

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



\*Estimación a Junio  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA

Gráfico II.24  
Costos Agrícolas Nominales  
(US\$ corrientes)



Fuente: Banco Mundial y Reuters

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

		Campaña 2008/09 (mill. tn.)	Campaña 2009/10 (mill. tn.)	Efecto sobre el precio de la variación
Trigo	Oferta total*	802,2	824,5	-
	Demanda total	633,8	641,8	+
	Stocks finales	168,4	182,7	-
Maíz	Oferta total*	918,5	920,0	-
	Demanda total	779,4	794,5	+
	Stocks finales	138,5	125,5	+
Soja	Oferta total*	263,8	283,5	-
	Demanda total	221,8	231,6	+
	Stocks finales	41,9	51,0	-

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

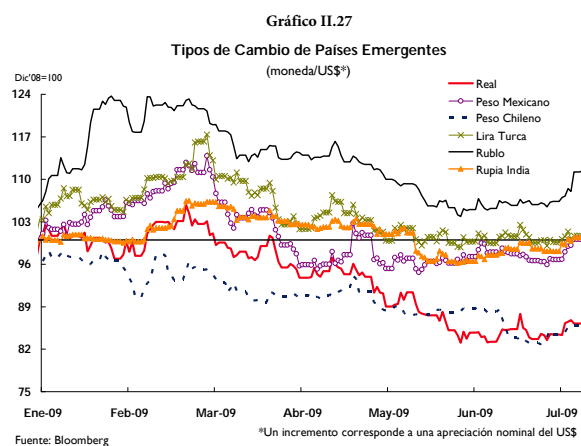
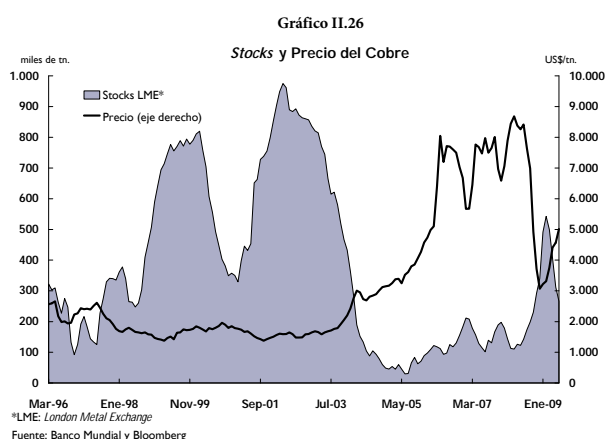
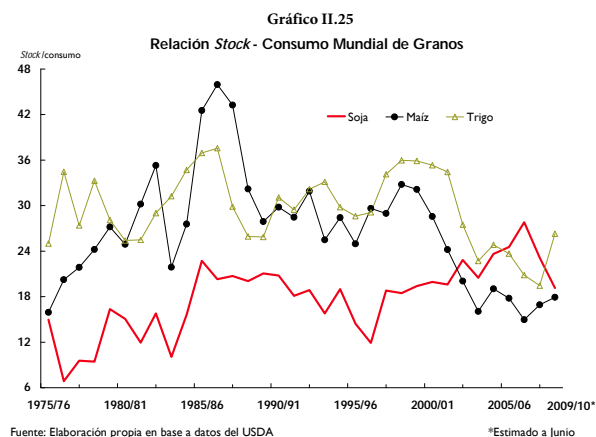
Fuente: Elaboración propia en base a datos del USDA

mera mitad de 2009 un crecimiento de más de 30% respecto de los valores de diciembre de 2008, si bien se ubicó en junio 31% por debajo del máximo alcanzado un año atrás (ver Gráfico II.21). Las subas de precios más significativas se registraron en el petróleo crudo (48%), el complejo sojero (28%) y el cobre (34%). A su vez, dentro de los productos agropecuarios también se registraron aumentos, aunque más moderados, en el trigo (10%), el maíz (9%) y la carne vacuna (8,5%).

En el caso del petróleo el alza de los precios estuvo impulsada por la combinación de una parcial recuperación de la demanda, principalmente por parte de los países emergentes como China (segundo consumidor mundial), y de una oferta que mostró sucesivos recortes, no sólo por las decisiones de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) sino también por el resurgimiento de problemas geopolíticos (principalmente en Nigeria, el octavo productor mundial). Asimismo, la depreciación del dólar estadounidense con respecto a otras monedas y el retorno de los fondos de inversión también ayudaron a la recuperación de este *commodity*. De esta forma, el precio del barril del petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) alcanzó en junio el nivel más alto en 8 meses, al ubicarse por encima de los US\$70 por barril (ver Gráfico II.22).

La recuperación en la cotización del petróleo, a su vez, impulsó al alza los precios de las materias primas agropecuarias, principalmente por su vínculo con la elaboración de biocombustibles y con los costos de producción y transporte de granos. En efecto, se prevé que en la próxima campaña el consumo de maíz para la producción de etanol en EE.UU. crezca cerca de 10% (ver Gráfico II.23). En relación a los costos, las tarifas de fletes marítimos aumentaron significativamente en el último trimestre, aunque aún se ubican en niveles inferiores a 2008, obedeciendo no sólo al encarecimiento del petróleo sino a la mayor utilización de buques de cargas secas por parte de China. En contraposición, los precios de los fertilizantes continuaron cayendo y se ubicaron en niveles cercanos a los de fines de 2007, en un marco de menor demanda de insumos para el sector agropecuario debido a la crisis internacional (ver Gráfico II.24).

Por otro lado, a pesar de la crisis económica mundial, la demanda de alimentos continúa en alza, en especial en el caso de los cereales y oleaginosas, acentuándose en los últimos meses esta tendencia. Asimismo, la recuperación reciente de los precios agrícolas también estuvo influenciada por cuestiones coyunturales, tales como las malas condiciones climáticas imperantes en las principales regiones productoras, a lo que se sumó la acción de los fondos de inversión (ver Apartado 2).



En términos prospectivos, los precios de los principales productos agrícolas se sostendrían en niveles históricamente elevados, aunque la soja y el trigo podrían presentar cierta corrección a la baja. Para el ciclo 2009/10 el Departamento de Agricultura de EE.UU. (USDA) ajustó al alza los niveles de *stocks* para las oleaginosas y el trigo, y a la baja para el maíz. En particular, la cosecha de soja 2009/10 se ubicaría por encima de la campaña anterior, principalmente por el incremento previsto en EE.UU. y en Sudamérica, dejando a los *stocks* por arriba del ciclo 2008/09, lo que podría presionar levemente a la baja los precios en los próximos meses. En el caso del trigo, se estima una abundante oferta mundial, que daría lugar a que las existencias crezcan, continuando la recuperación iniciada en la campaña pasada. En contraposición, para el ciclo 2009/10 se espera un importante recorte en los inventarios finales del maíz en EE.UU., en un marco de bajas reservas de la campaña 2008/09 y un alza esperada de la demanda (ver Cuadro II.1 y Gráfico II.25).

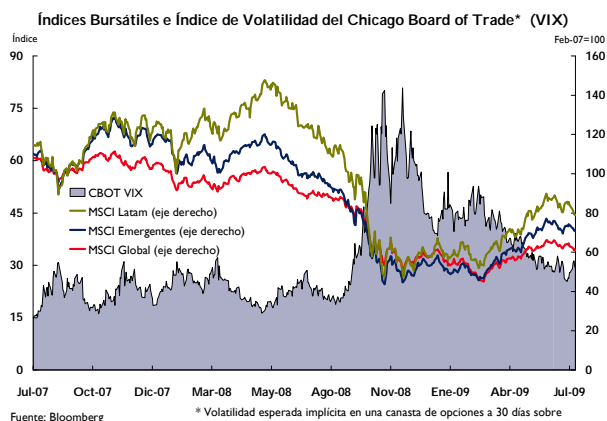
En cuanto a las cotizaciones de las materias primas metálicas, éstas también mostraron fuertes subas en los últimos meses, recuperándose el cobre 60% respecto de los mínimos de diciembre 2008 (todavía resultan 35% inferiores a los precios de un año atrás). Esta situación estuvo ayudada por el efecto positivo que generaron los paquetes implementados para estimular la economía china, que ayudaron a reactivar la demanda ligada a inversiones en infraestructura, construcción y transporte, demandando importantes cantidades de metales (ver Gráfico II.26).

En síntesis, los mercados de materias primas presentaron una importante recuperación en lo que va del año y se prevé que en adelante las cotizaciones se mantengan en niveles históricamente altos, pudiendo las de la soja y el trigo presentar alguna corrección a la baja en el corto plazo.

## II.6 Flujo de Capitales

Durante el segundo trimestre de 2009 los mercados financieros presentaron una tendencia alcista, aunque con variaciones relativamente pequeñas. Asimismo, se reavivó el apetito por riesgo de los inversores, lo que se pudo observar en la apreciación de las monedas de los países emergentes respecto de un trimestre atrás y en la reapertura del acceso a los mercados financieros internacionales, tanto para el sector público como el privado de estas economías (ver Gráfico II.27). En efecto, durante la primera mitad del año, las emisiones de deuda soberana sumaron US\$40.000 millones. Asimismo, las colocaciones de deuda corporativa ascendieron a US\$42.000 millones en igual período.

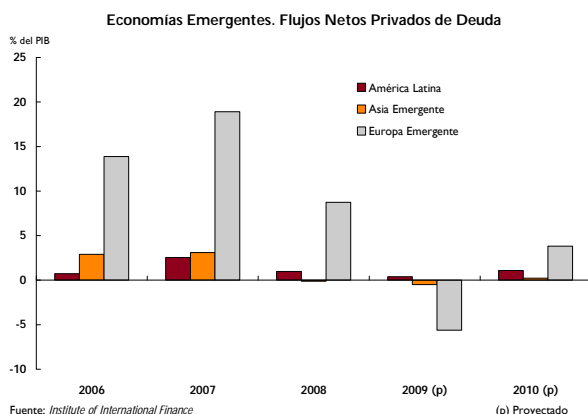
Gráfico II.28



La volatilidad continuó reduciéndose en los mercados financieros internacionales, aunque todavía se ubica en niveles elevados, debido a la incertidumbre sobre la evolución futura de la economía mundial (ver Gráfico II.28).

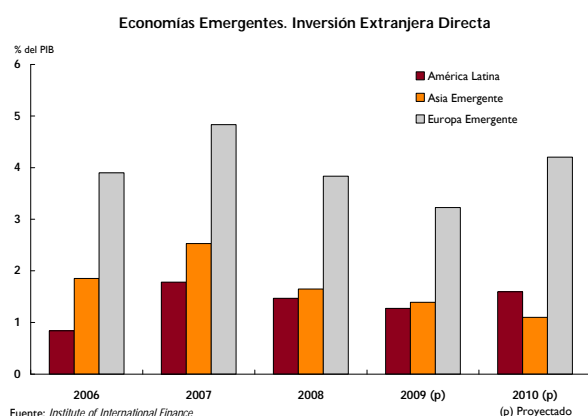
Durante los últimos meses cobró mayor importancia la asistencia financiera de los organismos internacionales de crédito a los países emergentes, frente a la previsión de salida neta de capitales privados desde estas economías durante 2009, con una leve recuperación en 2010. Así, se estima que en el presente año los países en desarrollo terminarán con un ingreso neto un 50% menor que en 2008, aunque manteniendo el saldo positivo. Si bien se prevé que todos los componentes disminuyan, la mayor caída se espera en los flujos netos de deuda privada, con una salida estimada de US\$100.000 millones en 2009. Para América Latina se pronostica una disminución en los flujos netos de capitales, aunque se espera que finalice el presente año con un saldo levemente superavitario (ver Gráfico II.29).

Gráfico II.29



De todas las regiones, Europa emergente es la más afectada por el cambio en la dinámica en los flujos de fondos internacionales. Sin embargo, la reciente suba en el precio del petróleo y el apoyo provisto por diversos organismos multilaterales ayudaron a aliviar las condiciones financieras en diversos países de la región. Las proyecciones dan cuenta de que en 2009 habría una salida neta de capitales privados de US\$33.000 millones, US\$250.000 millones menos que en 2008 (6,6% del PIB de 2008).

Gráfico II.30



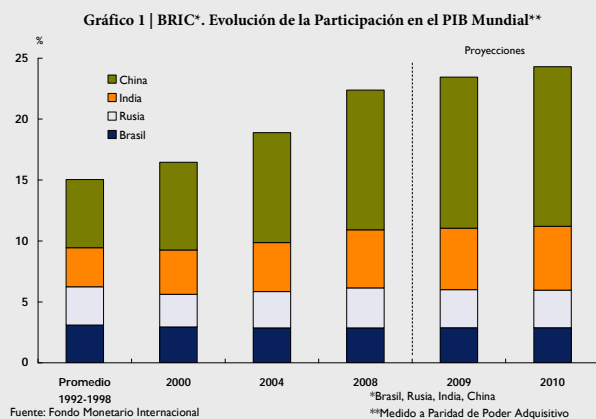
A pesar de la volatilidad del flujo de capitales, las proyecciones de Inversión Extranjera Directa aún se mantienen en niveles elevados (ver Gráfico II.30). En el corto plazo, se espera que los inversores continúen mostrando mayor preferencia por los activos más seguros.

En resumen, la continuidad en la contracción de la actividad económica en los principales países avanzados mantiene a la economía mundial en una de las mayores recesiones de las últimas décadas. La recomposición del crecimiento no sería homogénea. Dependiendo de la región o país que se analice, la recuperación económica comenzaría a fines del presente año o entrado el año próximo. Así, el escenario internacional que enfrenta Argentina sigue siendo hostil, incluso luego de la reciente recuperación de los precios de los *commodities*. Tanto los flujos de capitales como la demanda externa continúan ejerciendo una influencia negativa sobre la economía.

## Apartado 1 / El rol de las economías emergentes en la recuperación de la crisis actual

La actual crisis económica internacional, con origen en las economías avanzadas, impactó negativamente sobre los países emergentes, aunque con cierto retraso. A partir de esto surgió la discusión de si los países en desarrollo continuarán siendo el motor de la economía global, esta vez dando el impulso necesario para salir de la recesión. No obstante, diversos factores hacen pensar que estos países, por sí solos, no podrían cumplir con dicha responsabilidad, aunque el nuevo orden económico mundial que se está gestando le asignaría un rol más significativo a estas economías.

Por primera vez en años las regiones en desarrollo no han sido el origen de la crisis y, si bien al principio resistieron los embates, la intensificación de las turbulencias en la segunda mitad de 2008 las afectó fuertemente a partir del canal comercial y financiero. A diferencia de episodios anteriores, las principales economías emergentes llegaron a la actual crisis con mejores fundamentos macroeconómicos, lo que les permitiría revertir el impacto negativo con mayor celeridad que los países avanzados y que en períodos previos.

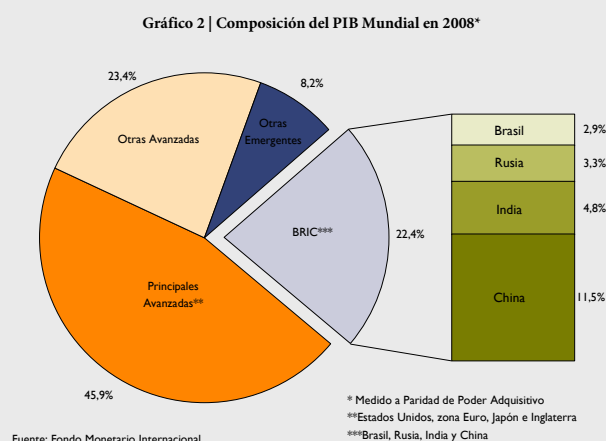


En los años previos a la crisis, las economías emergentes fueron ganando espacio en el Producto mundial, aunque el aumento en la participación fue heterogéneo. Las economías del BRIC (Brasil-Rusia-India-China) fueron las que lograron la mayor expansión económica en las últimas décadas, siendo la integración comercial al mundo el motor de crecimiento. Su contribución al PIB global, medida en Paridad de Poder Adquisitivo (PPA), pasó de 15% en 1992 a aproximadamente 23% en 2008, en detrimento principalmente de las economías avanzadas (ver Gráfico 1). En todos los casos se observó un incremento significativo en los volúmenes de exportaciones e importaciones, tanto en términos nominales como en relación al Producto. Los países en desarrollo fueron responsables de la mitad del aumento en los

volúmenes de importaciones desde el año 2000, y actualmente dominan un tercio del comercio mundial.

Ante el menor ritmo de actividad económica, los gobiernos de los países en desarrollo tomaron acciones de política a fin de revertir el impacto negativo de la menor demanda externa. Las medidas se centraron en dar impulso al gasto agregado doméstico y promocionar las exportaciones, tales como el aumento de la inversión pública y el direccionamiento del crédito hacia el sector exportador. Así, se anunciaron planes de estímulo fiscal y se promocionó la compra de bienes de producción nacional. También se otorgaron créditos y adelantos a los sectores exportadores, al tiempo que recientemente se impulsaron medidas cambiarias, comerciales y financieras proteccionistas.

Cabe destacar que tanto en India como en China, dado el tamaño del mercado doméstico, las políticas orientadas a la demanda interna pueden servir como un paliativo ante la caída de las ventas externas. La diferencia entre ambos países radica en que China tiene capacidad suficiente para dar un mayor impulso a su economía, dado que posee una mejor situación fiscal que India.



Como se mencionara, en los últimos meses también se comenzaron a aplicar medidas de índole comercial con sesgo proteccionista. Esta tendencia volvió a observarse aún después de los reconocidos efectos devastadores que este tipo de acciones tuvo sobre el crecimiento global en los años '30 y con posterioridad a la Segunda Guerra Mundial. Ante este creciente riesgo, resultará crítico el rol que desempeñen los organismos internacionales y la coordinación mundial de las políticas nacionales.

Las economías emergentes representan en el Producto mundial 30,6% y en los últimos 8 años aportaron el 57%

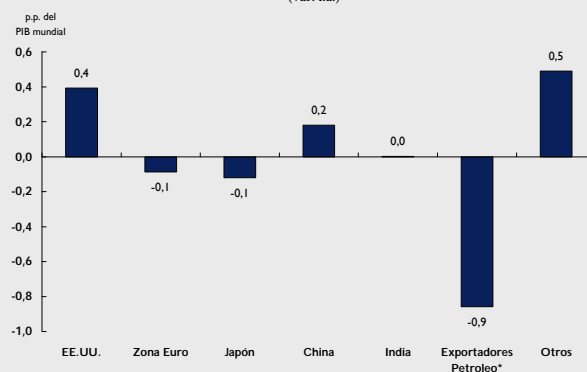
del crecimiento global (ver Gráfico 2). En la actualidad, China contribuye con aproximadamente el 12% del PIB mundial, en tanto, su aporte al crecimiento global ha sido uno de los mayores, ubicándose en torno al 17%.

Las proyecciones de crecimiento de las economías emergentes para el presente año son heterogéneas, predominando mayoritariamente las caídas. En efecto, Brasil registraría una contracción de aproximadamente 1%, mientras que en Rusia el retroceso sería considerablemente más pronunciado (-6,5%). En tanto, la situación en China e India es significativamente diferente, ya que lograrían mantener una tasa de expansión elevada en torno a 7%. De este modo, por más que los países en desarrollo puedan tener la capacidad para impulsar al mundo, al presente no tienen un nivel suficiente de crecimiento como para lograrlo. Asimismo, si bien el efecto de las medidas implementadas permitió amortiguar el impacto de la crisis, este impulso podría diluirse debido a que sólo proveerían un soporte temporal al crecimiento. En el corto plazo, para que las regiones emergentes (particularmente el BRIC) logren alcanzar nuevamente tasas elevadas de actividad económica es necesaria una recomposición de la demanda externa.

Por otra parte, el efecto derrame de la aceleración en el crecimiento de China e India, basado en el mercado doméstico, impactaría de manera positiva principalmente sobre las demás economías en desarrollo de Asia y los países exportadores netos de *commodities*, ya que la mayor demanda llevaría a la importación de materias primas y bienes intermedios para la producción. De esta forma, no se esperaría un efecto directo positivo sobre las economías industrializadas.

Otro factor que hay que considerar es la dinámica de ajuste del consumo y del ahorro entre los países avanzados y los emergentes. Las últimas estimaciones, tanto públicas como privadas, estarían dando cuenta que el mayor nivel de ahorro de la economía norteamericana sería compensado por menores niveles de ahorro de los países petroleros y no por mayores niveles de consumo de China e India como se hubiera esperado (ver Gráfico 3). En efecto la tasa de ahorro en Estados Unidos, medida tanto en términos del PIB como en términos del Ingreso Disponible, verificó un incremento de una magnitud no vista en al menos los últimos 60 años, ubicándose actualmente en 3,3% y 4,3%, respectivamente. Cabe destacar que en el corto plazo ningún país tiene la capacidad para llenar la brecha dejada por el menor nivel de gasto en consumo de Estados Unidos, que representa aproximadamente 16% del PIB mundial.

Gráfico 3 | Países Seleccionados. Saldo de Cuenta Corriente proyectado para 2009 (var. i.a.)



\*Arabia Saudita, Rusia, Emiratos Árabes, Kuwait, Irán, Noruega, Angola, Argelia, Nigeria y Venezuela.  
Fuente: Fondo Monetario Internacional

Las diversas políticas aplicadas por las economías emergentes servirán a corto plazo para paliar los efectos de la crisis, pero no podrían constituir la fuente directa de recuperación mundial ya que de no haber una mejora en los volúmenes del comercio global difícilmente se sostengan en el tiempo. Sin embargo, en el mediano plazo los países emergentes continuarán ganando espacio en el producto global, al tiempo que tendrán una mayor participación en la estructura de liderazgo económico y político a nivel mundial.



### III. Actividad Económica

#### III.1 Síntesis

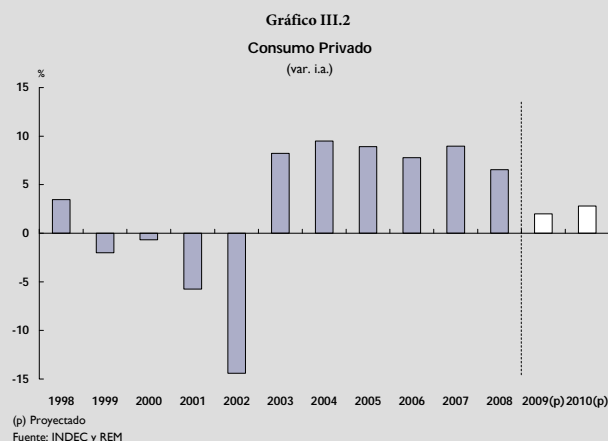
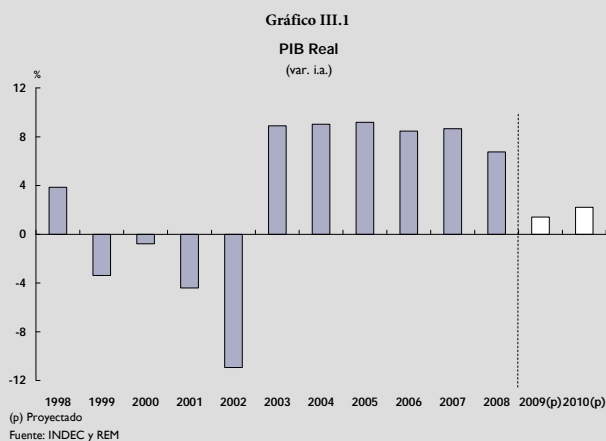
Tras la desaceleración observada entre fines del año pasado e inicios del corriente, en línea con la profundización de la crisis económica mundial, algunos indicadores del nivel de actividad comienzan a mostrar signos de estabilización o incluso de mejora en el margen. En este contexto, podría esperarse para la segunda mitad del año una paulatina recuperación de la actividad agregada.

Desde el punto de vista de la demanda, el componente más afectado hasta el momento ha sido el gasto destinado a la compra de bienes de capital. La caída se originó ante las decisiones de las empresas de reprogramar sus inversiones frente a un nivel de actividad económica menor al previsto anteriormente, en el marco de incertidumbre derivado de la crisis internacional. Adicionalmente, también se ha registrado una menor inversión privada en construcción, la cual ha sido compensada por las mayores inversiones del sector público, principalmente en obras viales, de viviendas y de refacción. En lo que resta del año, la inversión en maquinaria y equipos podría estabilizarse, en tanto que la contracción de la construcción podría profundizarse al finalizar las obras ya iniciadas, según se desprende del comportamiento de los permisos de edificación.

Distinta sería la trayectoria del gasto de las familias, donde la estabilización de la confianza podría permitir una recuperación del consumo. A ello se suman las promociones realizadas por las empresas y el sistema financiero, para compensar la menor disposición a la toma de créditos y el deterioro de las perspectivas laborales. Por su parte, también mantendría un aporte positivo el Consumo público, que en lo que va de 2009 arroja una expansión mayor a la del año previo.

Finalmente, las Exportaciones Netas (XN) contribuyen positivamente a la evolución del Producto, en la medida que la demanda de bienes intermedios para la industria o de bienes de consumo durable es más elástica que la demanda de exportaciones (compuesta mayormente por materias primas).

Por el lado de la oferta, los indicadores del nivel de actividad muestran alguna recuperación o menor caída con respecto a lo observado en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009. Los indicadores industriales exhiben una recuperación, impulsados por un paulatino aumento de las exportaciones y la necesidad de recomponer stocks en algunos sectores. Distinta es la situación del sector agropecuario donde la fuerte sequía que afectó al país se vio reflejada en un marcado descenso de la cosecha, que podría ser revertido en el próximo ciclo bajo condiciones climáticas normales. Por su parte, los servicios relacionados con el comercio podrían registrar un avance, a pesar del shock negativo generado por la pandemia reciente.



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

	I-08	II-08	III-08	IV-08	I-09	II-09
<b>PIB (a precios constantes)</b>	1,2	1,8	1,3	-0,5	0,1	
<b>Gasto</b>						
Ventas de Autos - ADEFA	5,2	-0,1	-7,6	-17,6	-13,3	8,8
Confianza del consumidor - UTDT (s.o.; p.p.)	0,6	-9,0	0,2	-3,3	0,6	-0,5
Importaciones (cantidades) (**)	8,2	2,0	-2,7	-11,4	-21,0	-6,7
Importaciones de Bienes de Consumo (cantidades) (**)	7,2	3,8	0,7	-7,7	-24,0	-3,7
Importaciones de Bienes de Capital (cantidades) (**)	22,2	-5,4	-4,3	-11,2	-22,5	-14,4
Exportaciones (cantidades) (**)	-2,4	-9,9	16,8	-16,9	-0,2	2,9
<b>Oferta</b>						
Actividad - EMAE (*)	1,4	1,8	1,2	-0,4	-0,1	0,8
Industria - EMI (**)	-0,4	0,6	1,5	-0,4	-3,6	2,3
Construcción - ISAC (**)	2,8	-0,7	3,2	-6,4	3,1	0,9
Servicios Públicos - ISSP (**)	2,2	-0,6	2,0	2,1	4,0	0,2

\* Dato a abril \*\* Dato a mayo

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

## III.2 Comportamiento del Gasto

La desaceleración de la caída de las principales económicas y la estabilización de las expectativas a nivel local podrían dar lugar a que la actividad agregada comience a recuperarse en el segundo semestre, tras la corrección observada desde fines de 2008. En efecto, de acuerdo con los indicadores adelantados disponibles, la actividad económica muestra señales de estabilización en el segundo trimestre del año (ver Cuadro III.1 y Gráfico III.3). De este modo, la producción de bienes y servicios ha logrado mantenerse en niveles históricamente elevados, a diferencia de lo registrado en otros episodios de disrupciones externas, a partir de la sólida posición externa, fiscal y financiera.

Desde el punto de vista del gasto, las decisiones de compra de bienes de inversión siguen exhibiendo una tendencia declinante, aunque menos profunda que la registrada en los últimos dos trimestres, a lo que se agrega el sostén de las construcciones privadas ya iniciadas y de la obra pública. Distinto es el comportamiento de los consumidores, que incrementan sus niveles de gasto en el margen. Por su parte, las Exportaciones Netas (XN) siguen aportando en forma positiva al crecimiento de la economía, aunque en menor medida que en el primer trimestre del año.

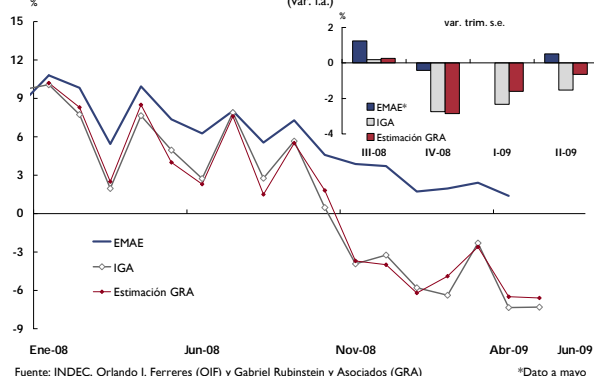
En este contexto, la economía podría avanzar en el segundo semestre del año, aunque a un ritmo menor y más volátil que el exhibido en el ciclo 2003-08, ante los efectos de la crisis internacional sobre la absorción interna.

### Inversión

La Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) continúa siendo el componente del gasto que muestra las mayores caídas, ante la decisión de los empresarios de posponer inversiones en maquinaria y equipos, en el marco de incertidumbre derivado de la crisis internacional, a lo que se agrega la reducción del gasto orientado a la construcción. De todos modos, la disminución de la IBIF se estaría desacelerando, manteniendo una elevada participación en términos del Producto (ver Gráfico III.4).

El gasto en Equipo durable de producción muestra una reducción, aunque con una moderación de la baja en el margen. En este sentido, a la reducción de las cantidades importadas de bienes de capital y sus piezas y accesorios en el primer trimestre del año le siguió una nueva merma pero de menor magnitud. En lo que resta de 2009 la inversión en maquinaria y equipos podría estabilizarse, en niveles similares a los de 2006, de comenzar a recupe-

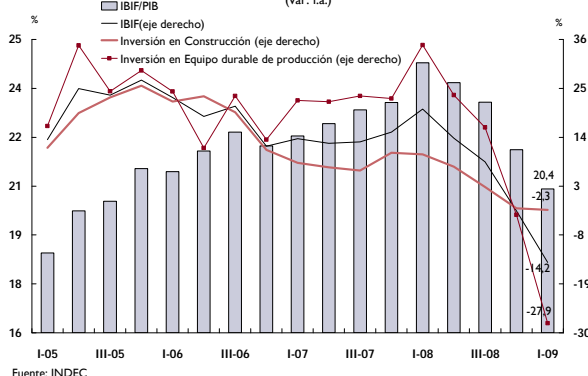
**Gráfico III.3**  
**Indicadores de Actividad**  
(var. i.a.)



Fuente: INDEC, Orlando J. Ferreres (OJF) y Gabriel Rubinstein y Asociados (GRA)

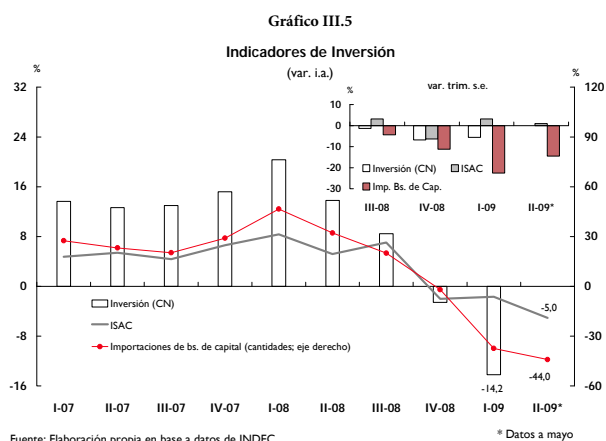
\*Dato a mayo

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



Fuente: INDEC



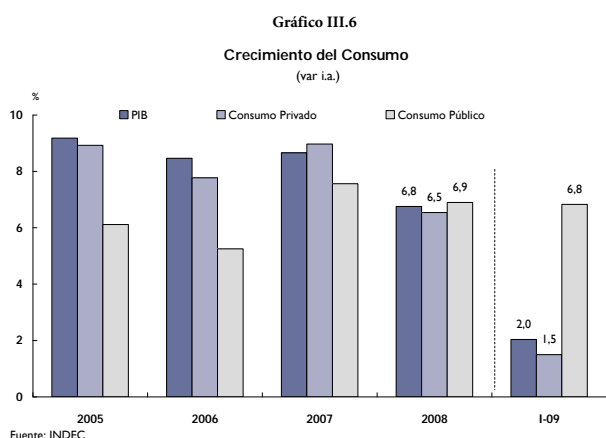


rarse la actividad agregada y mejorar las expectativas de los agentes internos (ver Gráfico III.5).

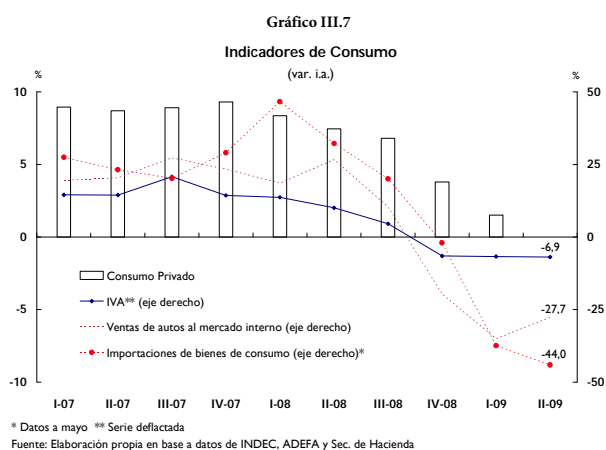
Por su parte, también se registra una menor inversión privada en Construcción, que ha sido compensada por el aumento de la inversión pública, focalizada principalmente en obras viales y de refacción. En adelante, la construcción se vería influida por la finalización de las construcciones actualmente en proceso y la merma del impulso realizado por el sector público. En este sentido, de acuerdo a la evolución de los permisos de edificación privada (que constituyen un indicador adelantado de las obras a comenzar) no se puede anticipar un crecimiento de la construcción en los próximos meses.

### Consumo

En un contexto signado por una relativa estabilización de la confianza de los consumidores y de una agresiva campaña de promociones, el Consumo Privado frenó su merma en el segundo trimestre de 2009. En este sentido, será importante para apuntalar el crecimiento del consumo la reactivación del crédito al sector privado, que muestra una desaceleración desde mediados de 2008 pero que habría comenzado a revertirse a partir de junio de este año.



En particular, la estabilización del Consumo Privado se refleja en la trayectoria ascendente de las ventas de supermercados, luego de exhibir una desaceleración entre el cuarto trimestre de 2008 y el primero del corriente año. Por su parte, las ventas de centros de compra, que habían comenzado a declinar a partir del tercer trimestre del año pasado, mostraron un rebote en abril y mayo, lo que permite inferir que el gasto en bienes durables y suntuosos dejó de caer al ritmo al que lo venía haciendo (ver Gráfico III.7).

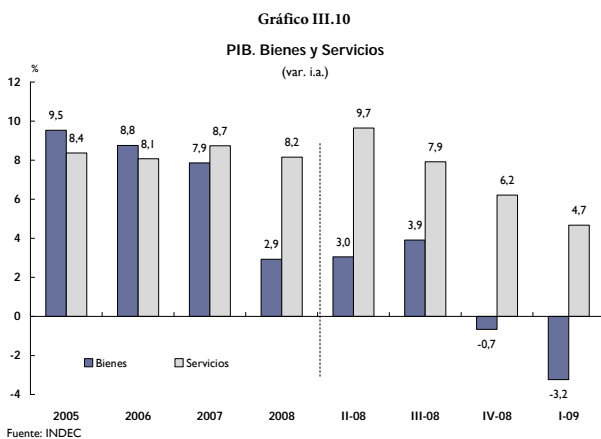
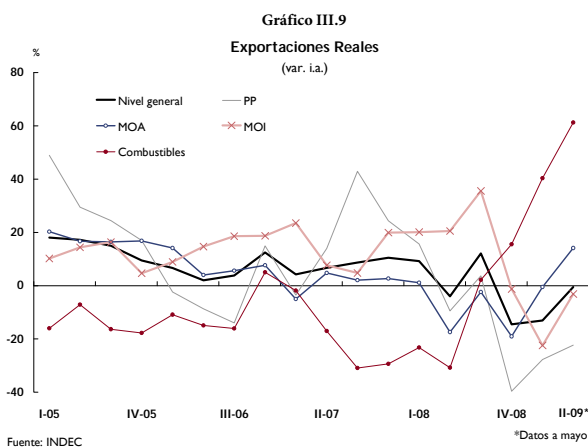
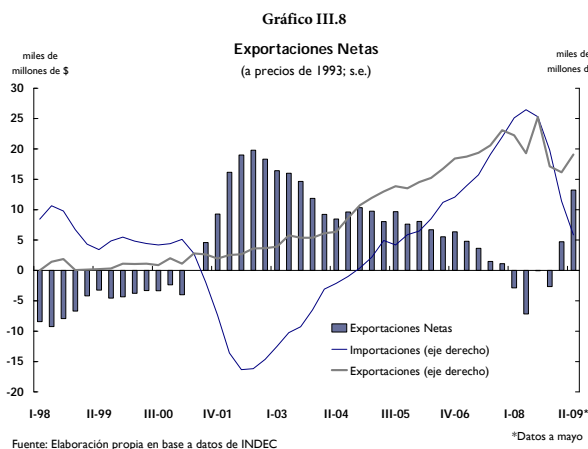


Por su parte, el Consumo Público mantendría un aporte positivo a la actividad económica durante 2009. De hecho, en lo que va del corriente año muestra una expansión similar a la registrada el año pasado (ver Gráfico III.6).

### Exportaciones Netas

Las XN siguen contribuyendo al sostenimiento de la actividad económica, a pesar de la fuerte contracción del comercio internacional que impacta sobre las ventas externas.

Las exportaciones se han mantenido elevadas e incluso habrían registrado una leve recuperación en el segundo trimestre del año (ver Gráfico III.8). En particular, se ob-



servó un fuerte crecimiento de las cantidades exportadas de Manufacturas de origen agropecuario (MOA) y de embarques de Combustibles y energía. Asimismo, se advirtió una fuerte desaceleración de la caída de las exportaciones industriales en términos reales, ayudadas por el comportamiento de la industria automotriz. Por último, las exportaciones de Productos primarios (PP) también desaceleraron su caída, aunque siguen exhibiendo una tasa de contracción de dos dígitos, debido a la menor cosecha de cereales y oleaginosas (ver Gráfico III.9).

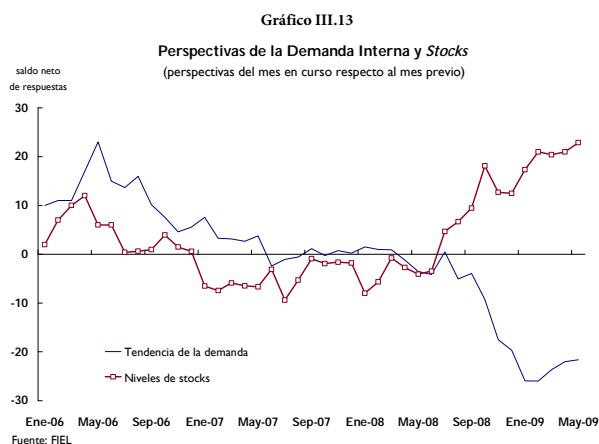
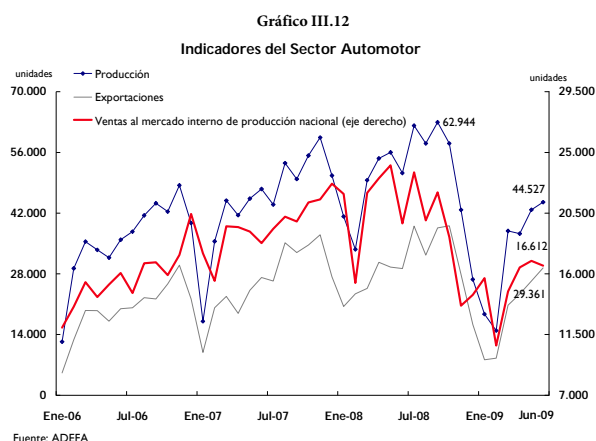
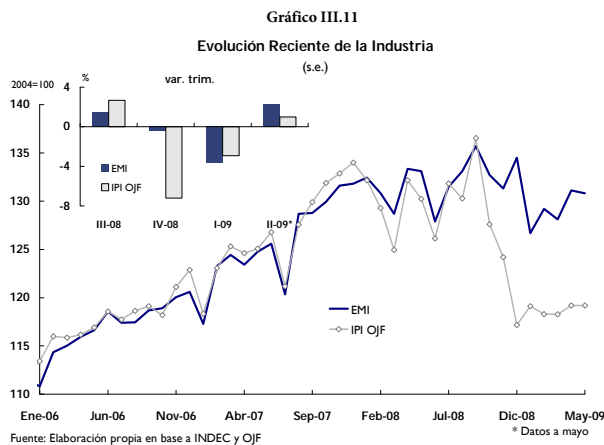
En tanto, las importaciones siguen verificando una importante contracción, fruto de la desaceleración de la economía local como resultado de la crisis internacional. En el acumulado del año, la caída se extiende a todos los rubros de importación, concentrándose en los bienes y piezas de capital.

Si bien se proyecta que en el segundo semestre del año se registre una baja en las cantidades exportadas, en un contexto donde las importaciones reales se mantendrían estables o crecerían levemente acompañando la evolución prevista de la actividad agregada, el aporte de las XN al Producto sería positivo en 2009.

### III.3 Comportamiento de la Oferta

A mediados de 2009 la economía local estaría llegando a un valle y algunos sectores exhiben indicios de cierta recuperación. La producción de bienes, que registró un fuerte ajuste desde fines de 2008 al sufrir el impacto de la crisis internacional, sigue cayendo, aunque muestra divergencias entre sus componentes. La industria presenta signos de recuperación en los últimos meses, mientras que la construcción y el sector agropecuario continúan aún reduciendo sus niveles de producción. Por su parte, los servicios se mantienen estables y en niveles elevados, impulsados por la telefonía, aunque disminuyendo su ritmo de crecimiento en relación a los años previos (ver Gráfico III.10).

En lo que resta de 2009 se espera que la producción de bienes siga exhibiendo un comportamiento diferenciado entre los sectores, con cierta recuperación en la industria y con un avance del sector agropecuario de observarse condiciones climáticas normales. En tanto, se prevé una menor actividad en la construcción, cuando finalicen las obras en curso, y que los servicios continúen expandiéndose, favorecidos por el alza de las telecomunicaciones. A su vez, el sostenido nivel de consumo y la recuperación en la producción de bienes permitirían apuntalar la evolución del comercio y otros servicios, aunque en el corto plazo su desempeño se encuentra sujeto al impacto de la pandemia reciente.



## Industria

La actividad industrial está estabilizándose, aunque en niveles inferiores a los de un año atrás, luego del ajuste en la producción iniciado a fines de 2008 frente a la menor demanda externa e interna.

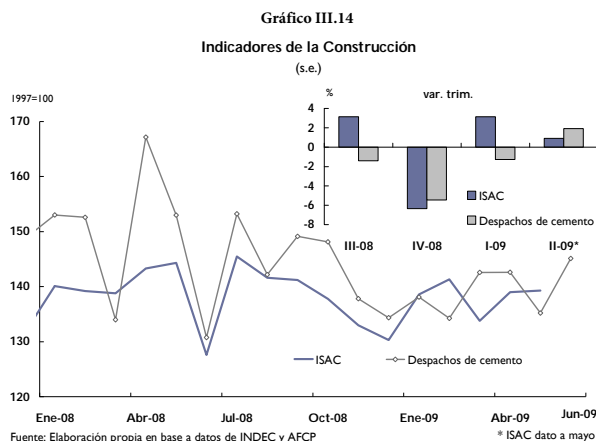
La incipiente reactivación de las ventas externas, los signos de mejora de la confianza de los consumidores y la necesidad de recomponer los *stocks* en algunos sectores, llevaron a las empresas a reactivar las líneas productivas, particularmente en varios de los sectores que sufrieron las mayores reducciones (ver Gráfico III.11). En este sentido, la industria automotriz experimentó un aumento de la producción en el segundo trimestre del año con respecto al trimestre previo, ligado principalmente al alza de las exportaciones y a un menor recorte de las ventas internas, aunque llevando los niveles productivos a los valores de mediados de 2007 (ver Gráfico III.12). También favoreció a la recuperación de la actividad industrial en el trimestre el incremento en la producción de combustibles y de productos químicos y plásticos, pero aún manteniéndose por debajo de los niveles de un año atrás.

Por su parte, la producción de alimentos se mantiene en niveles elevados, mientras que varios sectores aún continúan en su tendencia a la baja. Particularmente, la industria metalmeccánica y la siderúrgica habrían visto afectado su normal desenvolvimiento ante la deprimida demanda externa, la disminución de la inversión en el agro, la menor producción de electrodomésticos y la caída en la construcción.

En tanto, si bien los niveles de *stocks* aún son elevados y las expectativas de la demanda futura todavía no son positivas, se espera que continúe la paulatina recuperación de la actividad industrial en la segunda mitad del año, a medida que se vayan reduciendo los *stocks* no deseados ante el avance del consumo y una progresiva recuperación del comercio internacional de bienes manufacturados (ver Gráfico III.13). No obstante, el nivel de actividad industrial en 2009 finalizaría en promedio por debajo del año pasado.

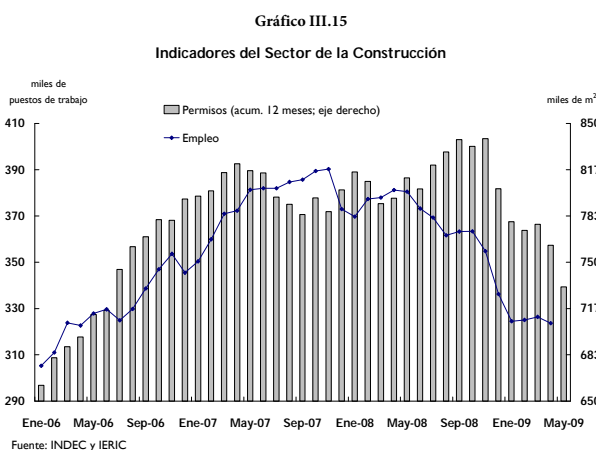
## Construcción

El sector de la construcción sigue manteniendo un débil desempeño, permaneciendo la actividad por debajo de los niveles del año previo, principalmente por la expectativa de una menor demanda inmobiliaria (ver Gráfico III.14).



La caída de la actividad es difundida entre los distintos segmentos de la construcción. Las edificaciones destinadas a la industria y al comercio, así como las obras petroleras, se mantienen en baja, frente al recorte de la inversión por la menor actividad en estos sectores, tal como ocurre con las obras de infraestructura. En tanto, la prosecución de las construcciones en curso destinadas a viviendas y fundamentalmente las obras viales, favorecidas por la inversión del sector público, son las que estarían morigerando la baja del año.

En lo que respecta a las perspectivas para el sector, se prevé incluso un menor nivel de actividad cuando finalicen las construcciones en curso. En este sentido, la caída en los insumos ligados principalmente a las primeras etapas de la construcción estaría señalando una baja en los inicios de nuevas obras en lo que resta del año, en consonancia con la disminución en los permisos de edificación. Esta situación se ve reflejada en el mercado laboral del sector, que continúa reduciendo el nivel de empleo formal desde mayo de 2008, indicando que los empresarios del sector no proyectan un rebote de la actividad en los próximos meses (ver Gráfico III.15).



### Sector Agropecuario

La producción agropecuaria registra un reducido nivel de actividad, perjudicada por las malas condiciones climáticas que afectaron al país durante el último año. El impacto negativo fue mayor al previsto originalmente, ocasionando recortes en las estimaciones de la producción de granos de la campaña que finaliza, las que se sitúan significativamente por debajo del ciclo previo.

La caída de la producción final de la campaña 2008/09 se explica por una baja tanto en la soja como en los cereales, fundamentalmente trigo y maíz, asociada a las malas condiciones climáticas y al menor uso de agroquímicos que perjudicaron los rindes, entre otros factores (ver Gráfico III.16). Esta reducción de la producción, sumada a los menores precios de venta, ocasionó problemas financieros a los productores, con diferente grado de intensidad dependiendo del modelo de negocio y la región de la que se trate.

Respecto de la campaña 2009/10, por problemas de humedad en los suelos verificados en el primer semestre de 2009 y de rentabilidad económica, se prevé que se reduzca la siembra de trigo a mínimos históricos, tendencia que también se observaría para el maíz, repercutiendo en forma negativa sobre los volúmenes a obtener. Contrariamente, se espera que aumente el área sembrada de soja, evidenciándose una concentración del orden de 65% en este cultivo. De este modo, el incremento espe-

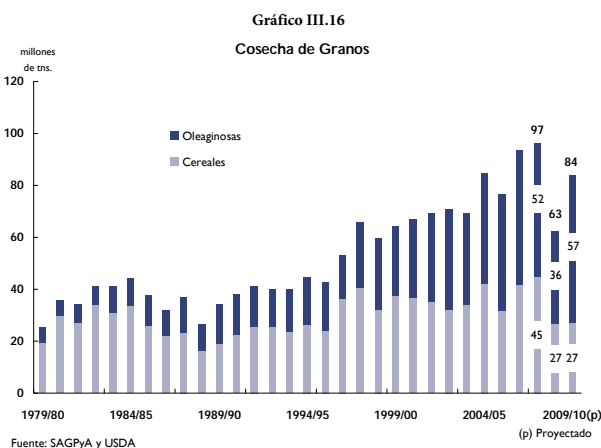
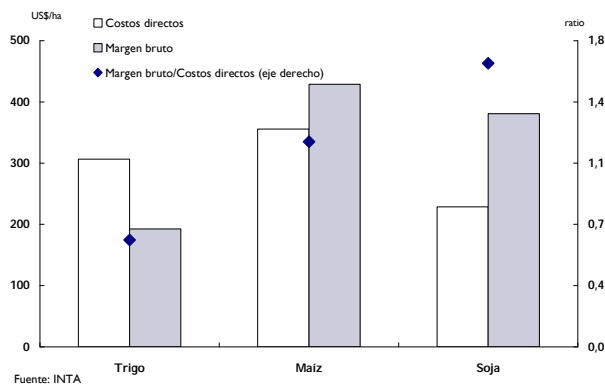


Gráfico III.17

## Indicadores del Mercado de Granos



rado en la oferta agrícola responde fundamentalmente a una recuperación en la producción de soja, siendo desfavorables las perspectivas para los cereales, los que a su vez requieren un mayor capital para su implantación y a partir de los cuales se obtiene un menor margen bruto por dólar invertido (ver Gráfico III.17).

En cuanto al sector pecuario, se observó un incremento en la actividad de faena de ganado bovino en los últimos meses. Sin embargo, este crecimiento estaría ligado al sacrificio de los animales ante la imposibilidad de alimentarlos por las reducidas reservas de alimentos (pasturas y maíz) y a la baja base de comparación ante el cese de comercialización del año pasado. En tanto continúa la matanza de hembras, ocasionando una descapitalización del sector, situación que se prevé que se mantenga en lo que resta del año.

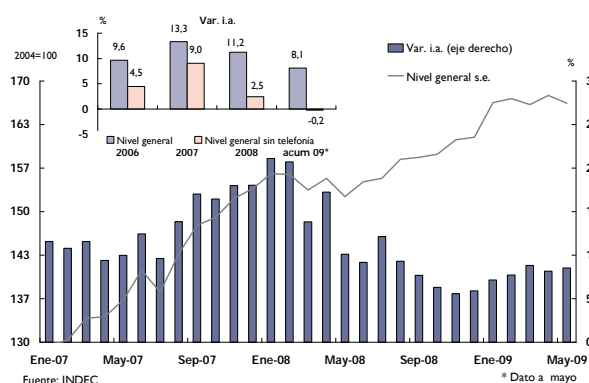
### Servicios Públicos

El consumo de servicios públicos permanece en niveles elevados y sigue resultando el sector de mayor expansión de la economía, impulsado principalmente por las comunicaciones, particularmente la telefonía móvil.

El resto de los servicios muestra un debilitamiento en lo que va de 2009, ubicándose el consumo de varios rubros incluso por debajo de los niveles del año pasado (ver Gráfico III.18). La demanda de electricidad, gas y agua y el transporte de cargas evidenciaron una caída en el segundo trimestre con relación al anterior y frente a igual período de 2008, ante el menor nivel de actividad industrial y la baja en el comercio y en la producción agropecuaria. Asimismo, la cantidad de vehículos pasantes por peajes se redujo con respecto al año pasado, en tanto que el número de pasajeros transportados evidencia un leve ascenso interanual.

Gráfico III.18

## Evolución de los Servicios Públicos



## IV. Empleo y Salarios

### IV.1 Síntesis

De forma rezagada a la evolución de la actividad económica, el mercado laboral comienza a reflejar un proceso de revisión de los planes de expansión en la dotación de trabajadores de diversos bloques productivos. Asimismo, en una coyuntura menos benigna, se observa un incremento de la Población Económicamente Activa (PEA), que presiona sobre la tasa de desempleo. No obstante, los niveles de desocupación permanecerían reducidos en términos históricos y sustancialmente por debajo de los alcanzados en anteriores crisis, tras seis años de mejoras ininterrumpidas.

El impacto de la crisis económica global sobre el nivel de actividad local es acompañado por una menor creación de nuevos empleos, particularmente dentro del sector privado formal. Los datos del sistema previsional muestran que algunos sectores como la industria, la construcción y los servicios financieros, comenzaron a contraer su número de ocupados, aunque ello hasta el momento ha sido amortiguado por diversos planes gubernamentales de ayuda que otorgan subsidios a empresas o sectores en crisis. Asimismo, en lo que va del año el empleo público presenta un importante crecimiento, en tanto que dentro del segmento informal los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) marcan un incipiente incremento de la ocupación tras el comienzo de la desaceleración económica.

En este marco de menor creación de puestos laborales, la participación de la población en el mercado de trabajo se está elevando, principalmente dentro del Gran Buenos Aires (GBA).

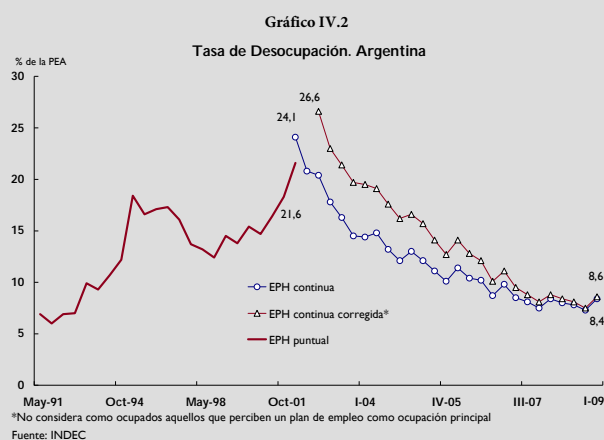
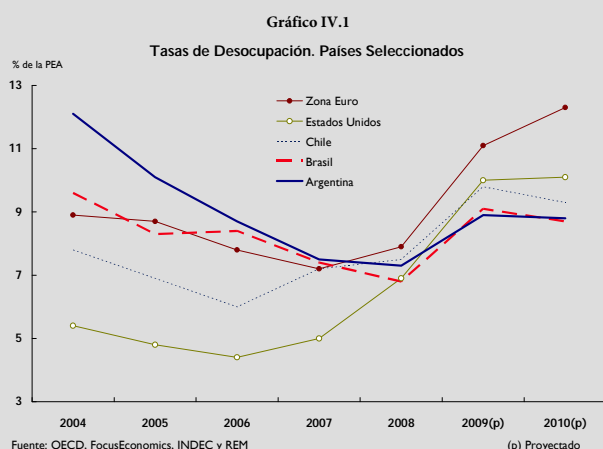


Gráfico IV.3

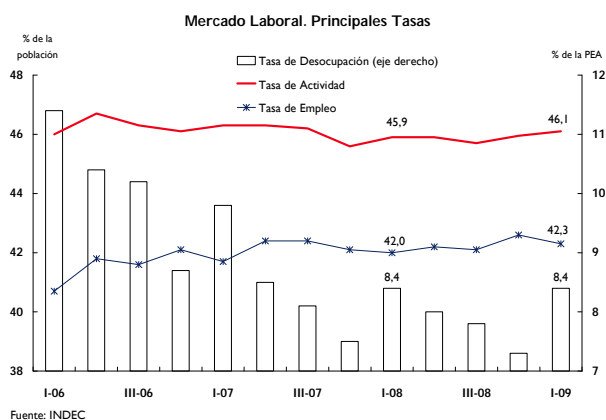
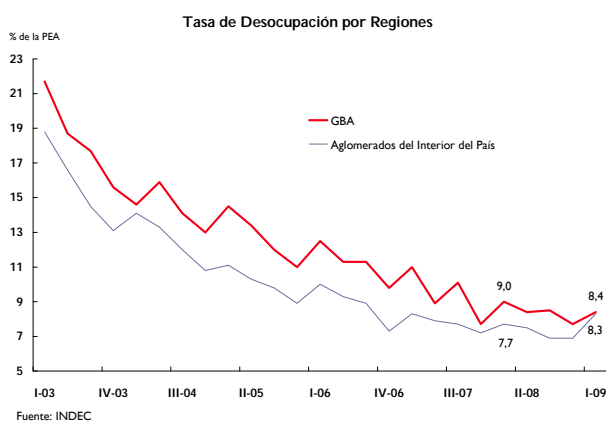
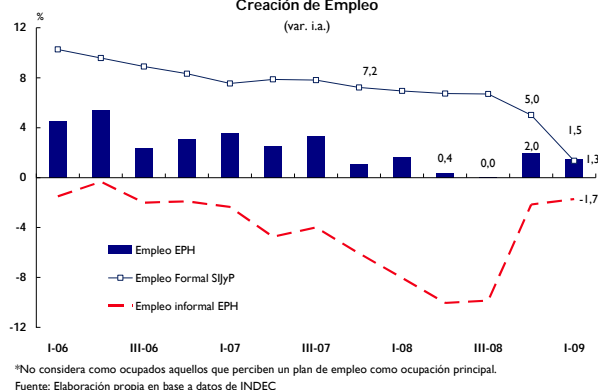


Gráfico IV.4

Gráfico IV.5  
Creación de Empleo  
(var. i.a.)

## IV.2 Empleo

Tras las mejoras exhibidas en los últimos seis años, el mercado laboral comienza a mostrar los efectos de la irrupción de la crisis internacional y la desaceleración del crecimiento de la economía. Así, se verifica un menor incremento de empleos formales respecto de los períodos previos y una mayor participación de la población dentro del mercado laboral, lo que presiona sobre la Tasa de Desocupación (ver Gráfico IV.1).

Los últimos datos disponibles de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) indican que la tasa de desempleo en el primer trimestre del año se mantuvo en niveles similares a los de igual período de 2008, en un contexto donde el incremento de la Población Económicamente Activa (PEA)<sup>4</sup> fue neutralizado por un alza equivalente de los puestos de trabajo (ver Gráfico IV.3). Asimismo, la Tasa de Desocupación corregida por planes de empleo fue de 8,6% de la PEA, por debajo del año pasado (ver Gráfico IV.2).

Sin embargo, el comportamiento de la Tasa de Desocupación no ha sido homogéneo en los distintos puntos del país. Mientras que el desempleo dentro del Gran Buenos Aires (GBA) verificó un descenso de 0,6 puntos porcentuales (p.p.), en los Aglomerados del Interior del País (AIP) se registró una suba, determinando que por primera vez desde 2003 casi no existan diferencias entre las regiones en los niveles de desocupación (ver Gráfico IV.4).

De acuerdo con la EPH, la Tasa de Empleo representó a 42,3% de la población a inicios de 2009, lo que implicó que la cantidad de personas ocupadas registrara un ascenso de 1,5% con respecto al primer trimestre del año pasado, en tanto que la creación de empleo neto de los planes de trabajo oficiales fue de 1,7% (ver Gráfico IV.5).

A pesar de la mejora de la ocupación total, los datos provenientes del sistema previsional dan cuenta de una importante desaceleración en el margen en el caso del sector formal. Tras crecer a un ritmo promedio de 5% a lo largo de 2008, en el primer trimestre de 2009 el incremento de los empleos registrados fue de 1,3% interanual (i.a.; 93 mil puestos), impulsado principalmente por la expansión del sector público (ver Cuadro IV.1). En tanto, el segmento privado casi no experimentó cambios en su dotación con respecto a un año atrás, reflejando la decisión de las empresas de revisar los planes de expansión del personal y en algunos casos específicos de reducir los

<sup>4</sup> Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.



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

Rama de Actividad	Ocupados personas	Participación sobre total %	Variación interanual	
			Absoluta personas	en %
Servicios sociales y de salud	219.819	3,1	10.594	5,1
Hoteles y restaurantes	220.703	3,1	10.465	5,0
Comercio	1.034.079	14,7	34.989	3,5
Enseñanza	373.518	5,3	11.581	3,2
Transporte, almac. y comunicaciones	478.586	6,8	14.776	3,2
Servicio doméstico	69.882	1,0	965	1,4
Electricidad, gas y agua	55.461	0,8	470	0,9
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	334.118	4,8	2.355	0,7
Explotación de minas y canteras	48.179	0,7	-104	-0,2
Otras actividades de servicios	468.500	6,7	-3.261	-0,7
Industria manufacturera	1.162.989	16,5	-11.387	-1,0
Empleadores no residentes	1.836	0,0	-22	-1,2
Pesca	12.111	0,2	-297	-2,4
Actividades inmobiliarias	717.565	10,2	-18.181	-2,5
Intermediación financiera	160.853	2,3	-7.780	-4,6
Construcción	384.147	5,5	-29.485	-7,1
No clasificada / Otros	32.767	0,5	-9.218	-22,0
Subtotal Sector Privado	5.775.110	82,2	6.459	0,1
Sector Público	1.253.535	17,8	86.648	7,4
<b>Total Registrado</b>	<b>7.028.645</b>	<b>100,0</b>	<b>93.107</b>	<b>1,3</b>

Fuente: INDEC en base a datos de SIljP

planteles de trabajadores, tras varios meses de suspensiones (ver Gráfico IV. 6).

Desagregando por sectores de actividad dentro del empleo privado formal, se observa que los productores de servicios siguen siendo los principales segmentos en contribuir a la creación de nuevos puestos laborales, destacándose el comercio, los hoteles y restaurantes y la administración pública. Distinta es la coyuntura de las empresas productoras de bienes, siendo la construcción y la industria los principales sectores afectados.

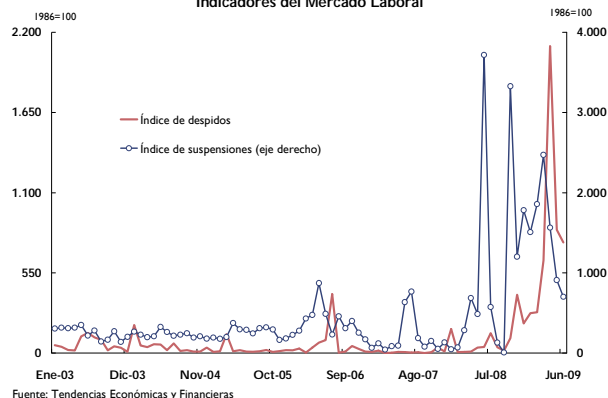
Asimismo, el Gobierno ha instrumentado medidas en pos de mejorar la posición de diversos sectores que han sido afectados más fuertemente por la crisis. De acuerdo con los datos publicados por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, 84 mil trabajadores (1,5% del empleo privado registrado), participan del Programa de Recuperación Productiva (REPRO), que tiene como objetivo contribuir y promover el empleo dentro de las empresas que se encuentran en situación de crisis. En lo que va del año, cerca de 1.500 establecimientos han recibido el beneficio, siendo la elaboración textil, productos metálicos y fabricación de autopartes las ramas industriales con mayor cantidad de trabajadores incluidos en el Programa (ver Gráfico IV.7).

Teniendo en cuenta el actual desarrollo del nivel de actividad y que el empleo es una variable rezagada del ciclo económico, es de esperar que el proceso de ajuste de la ocupación persista en el segundo semestre. En este sentido, los datos del Indicador de Demanda Laboral (IDL) de la Universidad Torcuato di Tella (UTDT) se mantienen en baja desde mediados del año pasado, señalando una menor cantidad de búsquedas de personal en todas las regiones relevadas (ver Gráfico IV.8).

Por su parte, luego de registrar una contracción a lo largo de la mayor parte de 2008, la oferta laboral volvió a crecer en los primeros meses del año. En particular, la Tasa de Actividad aumentó 0,2 p.p. i.a. en el primer trimestre del año, ascendiendo a 46,1% de la población (ver Gráfico IV.9). El alza en la oferta laboral se destacó principalmente dentro del GBA en tanto que en el resto de los AIP se registró una contracción.

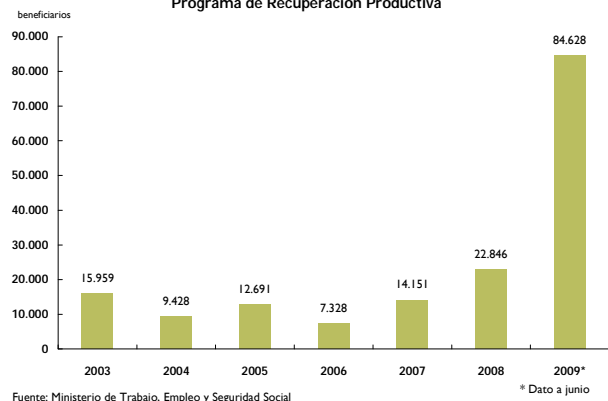
Teniendo en cuenta que el mercado espera un leve ascenso de la desocupación a lo largo del año, el principal desafío en lo que resta de 2009 será la instrumentación de políticas que ayuden al sostenimiento de los niveles de empleo formales, a la vez que se mejoran las redes de contención social de las personas que ya fueron expulsadas del mercado laboral.

**Gráfico IV.6**  
**Indicadores del Mercado Laboral**



Fuente: Tendencias Económicas y Financieras

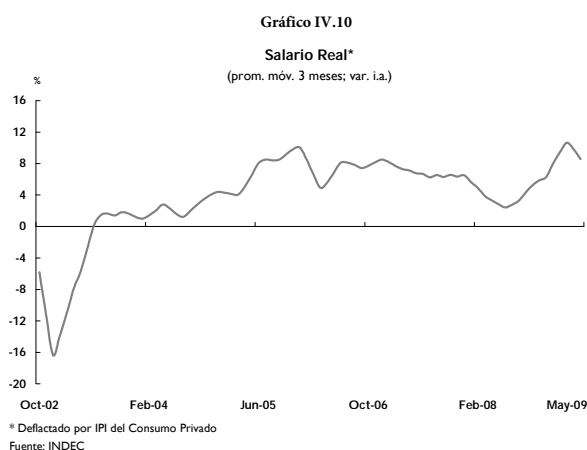
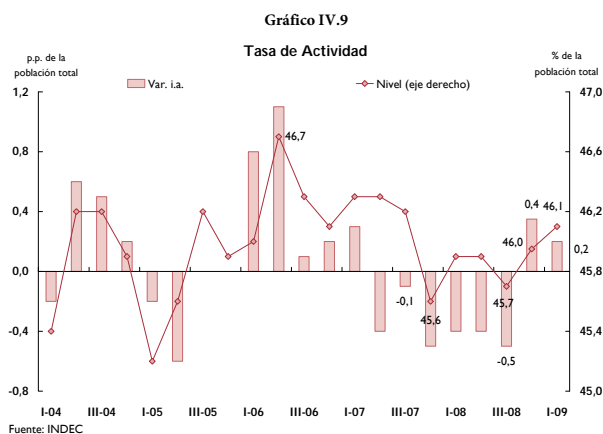
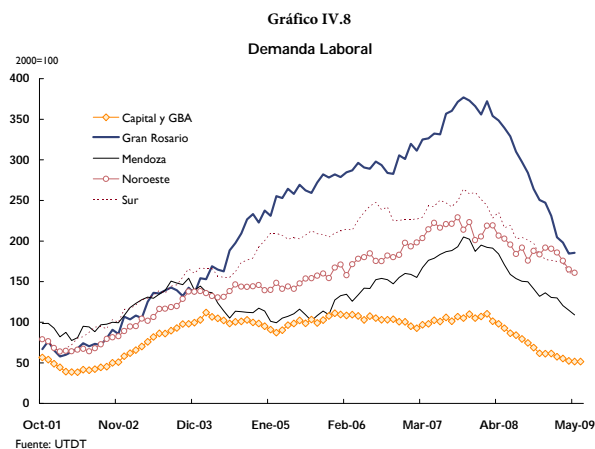
**Gráfico IV.7**  
**Programa de Recuperación Productiva**



Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

\* Dato a junio





## Salarios

Los salarios reales se mantienen al alza, en un marco de menor ritmo de crecimiento de los precios de los bienes y servicios (ver Gráfico IV.10).

La caída de la actividad en varios sectores económicos ocasionó un cambio de estrategia en las negociaciones salariales. En algunos casos, se suspendieron o pospusieron las paritarias, llevándolas más cerca de la mitad del año, mientras que en otros se pactaron sumas fijas no remunerativas. En este marco, el incremento del salario del sector formal fue menor al de años previos, pero al superar al aumento de los precios dio como resultado un incremento del poder adquisitivo.

En tanto, en el segmento informal, las fuertes subas registradas por el índice de salarios del INDEC en las remuneraciones nominales siguen compensando con creces al incremento de los precios, a pesar de la caída de la actividad en varios de los sectores que poseen una alta participación de empleo informal, como la construcción.

## V. Sector Externo

### V.1 Síntesis

Los volúmenes exportados de bienes presentan una recuperación en el segundo trimestre, destacándose la mejora de los despachos de derivados oleaginosos (aceites y pellets), combustibles y algunos productos industriales, mientras que las ventas de Productos primarios continúan en baja, en un contexto de disminución de la cosecha agrícola local.

Adicionalmente, los precios de exportación acumularon una recuperación considerable en lo que va del año, aunque en la comparación interanual continúan reflejando la importante corrección que tuvieron las cotizaciones de las materias primas desde los máximos de la primera mitad de 2008.

Las importaciones de bienes también registraron un retroceso, incluso de mayor magnitud que el observado en las ventas externas, y extendido a todos los rubros. La baja de las compras está vinculada en parte a la evolución del nivel de actividad, que se traduce en menores compras de bienes de capital, intermedios y de consumo.

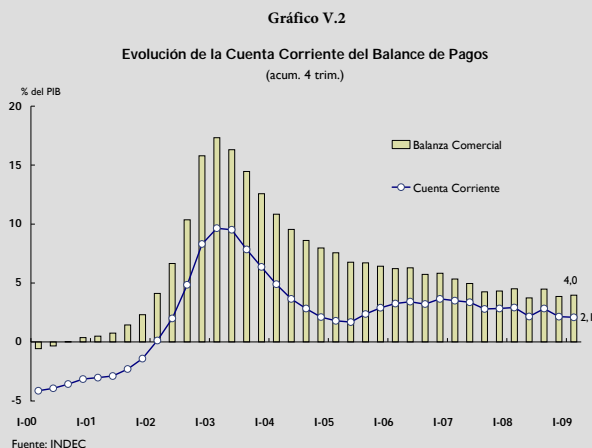
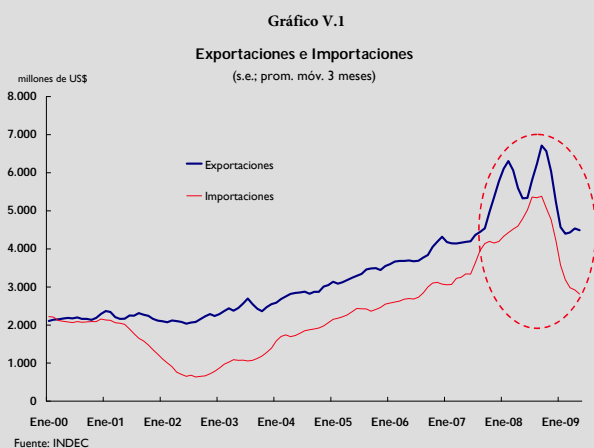
De este modo, en 2009 el superávit comercial sería mayor al previsto en el anterior **Informe de Inflación** e incluso superior al registrado en 2008. Esta mejora del resultado reflejaría la reducción del déficit en el intercambio de productos industriales, que también permitiría la reversión del déficit bilateral con Brasil.

En la balanza de servicios se espera una leve disminución del déficit en 2009, debido a una baja de los egresos por servicios de transporte a causa del menor volumen de intercambio de mercancías. Con respecto a la cuenta de Rentas de la inversión, aumentaría el saldo negativo vinculado en buena medida a los menores ingresos por intereses ganados, en un marco de bajas tasas de interés a nivel internacional.

En este contexto, el saldo comercial de mercancías continuaría siendo el principal sostén del superávit de Cuenta Corriente, que superaría 2,5% del PIB, nivel mayor al de 2008. Así, por primera vez en la historia de nuestro país se alcanzaría el octavo año consecutivo de superávit externo.

En tanto, la Cuenta Capital y Financiera continúa reflejando el egreso generalizado de fondos en los mercados emergentes en el marco de la actual crisis mundial, la más profunda en casi un siglo. Esta salida neta está explicada principalmente por la formación de activos externos del sector privado.

Durante el primer semestre del año el stock de Reservas Internacionales se mantuvo estable en niveles elevados, contribuyendo así a garantizar la solidez de la posición externa de la economía.

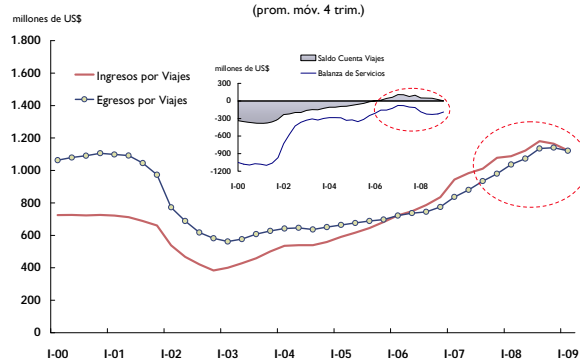


**Cuadro V.1**  
**Balance de Pagos. Cuenta Corriente**  
(millones de US\$)

	2007	I-08	II-08	III-08	IV-08	2008	I-09	Var. I-09 / I-08
Cuenta Corriente	7.412	1.676	748	3.366	1.244	7.034	1.470	-206
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	2,8	2,4	1,0	4,2	1,5	2,2	1,8	-0,6
Mercancías	13.456	3.827	2.890	5.642	3.105	15.464	3.912	85
Exportaciones fob	55.980	16.032	17.472	21.320	15.197	70.021	11.863	-4.169
Importaciones fob	42.525	12.205	14.582	15.678	12.092	54.557	7.951	-4.254
Servicios reales	-452	-275	-357	-359	101	-889	-144	131
Exportaciones de servicios	10.376	3.035	2.784	3.036	3.235	12.090	2.873	-162
Importaciones de servicios	10.828	3.310	3.141	3.394	3.134	12.979	3.017	-293
Rentas	-5.927	-1.946	-1.843	-1.911	-1.951	-7.651	-2.338	-392
Renta de la inversión	-5.855	-1.931	-1.830	-1.896	-1.942	-7.599	-2.328	-396
Intereses	-614	-294	-374	-414	-438	-1.519	-612	-318
Ganados	5.087	1.145	1.023	1.012	952	4.132	651	-493
Pagados	5.701	1.439	1.398	1.425	1.390	5.652	1.263	-176
Utilidades y Dividendos	-5.241	-1.637	-1.456	-1.482	-1.505	-6.080	-1.716	-79
Ganados	1.487	394	353	387	204	1.338	222	-172
Pagados	6.728	2.031	1.809	1.869	1.709	7.418	1.938	-93
Otras Rentas	-72	-15	-13	-15	-9	-52	-10	4
Transferencias corrientes	336	70	58	-6	-11	111	40	-30

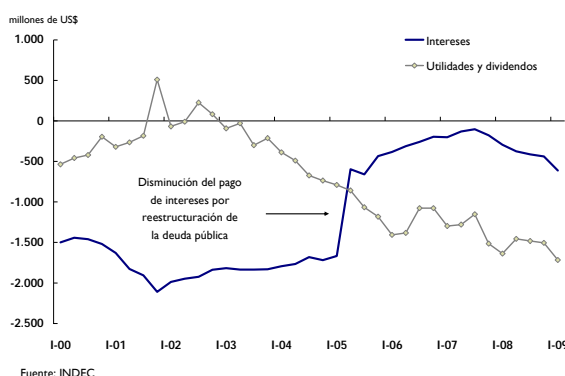
Fuente: INDEC

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



Fuente: INDEC

**Gráfico V.4**  
**Rentas de la Inversión**



Fuente: INDEC

## V.2 Cuenta Corriente

La Cuenta Corriente continúa con resultados positivos, sostenida principalmente por la solidez que muestra el saldo comercial de bienes (ver Cuadro V.1). Aunque las exportaciones de mercancías acumulan un descenso en lo que va de 2009, la caída de las importaciones es mayor, compensando las menores ventas externas y contribuyendo a mantener al excedente comercial de bienes en niveles elevados y superiores a los previstos anteriormente.

Asimismo, la balanza de servicios reales presenta una leve disminución de su déficit, principalmente por una baja de los egresos por servicios de transporte (fletes y seguros), dada la contracción de los volúmenes de intercambio de mercancías. Esto permite compensar el descenso de los ingresos por servicios profesionales, empresariales y técnicos ante la retracción de los mercados de destino, y la disminución de los ingresos por turismo receptivo, en un marco de contracción de los flujos de turismo a nivel mundial (ver Gráfico V.3).

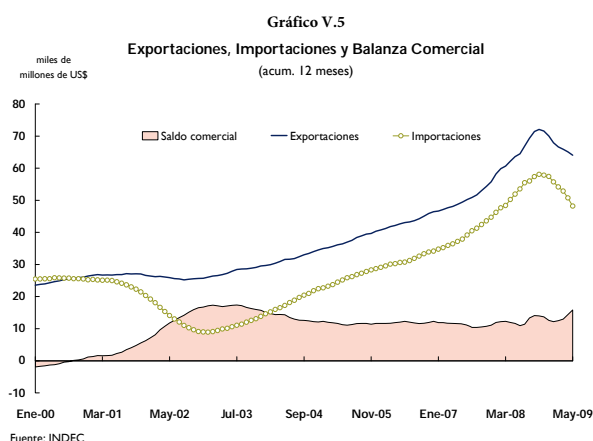
Por su parte, la cuenta de Rentas de la inversión muestra un aumento del saldo negativo, explicado principalmente por la disminución de los intereses ganados. En particular, el contexto internacional de tasas de interés más bajas que en años previos lleva a menores intereses ganados a partir de la inversión de las Reservas Internacionales, a lo que se suma un descenso del rendimiento de los activos externos del sector privado. El saldo de Utilidades y dividendos, en tanto, no exhibe grandes variaciones (ver Gráfico V.4).

En este sentido, se espera que la Cuenta Corriente continúe con resultados positivos, del orden de 2,5% del PIB en 2009. Así, superaría el nivel de 2008 (2,1% del PIB) y se alcanzaría el octavo año consecutivo de superávit externo, hecho inédito en la historia de nuestro país.

### Balanza Comercial<sup>5</sup>

En los últimos meses las exportaciones de mercancías mejoraron en el margen, a pesar de lo cual en lo que va de 2009 acumulan un retroceso en términos interanuales (ver Gráfico V.5 y Cuadro V.2). En particular, en el segundo trimestre los volúmenes exportados comenzaron a recuperarse, si bien en los primeros cinco meses del corriente año las ventas externas medidas en dólares presentaron una baja, principalmente a partir de una

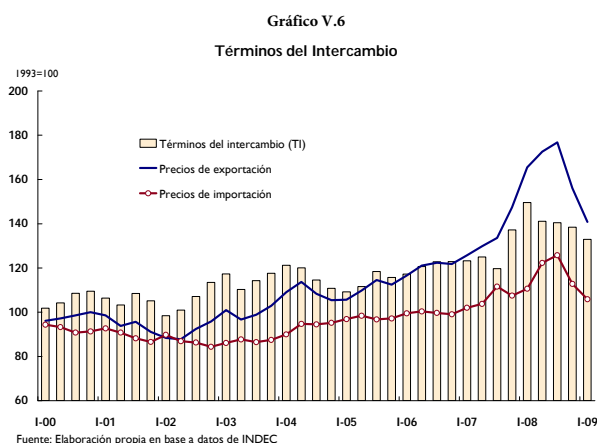
<sup>5</sup> En esta sección de Balanza Comercial se consideran las importaciones *Cost, Insurance and Freight* (CIF; incluyendo costos, seguro y flete) mientras que en el Balance de Pagos son contabilizadas en términos *Free on Board* (FOB; puesto a bordo), ya que los gastos de transporte se registran en la balanza de servicios.



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

Rubro	Primeros 5 meses					Contribución % a la var. i.a.
	millones de US\$		Variación % i.a.			
	2008	2009	Total	Precios	Cantidades	
Productos primarios	7.035	4.321	-38,6	-17	-26	45,2
MOA	9.410	8.587	-8,7	-13	4	13,7
MOI	8.102	6.629	-18,2	-3	-15	24,5
MOI sin Material de transporte	5.868	5.121	-12,7			12,4
Material de transporte	2.234	1.508	-32,5			12,1
Combustibles y energía	3.552	2.552	-28,2	-52	50	16,6
<b>TOTAL</b>	<b>28.098</b>	<b>22.089</b>	<b>-21,4</b>	<b>-14</b>	<b>-8</b>	<b>100</b>

Fuente: INDEC



disminución de precios y, en menor medida, de las cantidades.

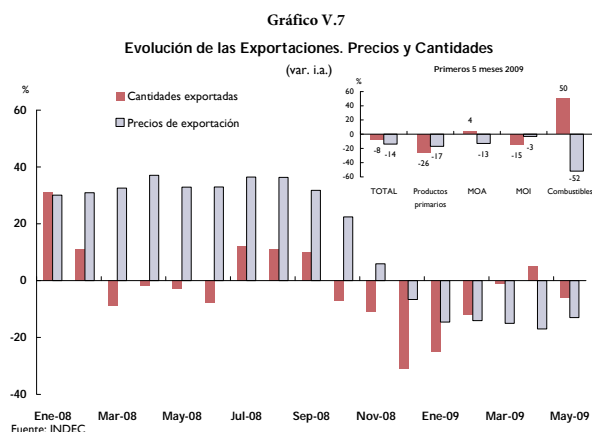
La evolución de los volúmenes despachados en la primera mitad de 2009 responde principalmente al comportamiento de las ventas de productos primarios agrícolas (cereales y oleaginosas) y de algunos rubros industriales, como los automotrices, en un contexto de caída de la cosecha agrícola local y de retracción generalizada del comercio mundial. En este sentido, se espera que el volumen de intercambio global de mercancías sufra en 2009 la primera reducción desde 1982 y la más pronunciada desde la Segunda Guerra Mundial (ver Sección II).

Por su parte, los precios de exportación continúan reflejando la importante corrección que tuvieron las cotizaciones de las materias primas en la segunda mitad de 2008 (ver Gráficos V.6 y V.7). Sin embargo, aunque todavía muestran caídas en la comparación interanual, en lo que va de 2009 los precios de los *commodities* se recuperaron, ubicándose en niveles históricamente altos y con perspectivas favorables a mediano plazo (ver Sección II y Apartado 2).

A nivel de rubros, la contracción de las exportaciones de Productos primarios (PP) en lo que va del año está en gran medida explicada por la disminución de las cantidades vendidas, debido a la mencionada caída del volumen cosechado durante la campaña agrícola 2008/09, como consecuencia de la sequía y de la menor superficie sembrada. Entre los principales cultivos, se redujo 31% interanual (i.a.) el volumen embarcado de trigo, mientras que bajó 39% i.a. el de maíz y disminuyó 28% i.a. el de soja. En el caso del concentrado de cobre, en cambio, la retracción de las ventas estuvo originada en los menores precios de exportación.

Por su lado, las cantidades vendidas de Manufacturas de origen agropecuario (MOA) acumulan un incremento de 4% i.a. en los primeros cinco meses del año, en gran parte a partir del crecimiento de los despachos de aceites y carnes. No obstante, los menores precios determinan que las ventas externas del rubro muestren una disminución.

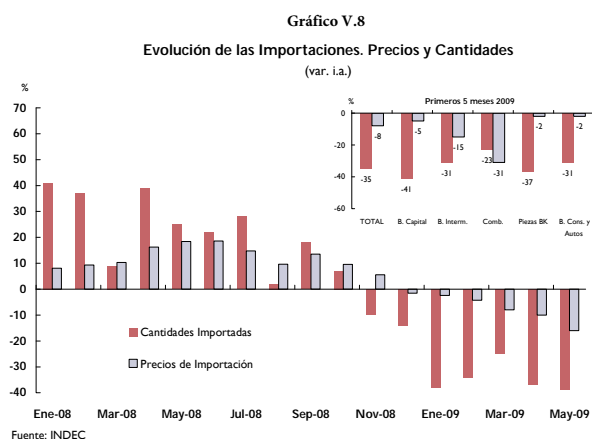
En tanto, cerca de la mitad de la disminución de las exportaciones industriales corresponde a la baja de las ventas externas de la industria automotriz, a la vez que el sector muestra un menor nivel de actividad y el mercado brasileño, principal destino de los automotores y autopartes argentinos, se mantuvo estancado en los primeros meses del año. No obstante, en los últimos meses las exportaciones del sector mostraron signos de recupera-



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

Uso Económico	Primeros 5 meses				
	millones de US\$		Variación % i.a.		Contribución % a la var. i.a.
	2008	2009	Total	Precio	
Bienes de capital	5.380	3.003	-44,2	-5	25,8
Bienes intermedios	8.127	4.748	-41,6	-15	36,6
Combustibles y lubricantes	1.394	734	-47,3	-31	7,2
Piezas y acc. para bienes de capital	3.971	2.458	-38,1	-2	16,4
Bienes de consumo	2.469	1.941	-21,4	-2	5,7
Vehículos automotores de pasajeros	1.597	820	-48,7	-31	8,4
Resto	40	51	27,5	-	-0,1
<b>TOTAL</b>	<b>22.978</b>	<b>13.756</b>	<b>-40,1</b>	<b>-8</b>	<b>100,0</b>

Fuente: INDEC



ción, alentando una mejora en el margen de la producción sectorial (ver Sección III).

El rubro de Combustibles y energía acumula un fuerte incremento de las cantidades vendidas (50% i.a.), lideradas por los embarques de petróleo crudo, revirtiendo así la sostenida trayectoria descendente de los últimos años. No obstante, la disminución de los precios de exportación de este rubro (-52% i.a.), asociada al derrumbe del precio del petróleo en el segundo semestre de 2008, contrarresta el alza de las cantidades y determina una caída del valor exportado.

Por su parte, las importaciones de bienes también se contrajeron fuertemente en lo que va de 2009, a partir de una abrupta baja de las cantidades (-35% i.a.), acompañada por un descenso más moderado de precios (-8% i.a.). La disminución abarca a todos los rubros y acompaña la evolución del nivel de actividad local (ver Cuadro V.3). La retracción de la inversión en maquinaria y equipo se traduce en una disminución de las compras de Bienes de capital, en tanto que la desaceleración de la actividad industrial se refleja en menores importaciones de Bienes intermedios.

Entre los Bienes de consumo, la baja de las importaciones de bienes durables resulta considerablemente mayor a la de los no durables. En particular, las compras externas de automotores acumulan una contracción cercana a 50% i.a., en un momento negativo para el mercado interno de automóviles.

Por su parte, la baja de los precios de importación en lo que va de 2009 está concentrada en los Combustibles y los Bienes intermedios y está asociada con la disminución interanual de la cotización del petróleo, que se refleja en los precios de los combustibles refinados y algunos insumos industriales derivados del crudo, como en las materias primas plásticas (ver Gráfico V.8).

En resumen, las ventas externas finalizarían 2009 con una disminución, la primera en los últimos siete años, afectadas en gran medida por los menores embarques de granos y de productos industriales. Sin embargo, una caída aún mayor de las importaciones, asociada a la evolución de la absorción interna y una merma en los precios de algunos de los productos importados, permitiría contrarrestar el descenso de las exportaciones e impulsar el saldo comercial, que llegaría a más de US\$15.000 millones, el valor más elevado desde 2003. Cabe destacar que el incremento del superávit total provendría esencialmente de la reducción del déficit del intercambio de productos industriales, principalmente por menores importaciones. La mejora del saldo de bienes industrializa-

dos permitiría también compensar el intercambio bilateral con Brasil, que muestra resultados negativos desde 2003, y con China, que fue deficitario en 2008.

### V.3 Cuenta Capital y Financiera

El egreso de fondos en los mercados emergentes, dentro de la crisis global más profunda desde la posguerra, continúa afectando el resultado de la Cuenta Capital y Financiera. Más allá de las mejoras observadas en algunos indicadores, el escenario internacional que enfrenta Argentina sigue siendo adverso (ver Sección II).

En la primera mitad de 2009 el saldo de la Cuenta Capital y Financiera se mantuvo en terreno negativo, principalmente a partir de la formación neta de activos externos del sector privado (ver Cuadro V.4). Sin embargo, de manera creciente se observa que el egreso se asemeja a los ingresos del saldo comercial, sin implicar desacumulación de activos en moneda local (ver Sección VII). De continuar esta tendencia, en la que no se desarmen posiciones en pesos, una eventual disminución del saldo comercial sería acompañada por una reducción de la salida de capitales privados.

En tanto, la deuda externa total (pública y privada) ascendió a US\$127.534 millones a fin del primer trimestre de 2009, con una reducción interanual cercana a US\$1.200 millones. Esta baja está explicada por el menor endeudamiento externo del sector público (-US\$6.400 millones), a partir de las ventas de títulos públicos por parte de no residentes en el mercado secundario, que fue parcialmente compensado por un incremento de la deuda externa del sector privado (US\$5.200 millones). En relación al Producto se observó a lo largo del último año una fuerte reducción de la deuda externa total, que pasó de 46,6% a 39,1% del PIB, el nivel más bajo desde mediados de 1996.

### V.4 Reservas Internacionales

El *stock* de Reservas Internacionales se mantuvo en niveles elevados durante la primera mitad del año. A fin de junio, las Reservas totalizaban US\$46.026 millones, habiendo disminuido US\$360 millones a lo largo del primer semestre de 2009 (ver Gráfico V.9).

En relación al Producto, las Reservas representan 14,7% del PIB, valor que supera ampliamente lo observado en crisis anteriores. A su vez, actualmente las Reservas alcanzan para cubrir aproximadamente 12 meses de importaciones, nivel considerado elevado en términos internacionales (ver Sección VII).

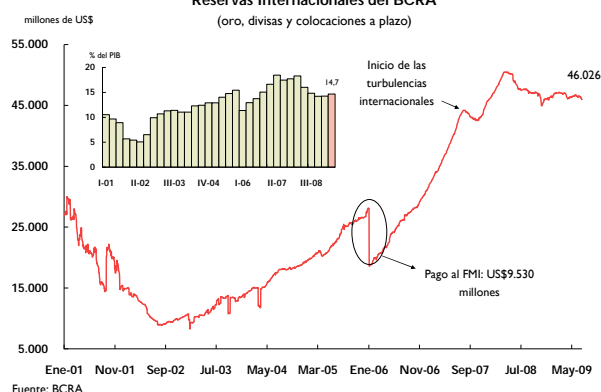
**Cuadro V.4**  
**Balance de Pagos. Cuenta Capital y Financiera**  
(millones de US\$)

	I-02	2007	I-08	II-08	III-08	IV-08	2008	I-09	Var. I-09 / I-08
Cuenta capital y financiera	-2.524	5.337	761	-2.310	-4.771	-3.356	-9.676	-1.831	-2.592
Cta. capital y fin. (clerroses y omisiones)		5.345	1.850	-3.369	-3.415	-2.090	-7.025	-1.203	-3.053
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	-7,7	2,0	1,1	-3,1	-6,0	-4,1	-3,0	-2,2	-3,3
Cuenta capital	38	116	44	13	124	0	181	19	-25
Cuenta financiera	-2.562	5.562	717	-2.323	-4.895	-3.356	-9.857	-1.850	-2.567
Sector Bancario	-1.128	1.567	253	527	1.091	201	2.073	1.810	1.557
BCRA	-969	1.493	-141	224	1.205	875	2.163	1.686	1.828
Otras entidades financieras	-159	74	395	303	-114	-674	-90	124	-271
Sector Público no Financiero	1.508	2.423	-508	850	-144	-396	-197	-33	475
Sector Privado no Financiero	-2.942	1.572	971	-3.700	-5.842	-3.162	-11.732	-3.627	-4.598
Errores y Omisiones Netos	-912	8	1.089	-1.059	1.356	1.266	2.651	628	-461
Variación de Reservas Internacionales	-2.187	13.098	3.526	-2.621	-49	-846	9	267	-3.259

Fuente: INDEC

**Gráfico V.9**

**Reservas Internacionales del BCRA**  
(oro, divisas y colocaciones a plazo)



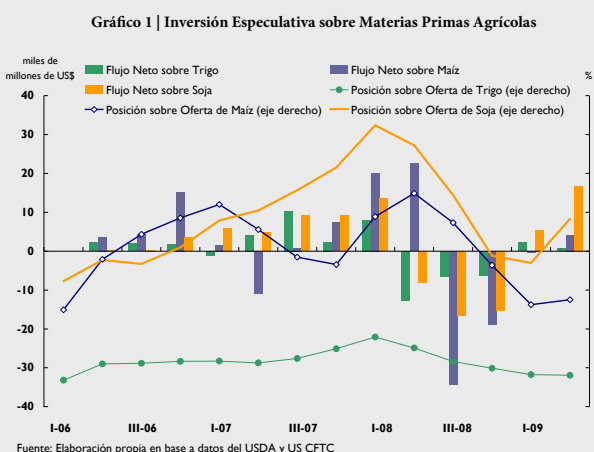
Fuente: BCRA

## Apartado 2 / El retorno del interés inversor a los mercados de commodities

Recientemente se observó un resurgimiento del interés inversor en *commodities*, tanto a través de un repunte de la presencia de los fondos de inversión en los mercados de derivados financieros agrícolas, como de una mayor demanda de tierras cultivables en diversas regiones del planeta, en un contexto en el cual numerosos países importadores de materias primas buscan garantizar su seguridad alimentaria.

Desde comienzos de la presente década los *commodities* han emergido como una categoría de activos difundida entre los inversores financieros, a través de instrumentos derivados e índices de inversión que replican un determinado conjunto de materias primas. En principio, este fenómeno contribuyó a incrementar la liquidez y la profundidad del mercado y facilitó la administración de riesgos a través de una mejora en la diversificación entre los diferentes tipos de activos.

La mayor presencia de inversores financieros se evidenció en un fuerte flujo de fondos hacia los *commodities*, con un crecimiento notable del *stock* de activos en cartera de agentes minoristas e institucionales. De esta manera, los fondos invertidos en materias primas se incrementaron desde US\$100.000 millones a comienzos de 2006 hasta US\$270.000 millones a mediados de 2008, impulsados en parte por US\$85.000 millones en inversiones materializadas a través de productos financieros con oferta pública (ver Gráfico 1).



Ahora bien, el cambio en las expectativas y la violenta caída en los precios de los *commodities* durante la segunda mitad de 2008, propició un abrupto retiro de fondos del mercado de materias primas, que redujo severamente los activos en cartera hasta los US\$160.000 millones. No obstante, en 2009 se observó un nuevo rebrote de los flujos de inversión hacia *commodities*. De esta manera, durante la primera parte del año se produ-

jo un fuerte reingreso de fondos, contabilizando un *stock* total de inversiones en *commodities* por US\$172.000 millones. Si bien este valor es menor al máximo alcanzado a mediados de 2008, prácticamente duplica al correspondiente de tres años atrás, más allá de que recientemente la CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*; ente que regula los mercados de futuros en EE.UU.), se mostró dispuesta a restringir la libertad de acción de los fondos, provocando una serie de ventas en las últimas semanas.

Dejando de lado los movimientos de los fondos especulativos, que aprovechan cuestiones coyunturales para decidir su entrada y salida de los mercados de productos básicos, también se observa una sostenida corriente de inversiones de más largo plazo dirigida a posicionarse en el sector.

En particular, en el último año grandes porciones de tierras fueron adquiridas en África, Latinoamérica y el Sudeste Asiático por empresas y gobiernos de países importadores de *commodities*. El interés en este tipo de transacciones responde a la búsqueda de mayor seguridad en el suministro de materias primas por parte de los gobiernos, a lo que se suma el interés privado por captar las altas tasas de retorno de la agricultura. Por su parte, los países receptores de estas inversiones, principalmente naciones pobres con abundancia relativa de tierras, implementan distintas políticas y adaptan su legislación con el fin de atraer estas inversiones, buscando a la vez moderar los impactos negativos que pueda tener la compra masiva de tierras sobre la población de menos recursos.

Para algunos países importadores de materias primas agropecuarias, tales como China, Corea y los estados del Golfo Pérsico, la adquisición de tierras en el extranjero es vista como parte integral de su estrategia para garantizar su seguridad alimentaria de largo plazo. Esto se produce en un contexto de precios y demanda crecientes tanto de tierras como de *commodities* agropecuarios, y oferta de tierras arables disponibles relativamente baja en relación al crecimiento de la población (ver Gráficos 2 y 3).

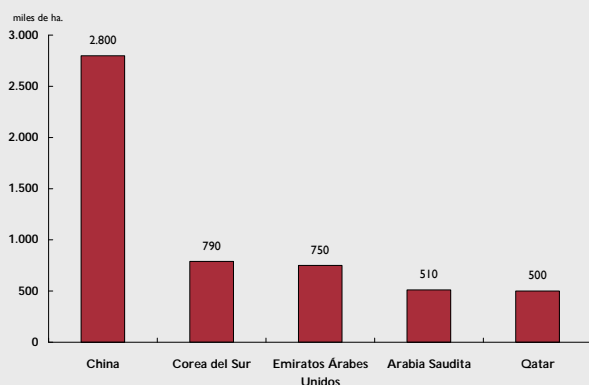
Otro de los determinantes para la adquisición de tierras cultivables es la utilización de suelos para la siembra de granos con el fin de producir biocombustibles. Esta situación es incentivada principalmente por gobiernos importadores de petróleo que cuentan con capital para poder diversificar sus suministros de combustibles y asegurarse materias primas energéticas a futuro, a lo que se suman cuestiones ambientales. Si bien en la segunda mitad de 2008 los precios del crudo presentaron una



fuerte caída, que también fue acompañada por un descenso en la cotización de los biocombustibles, ya desde principio de año los valores del petróleo retornaron a niveles similares a los de 2007, dándole nuevo impulso a la elaboración de etanol y biodiesel, a la vez que se mantienen los incentivos gubernamentales para el desarrollo de la industria.

Mientras que la seguridad alimentaria y energética aparecen como los promotores centrales de la inversión en agricultura apoyada por los gobiernos, las inversiones del sector privado están motivadas por las perspectivas de altos retornos de la agricultura. Con expectativas de elevados precios de *commodities* agropecuarios en los próximos años, la compra de tierras para la producción agrícola aparece como una opción atractiva. Estas inversiones no están ligadas a consideraciones de corto plazo sino más bien a expectativas de retornos a largo plazo.

Gráfico 2 | Principales Inversores en Tierras Arables  
(compras acumuladas entre 2006 e inicios de 2009)



Fuente: International Food Policy Research Institute

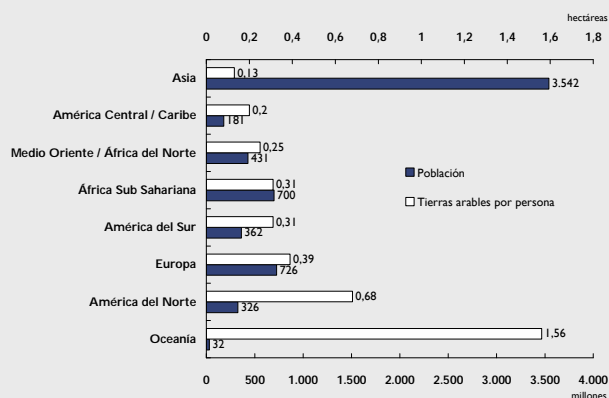
Según proyecciones de largo plazo sobre ingreso y población elaboradas por la *Food and Agriculture Organization* (FAO) de las Naciones Unidas, la producción mundial de alimentos debería aumentar más de 40% para el año 2030 y más de 70% para el 2050, comparada con los niveles promedio del período 2005-2007. No obstante, más de la mitad de la tierra fértil adicionalmente disponible<sup>6</sup> se encuentra en África y en América Latina, donde la expansión histórica del uso de tierras ha sido lenta. Comprometer áreas relativamente poco fértiles para la producción puede implicar inversiones considerables y rendimientos promedio más bajos, al tiempo que posiblemente se incurra en costos sociales y medioambientales.

Tradicionalmente las cadenas de valor del negocio agrícola concentraban las ganancias en el procesamiento y distribución, mientras que los riesgos caían principalmente en la producción primaria, actuando como desincentivo para la inversión en agricultura. Los precios crecientes de los *commodities* agrícolas en los últimos

años han alterado este balance, aumentando la rentabilidad potencial de la producción primaria. Esto explica el crecimiento de la agricultura como opción de inversión, incluyendo también la compra de tierras y acciones de empresas relacionadas al negocio agrícola (ej.: producción de fertilizantes).

En resumen, luego de la fuerte caída de las inversiones financieras en *commodities* durante el segundo semestre de 2008, en los últimos meses el panorama mejoró sustancialmente. El interés de los inversores financieros se ha reavivado, en línea con el cambio en las expectativas sobre el sector, aunque se mantiene una elevada volatilidad en el margen. En tanto, las mejores perspectivas a futuro también generan incentivos para la inversión a largo plazo, que se canaliza en buena medida a través de la búsqueda y adquisición de tierras cultivables en distintas partes del mundo.

Gráfico 3 | Tierras Arables y Población



Fuente: FAO

<sup>6</sup> Aproximadamente 1.500 millones de hectáreas podrían agregarse a las 1.400 millones de hectáreas actuales de tierras agrícolas en uso.



## VI. Finanzas Públicas

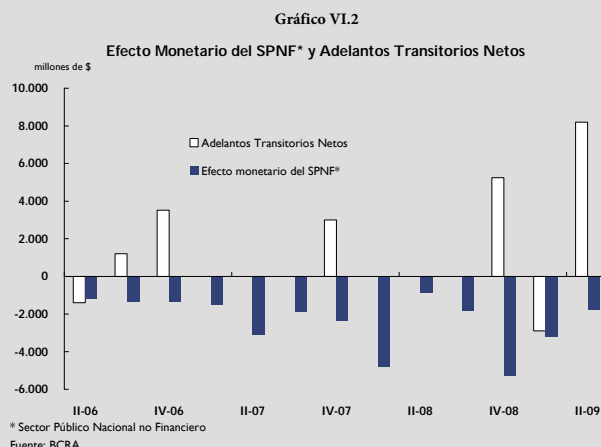
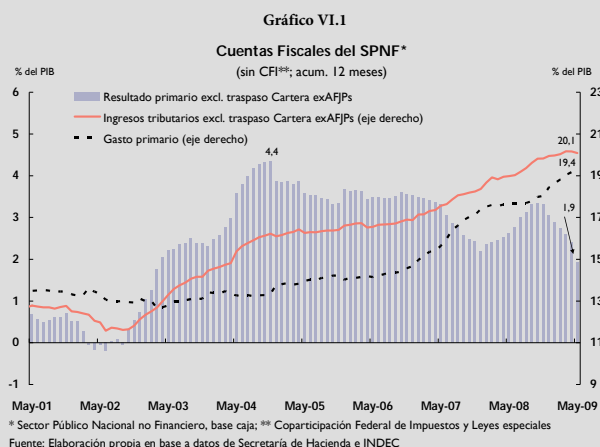
### VI.1 Síntesis

La Recaudación tributaria nacional creció 15% interanual (i.a.) en el primer semestre de 2009, mostrando un desempeño que se ubica por debajo de lo observado en años previos. En particular, entre abril y junio, los recursos tributarios continuaron desacelerándose, en línea con la evolución del nivel de actividad económica, los precios internos y el comercio internacional. Esta tendencia fue en parte compensada por los recursos de la Seguridad social, que contienen los aportes previsionales que anteriormente se destinaban al Régimen de capitalización individual. Estos ingresos explicaron aproximadamente el 70% de la suba de la recaudación total y permitirían que la recaudación en términos del Producto alcance un nuevo récord histórico.

Durante el segundo trimestre del año, el gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) habría seguido creciendo a tasas cercanas a 30% i.a., en el marco de la aplicación de medidas anticíclicas con el objetivo de paliar los efectos contractivos derivados de la crisis internacional. La suba de las erogaciones primarias fue impulsada principalmente por las Prestaciones previsionales, el gasto de Capital y las Remuneraciones. De esta manera, entre enero y mayo el superávit primario del SPNF acumuló \$6.259 millones, exhibiendo una caída de 65% respecto del nivel registrado en igual período de 2008, mientras que el resultado financiero fue ligeramente deficitario. El superávit primario se mantendría en terreno positivo en 2009, si bien menor que en años anteriores.

A pesar de las limitaciones de acceso a los mercados de capital, las fuentes financieras disponibles, sumadas al ahorro neto de servicios de deuda originado en el canje de Préstamos Garantizados realizado a principios de año, alcanzarían para cubrir las necesidades financieras del resto de 2009. Sin embargo, para continuar con una sana política expansiva manteniendo las fortalezas que nos diferencian del pasado, debiera ser acompañada con financiamiento en los mercados voluntarios de crédito, buscando que la generación de excedentes fiscales permita la atención de los intereses de la deuda pública, en tanto que el acceso al mercado de crédito posibilite la renovación de los vencimientos de capital. Así, se continuaría con la política de desendeudamiento, que se traduciría en un menor ratio de Deuda/Producto.

Debido al menor crecimiento de los ingresos de origen provincial y de los recursos asociados a la Coparticipación federal de impuestos, las finanzas públicas de los distritos subnacionales podrían continuar mostrando una tendencia a debilitarse. En tanto, la evolución del gasto primario subnacional seguirá dependiendo en gran medida de las pautas de actualización de los salarios públicos y la dinámica del gasto de Capital.



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

Impuesto	Acum. a Junio		Diferencia		Contrib. Acum. %
	2008 (A)	2009 (B)	Absoluta (B)-(A)	% (B)/(A)-1	
Ganancias	25.764	26.986	1.221	4,7	6,6
IVA Total (1)=(2)+(3)	41.273	42.819	1.546	3,7	
IVA DGI (2)	24.130	29.716	5.586	23,1	
IVA DGA (3)	17.142	13.103	-4.040	-23,6	
Devoluciones de IVA (4)	2.950	1.758	-1.192	-40,4	
IVA (5)=(1)-(4)	38.322	41.061	2.738	7,1	14,7
Ganancia mínima presunta	637	766	129	20,3	0,7
Bienes personales	2.031	2.263	232	11,4	1,2
Derechos de importación	4.220	3.413	-807	-19,1	-4,3
Derechos de exportación	16.455	15.943	-513	-3,1	-2,8
Combustibles	4.617	5.038	421	9,1	2,3
Internos	2.725	3.142	417	15,3	2,2
Seguridad social*	22.972	35.704	12.732	55,4	68,5
Créditos y débitos en ctas. bancarias	9.178	9.739	561	6,1	3,0
Otros	691	1.240	549	79,4	2,9
<b>TOTAL*</b>	<b>127.143</b>	<b>145.742</b>	<b>18.599</b>	<b>14,6</b>	

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

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

## VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

### Ingresos

Durante el segundo trimestre del año, el crecimiento de la Recaudación tributaria nacional se desaceleró, en función de la evolución del comercio internacional, de los precios internos y del nivel de actividad económica. No obstante, esa tendencia fue en parte compensada principalmente por los recursos de la Seguridad social, que desde diciembre del año pasado contienen los aportes previsionales que anteriormente se destinaban al Régimen de capitalización individual.

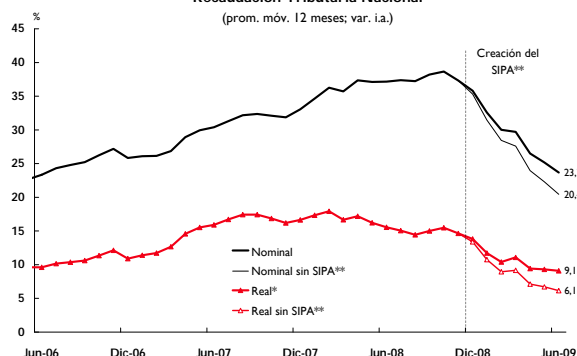
Así, durante el primer semestre de 2009 la recaudación registró una suba nominal de 15% interanual (i.a.). Descontando los ingresos asociados a la creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), la recaudación total habría crecido 9% i.a.. Si bien resulta difícil predecir el aporte que podría provenir de la Moratoria y blanqueo impositivos con cierre en agosto de 2009, se espera que el ritmo de incremento nominal exhibido por los recursos entre enero y junio se mantenga para el resto del año. De esta manera, los recursos tributarios representarían aproximadamente 27% del Producto en 2009, registrando un nuevo récord histórico (ver Cuadro VI.1).

La recaudación fue impulsada principalmente por los ingresos de la Seguridad social, que explicaron 68% del crecimiento interanual de los recursos tributarios, y por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), con un aporte del 15% (ver Gráficos VI.3 y VI.4). Asimismo, los recursos tributarios medidos en términos reales mostraron un desempeño poco dinámico, con tasas de crecimiento ligeramente positivas (ver Gráfico VI.5).

Los ingresos de la Seguridad social continuaron aumentando tanto en términos nominales como reales, aunque evidenciaron una desaceleración en el segundo trimestre al crecer 47% i.a. tras elevarse 64% i.a. entre enero y marzo. Así, en el primer semestre se incrementaron 55% i.a., influenciados principalmente por las subas de la remuneración imponible y por los ingresos originados en la creación del SIPA. Neto de estos ingresos, la recaudación asociada a los recursos de la Seguridad social habría aumentado cerca de 25% i.a.. En 2009 los ingresos de la Seguridad social representarían alrededor de 6,7% del PIB, casi 1,7 puntos porcentuales (p.p.) por encima del nivel de 2008 (ver Gráficos VI.6 y VI.7).

Los Derechos sobre el comercio exterior reflejaron el impacto de la crisis internacional sobre los volúmenes y precios de los principales bienes gravados. Sin embargo,

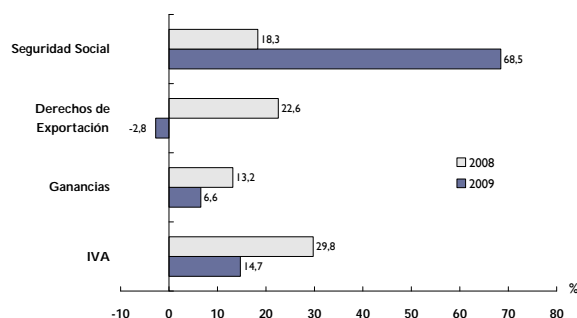
**Gráfico VI.3**  
**Recaudación Tributaria Nacional**  
(prom. móv. 12 meses; var. i.a.)



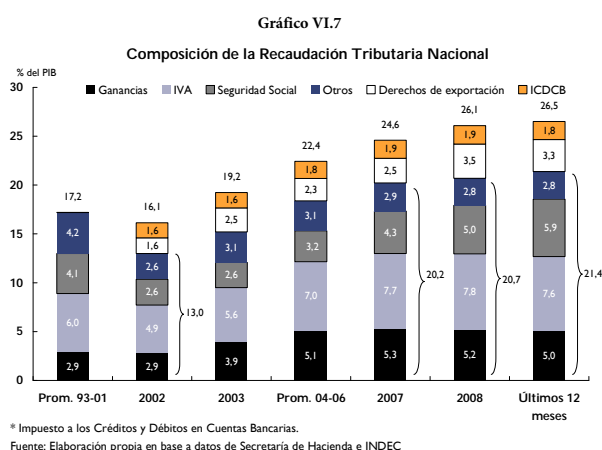
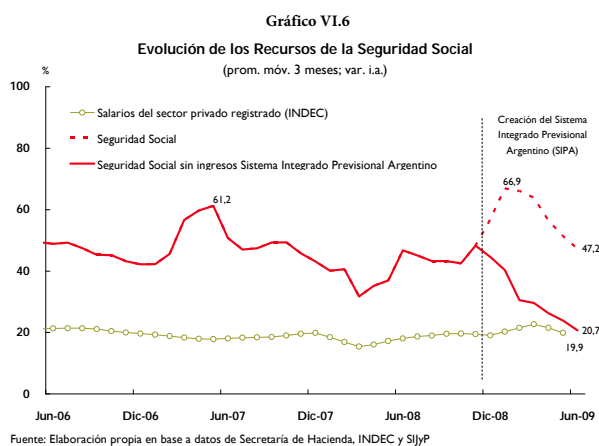
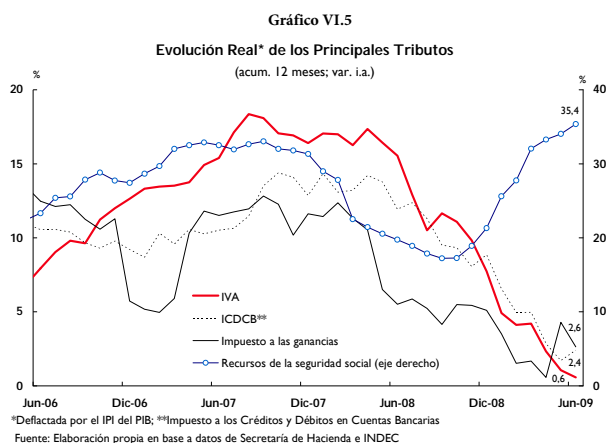
\*Deflactada por IPI del PIB; \*\*Sistema Integrado Previsional Argentino

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

**Gráfico VI.4**  
**Contribución al crecimiento de la Recaudación Tributaria Nacional**  
(acum. a junio)



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



luego de caer 14% i.a. entre enero y marzo, durante el segundo trimestre revirtieron esa tendencia al observarse una suba de 1% i.a., asociada a que en junio de 2008 se había registrado una importante desaceleración en la tasa de aumento de este tributo. En el primer semestre del año, los Derechos de exportación se redujeron 3% i.a., destacándose el impacto negativo de los impuestos originados en las ventas externas de combustibles minerales y cereales. En el año los gravámenes sobre las exportaciones representarían aproximadamente 2,9% del PIB (-0,6 p.p. interanuales; ver Sección V y Gráfico VI.8).

El IVA evidenció una desaceleración al subir 7% i.a. entre enero y junio. Si bien el IVA Dirección General Impositiva (IVA DGI) moderó su ritmo de crecimiento, continuó aumentando a tasas elevadas (23% i.a.). En tanto, el IVA Dirección General de Aduanas (IVA DGA) cayó 24% i.a., en línea con la contracción de las compras externas. Por su parte, las devoluciones a los exportadores se redujeron 40% i.a. entre enero y junio. Sin este efecto, la recaudación del IVA hubiese crecido en torno a 4% i.a. nominal. De esta forma, al finalizar el año la recaudación del tributo representaría cerca de 7,6% del PIB (-0,2 p.p. interanuales; ver Gráfico VI.9).

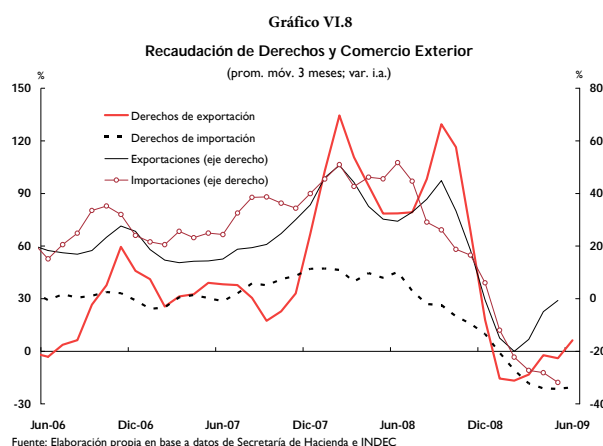
Los recursos originados en el Impuesto a las ganancias subieron 5% i.a. durante el primer semestre del año, influenciados por el desempeño de la economía doméstica, la eliminación de la escala para la disminución creciente de las deducciones computables para la determinación del tributo para personas físicas y la modificación de los aportes al sistema de Seguridad social para personas físicas en relación de dependencia<sup>7</sup>. Así, los ingresos del tributo alcanzarían alrededor de 4,9% del PIB en 2009 (-0,3 p.p. interanuales).

El mayor monto de transacciones bancarias gravadas determinó que los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) crecieran 6% i.a. en términos nominales entre enero y junio. Para el segundo semestre de 2009, la recaudación del tributo podría reducirse levemente en términos del PIB respecto al ratio alcanzado en 2008 hasta aproximadamente 1,7%.

Si bien la Recaudación tributaria nacional, sin considerar los recursos de la Seguridad social, creció 6% i.a. entre enero y junio, los ingresos tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), se habrían mantenido en términos nominales básicamente por la caída en los

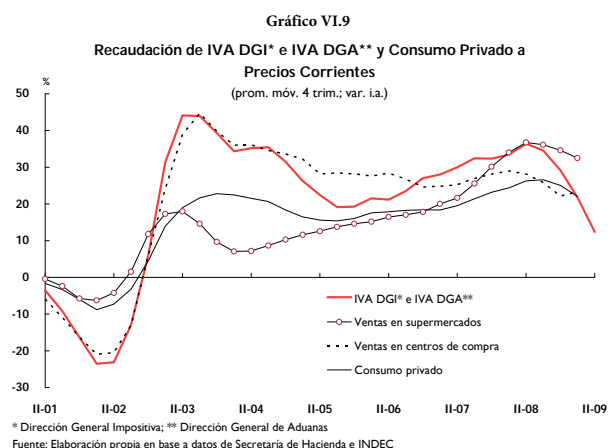
<sup>7</sup> Durante 2008 se implementó una serie de medidas que permiten computar mayores deducciones por aportes en el impuesto. Al respecto, se destaca el incremento del porcentaje a aplicar sobre la base previsional para los trabajadores en relación de dependencia afiliados al anterior régimen de capitalización (con efectos desde febrero de 2008), el aumento de la base imponible máxima para el cálculo de los aportes previsionales (efectiva a partir de agosto de 2008) y el incremento de la base imponible máxima para el cálculo de los aportes al Sistema Nacional del Seguro de Salud y al Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSSJyP, ex PAMI) con efecto a partir de diciembre de 2008.

Derechos de exportación. Cabe señalar que en igual período de 2008 se verificó el ingreso extraordinario de \$896 millones asociados a la Reforma previsional 2007.



Asimismo, sin descuidar la política de fortalecimiento patrimonial ni la posición de liquidez del BCRA desarrollada desde 2003, durante el primer semestre de 2009 se transfirieron al Tesoro Nacional (TN) \$3.000 millones de utilidades correspondientes al ejercicio 2008<sup>8</sup>, sobre un total de \$4.400 millones que se prevé realizar en todo el año, atendiendo a una situación de excepción en un contexto de crisis financiera internacional. En el marco de una situación patrimonial más sólida que en el pasado, con resultados cuasifiscales mejores a los de otros bancos centrales de la región, la distribución de utilidades que realiza el BCRA está comprendida dentro de los límites fijados por su Carta Orgánica y son el resultado de una estrategia prudencial de acumulación de excedentes en los períodos de mayor bonanza para hacer frente a eventuales contingencias en las fases menos favorables del ciclo económico internacional. En efecto, en los últimos años, el Banco Central llevó adelante una política sumamente prudente respecto de sus utilidades, capitalizando y acumulando en una reserva especial una porción significativa de las mismas hasta alcanzar el máximo previsto en la Carta Orgánica (representando tales fondos 50% del capital).

Las utilidades registradas en 2008 están asociadas a la apreciación del dólar respecto a la moneda local, en sintonía con lo sucedido con la paridad entre el dólar y el resto de las monedas internacionales (inclusive con aquellas consideradas “duras”, como el euro o el yen).



### Gasto y Resultado

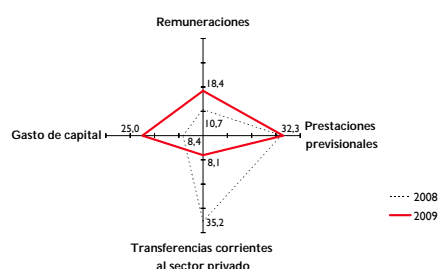
Con el objetivo de morigerar los efectos contractivos derivados de la crisis internacional, durante el primer semestre de 2009 el gasto primario habría crecido en torno a 30% i.a.. En lo que va de 2009 se mantuvo la contribución al crecimiento del gasto primario de las Prestaciones previsionales y, de acuerdo a lo previsto, aumentó el peso de los gastos de Capital y las Remuneraciones. Por su parte, las Transferencias al sector privado perdieron relevancia en relación a la dinámica verificada durante los dos años anteriores (ver Gráfico VI.10).

El gasto en Prestaciones de la seguridad social se habría elevado alrededor de 27% i.a. en los primeros seis meses de 2009, impulsado principalmente por las subas de los haberes otorgadas en marzo y julio de 2008<sup>9</sup> y la aplicación a partir de marzo de 2009 de la movilidad de las prestaciones previsionales, que implicó un alza de los

<sup>8</sup> Entre enero y junio de 2008 el BCRA transfirió al TN \$3.400 millones en concepto de utilidades.

<sup>9</sup> Se dispusieron subas de 7,5% en marzo y en julio de 2008 (Decreto N° 279/2008).

**Gráfico VI.10**  
Contribución al Crecimiento del Gasto Primario del SPNF\*  
(contrib. acum. a mayo)



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

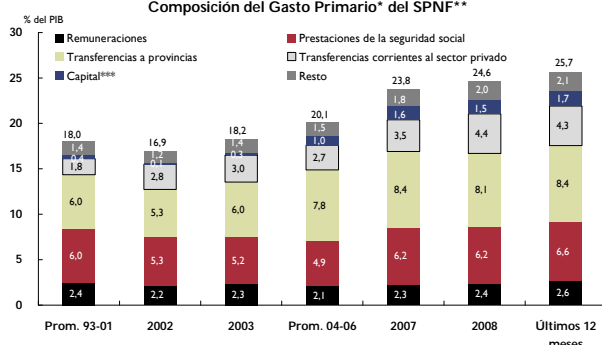
prestaciones previsionales, que implicó un alza de los montos de los beneficios de 11,69%<sup>10</sup>. En el segundo semestre del año el mecanismo de ajuste implicaría una moderación en el ritmo de crecimiento de las erogaciones previsionales. A fin de 2009, el gasto correspondiente a este rubro representaría alrededor de 7% del PIB, implicando una suba interanual de 0,8 p.p. del Producto (ver Gráfico VI.11).

A junio de 2009, las erogaciones de capital habrían mostrado un aumento cercano a 64% i.a., impulsadas por la evolución de la Inversión real directa (IRD), asociada a una mayor inversión en obras viales, de generación de energía eléctrica e infraestructura sanitaria, y de las Transferencias de capital. Estas últimas contemplan los giros vinculados al Fondo Federal Solidario (FFS), que distribuye entre las provincias con el criterio de la Coparticipación federal de impuestos el 30% de los Derechos de exportación de la soja y sus derivados<sup>11</sup>, pudiendo destinarse esos recursos únicamente a la inversión pública subnacional.

Las Remuneraciones del sector público habrían subido cerca de 39% i.a. en el primer semestre del año, influidas principalmente por la plena incidencia de los aumentos salariales otorgados durante junio y agosto de 2008 (10% y 9,5%, respectivamente), así como por la incidencia de nuevos convenios sectoriales. Además, impactó sobre este rubro del gasto primario el alza del empleo público durante el período<sup>12</sup>, que contempla la absorción estatal de parte del personal de las ex Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP). Asimismo, para 2009 se concedieron aumentos salariales de 8% y 7%, que se harán efectivos en julio y septiembre, respectivamente.

Las Transferencias corrientes al sector privado, asociadas principalmente a subsidios al transporte público de pasajeros, a la generación de energía eléctrica, al consumo interno de agroalimentos y a los planes sociales, se habrían incrementado a una tasa cercana a 12% i.a. entre enero y junio, luego de haber sido el principal impulsor del gasto primario en 2008, cuando creció 60% i.a.. La moderación en el ritmo de crecimiento se habría visto influenciada por la reducción de los costos de los combustibles empleados en la generación de energía eléctrica y por las actualizaciones en las tarifas de los principales servicios públicos que aplicó el Gobierno Nacional. A fin de año, los giros al sector privado representarían alrededor de 4,2% del Producto (-0,2 p.p. interanuales).

**Gráfico VI.11**  
Composición del Gasto Primario\* del SPNF\*\*

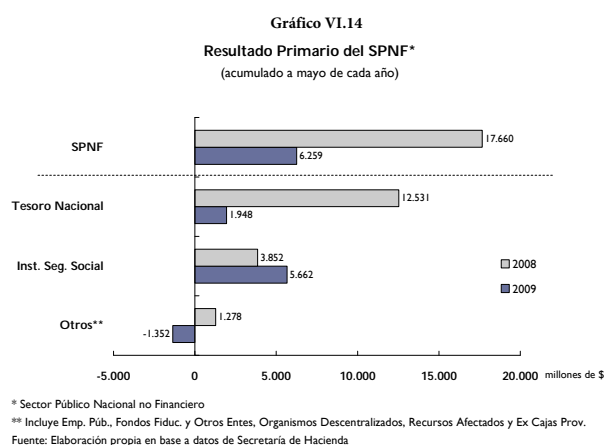
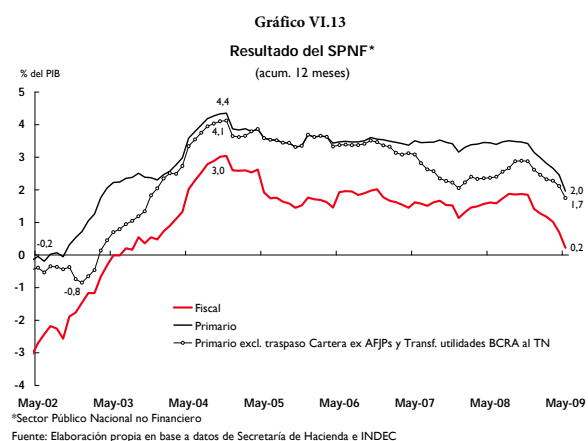
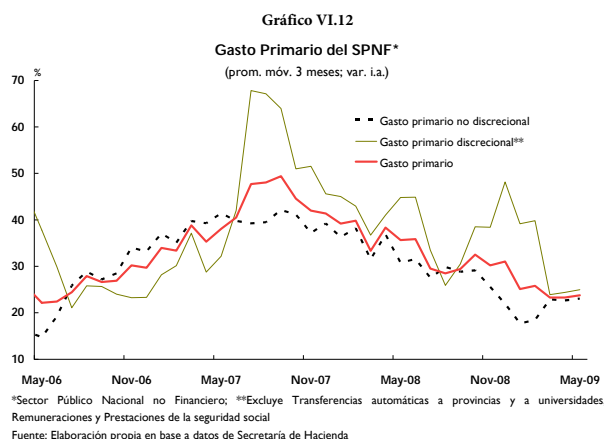


\*Incluye Transferencias automáticas a provincias; \*\*Sector Público Nacional no Financiero; \*\*\*No incluye Transferencias de capital a provincias  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

<sup>10</sup> Ley N° 26.417.

<sup>11</sup> Decreto N° 206/2009. Las Transferencias a provincias por este concepto totalizaron \$800 millones entre abril y mayo.

<sup>12</sup> Según el INDEC los puestos de trabajo del SPNF crecieron alrededor de 9% i.a. durante el primer trimestre de 2009.



El gasto discrecional<sup>13</sup> habría aumentado cerca de 31% i.a. en el primer semestre. La suba respondería principalmente al crecimiento de la IRD, así como a los giros discrecionales a las provincias. Estos efectos fueron parcialmente compensados por la desaceleración mencionada de las Transferencias corrientes al sector privado (ver Gráfico VI.12).

Las Transferencias discrecionales a los gobiernos provinciales se habrían casi duplicado interanualmente, luego de que en 2008 aumentaran 12% i.a.. En particular, las transferencias se aceleraron en el segundo trimestre al contemplar los fondos provenientes del FFS, en el marco de deterioro de los ingresos provinciales. En efecto, se verificó una desaceleración del ritmo de crecimiento de la recaudación tributaria provincial y de los recursos coparticipados automáticamente a los distritos subnacionales.

En el marco de la aplicación de medidas anticíclicas con el objetivo de paliar los efectos contractivos derivados de la crisis internacional, el resultado primario del SPNF habría mostrado un deterioro en torno a 65% i.a.. Asimismo, desde principios de año, y principalmente luego de la creación del SIPA, se viene observando un cambio en la composición de los subsectores que explican el superávit primario del SPNF. En efecto, durante los primeros cinco meses de 2009, el Resultado primario fue impulsado por las Instituciones de la Seguridad Social, mientras que en el igual período de 2008 ese lugar lo ocupaba el Tesoro Nacional (TN). El Resultado primario del SPNF se mantendría en terreno positivo durante el presente año, aunque en niveles inferiores a los registrados en años anteriores (ver Gráficos VI.13 y VI.14).

En el marco de un contexto financiero internacional adverso, en lo que va del año el TN se financió principalmente en el mercado doméstico. En este sentido, además del prefinanciamiento alcanzado en 2008, se recurrió al financiamiento neto intra sector público por alrededor de \$5.200 millones, para lo cual se emitieron Bonar denominados en pesos 2016 por Valor Efectivo (VE) \$9.685 millones, utilizados en parte para renovar los vencimientos de las letras en tenencia de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS). Adicionalmente, se obtuvieron préstamos del Banco de la Nación Argentina (BNA)<sup>14</sup> y se hizo uso neto de Adelantos Transitorios (AT) por \$5.300 millones. Asimismo, se efectivizó un canje de Préstamos Garantizados Naciona-

<sup>13</sup> Excluye Transferencias automáticas a provincias, Prestaciones previsionales, Transferencias corrientes a universidades y Remuneraciones.

<sup>14</sup> El BNA puede extender financiamiento en la medida que los fondos sean destinados a gastos de capital o amortización de deudas, el solicitante sea el Estado Nacional y el saldo de la deuda otorgada no exceda el 30% de los depósitos del SPNF en la entidad. Así, las Resoluciones Conjuntas Secretaría de Hacienda N°105/2009 y Secretaría de Finanzas N°31/2009 disponen una operación de financiamiento por \$7.300 millones durante 2009, en el marco del Artículo N°74 de la Ley N°26.422 de Presupuesto Nacional 2009.



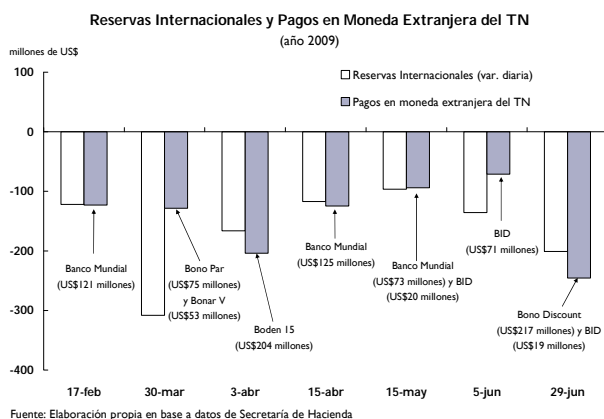
**Cuadro VI.2**  
Principales Indicadores Macroeconómicos de Argentina

Indicadores		2002	2005	2008
Reservas Internacionales	% del PIB	9,9	15,4	14,2
	% de M3 Privado	42,4	53,8	66,2
Deuda Pública Nacional	% del PIB	149,4	73,5	48,5
	% de la Recaudación	925,0	327,9	187,1
Superávit Primario del SPNF	% del PIB	0,7	3,7	3,1
Superávit Financiero del SPNF	% del PIB	-1,5	1,8	1,4
Balanza Comercial	% del PIB	15,8	6,5	3,9
Saldo Cuenta Corriente	% del PIB	8,3	2,9	2,2
Tasa de interés PF 30-59 días	promedio anual	39,2	3,8	11,0
Depósitos totales	% del PIB	22,5	23,3	21,4

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

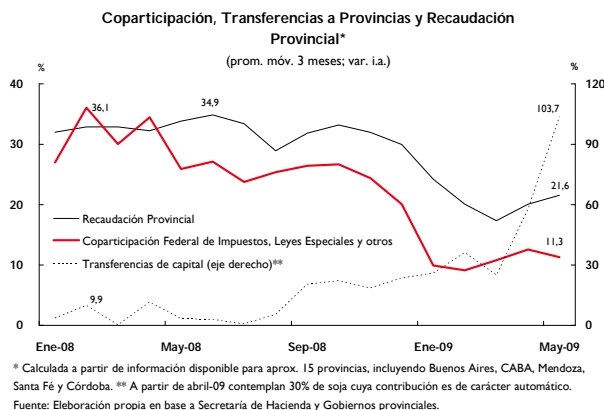
les, tanto a nivel local como internacional, que significó una reducción de los servicios de deuda del año por casi \$6.500 millones. También se verificaron desembolsos de Instituciones Financieras Internacionales al TN por VE US\$325 millones. Se estima que las fuentes de financiamiento disponibles alcanzarían para cubrir las necesidades financieras remanentes en el año. Sin embargo, para dar continuidad a una sana política expansiva, manteniendo las fortalezas que nos diferencian del pasado, debería ser acompañada con financiamiento en los mercados voluntarios de crédito. Los fundamentos macroeconómicos sustentan las condiciones para acceder a los mercados de capitales (ver Cuadro VI.2). El logro del superávit primario permitiría la atención de los servicios de intereses de la deuda pública, al tiempo que el acceso al mercado de crédito proporcionaría los recursos necesarios para renovar los vencimientos de capital. De esta manera, la política de desendeudamiento continuaría plasmándose en un menor ratio de Deuda/PIB.

**Gráfico VI.15**



Así, en lo que va del año, el sector público continuó siendo un factor de contracción de la Base monetaria, debido la atención de deudas en moneda extranjera financiada principalmente con fuentes domésticas. En efecto, para cancelar sus deudas en otras monedas, el TN provee los pesos al Banco Central sin modificar el patrimonio de la entidad financiera ni ocasionar pérdida de respaldo de los pesos en circulación, ya que el TN utiliza sus propios recursos. Esta operación, que se utiliza desde marzo de 2004, es estrictamente equivalente a la que se verifica cuando cualquier agente económico accede al mercado cambiario, aunque en este caso del TN compra los dólares directamente al BCRA. El pago del cupón correspondiente al Boden 2012 que opera el próximo 3 de agosto reflejaría una situación similar a la evidenciada en otras oportunidades, como en marzo de 2004 cuando se cancelaron servicios de deuda con el Fondo Monetario Internacional (FMI; ver Gráfico VI.15).

**Gráfico VI.16**



Las finanzas públicas de los distritos subnacionales continuarían mostrando una tendencia a debilitarse. Sumado a la desaceleración de la Coparticipación federal de impuestos (CFI), la información parcial de las provincias da cuenta también de una reducción importante en la tasa de crecimiento de la recaudación de los impuestos de origen subnacional respecto de lo evidenciado en los últimos años (ver Gráfico VI.16), en línea con el comportamiento histórico de los contribuyentes, que priorizan el postergamiento de los pagos impositivos municipales, luego los provinciales y por último los nacionales. La evolución del gasto primario provincial seguirá dependiendo en gran medida de las pautas de actualización de los salarios públicos (que representan cerca del 53% del gasto primario) y de la dinámica del gasto de Capital.



## VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

### VII.1 Síntesis

El Banco Central continuó utilizando plenamente los mecanismos de estabilización que desarrolló durante los últimos años y que llevaron a la normalización de los mercados. En particular, en este trimestre, mantuvo una activa participación en el mercado cambiario con el fin de evitar movimientos bruscos que pudiesen afectar las expectativas, aunque no fueran necesarias ventas de divisas tan importantes como a fines del trimestre anterior, ya que se observó una estabilización de la demanda de dinero. Paralelamente, siguió inyectando liquidez, principalmente vía recompras de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC) en el mercado secundario y su renovación por montos menores a los vencimientos, y mediante compras de títulos públicos en el mercado secundario.

Además, el Banco Central continuó adoptando diversas medidas tendientes a mitigar la incertidumbre, mantener la estabilidad monetaria-financiera y promover la dinámica del crédito. Desde mediados de abril empezó a realizar licitaciones mensuales de swaps de tasas de interés fija por variable. Este instrumento contribuye a minimizar los riesgos de movimientos en las tasas de interés, al permitirle a los bancos otorgar préstamos a tasa fija y a plazos superiores a los que actualmente se observan en el mercado. Además, desde mediados de junio comenzó a realizar licitaciones de opciones de acceso a pases activos en pesos, para asegurarle a las entidades financieras la posibilidad de acceder, en el caso de ser necesario, a dichos pases en condiciones preestablecidas, siempre y cuando hayan registrado aumento de los saldos de préstamos al sector privado entre la fecha de licitación y la de ejercicio de la opción.

Adicionalmente, en un marco de estabilidad monetaria y financiera y dando continuidad a la política contracíclica, el Banco Central readecuó el sistema de pases activos y pasivos que ofrece a las entidades financieras. A partir del 7 de julio redujo en 50 puntos básicos (p.b.) las tasas de pases pasivos y activos a 1 y 7 días y eliminó los plazos de operaciones a 14, 21 y 28 días que se habían establecido transitoriamente en el pasado año en un contexto de alta volatilidad internacional. Esta reducción fue la primera desde que se creara esta operatoria, a mediados de 2004.

Durante el segundo trimestre, se observó un comportamiento prudencial en los agentes económicos, habitual de períodos preelectorales, que se tradujo en una preferencia por activos de mayor liquidez. Sin embargo, la confianza en la moneda y en el sistema financiero local quedó plasmada en el aumento del total de colocaciones del sector privado no financiero en pesos. Los medios de pago (M2) en pesos se ubicaron en junio en \$175.200 millones (12,2% i.a.), nuevamente dentro del rango establecido en el Programa Monetario (9,9% - 17,7%). Por su parte, el M2 privado mostró desde mediados de mayo una recuperación, que lo ubica también dentro de las bandas trimestrales indicativas previstas en el Programa Monetario. En función del compromiso asumido de dar a conocer una estimación a 12 meses vista de los agregados M2 y M2 privado, con el fin de extender el horizonte de certidumbre respecto a las condiciones monetarias y financieras locales, el Banco Central informó que prevé que la variación interanual del M2 se ubicará en junio de 2010 en torno a 11% y la del M2 privado en torno a 12,9%. Por otra parte, los préstamos en pesos al sector privado mostraron en el segundo trimestre de 2009 un mayor dinamismo, aumentando \$3.030 millones (2,8%). En un contexto de depósitos crecientes y una cómoda condición de liquidez, las tasas de interés de corto plazo se mantuvieron estables o con una leve tendencia descendente.

Gráfico VII.1

Tasas de Interés Domésticas

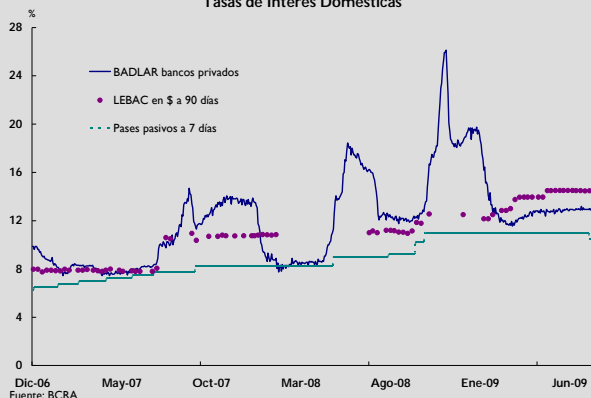
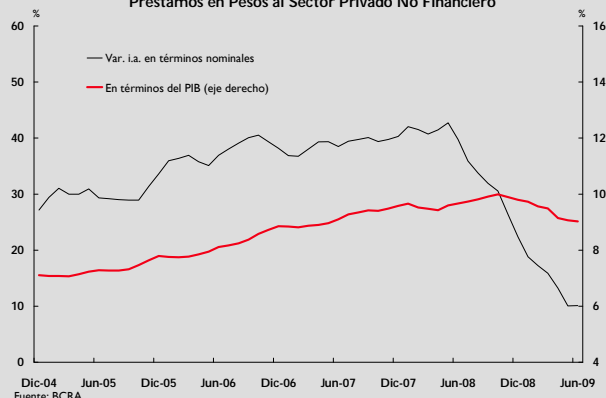


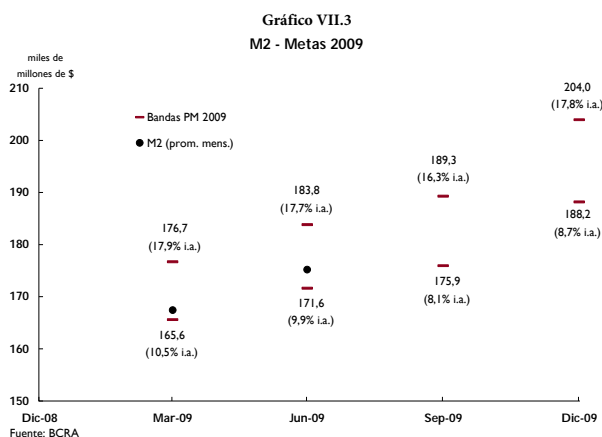
Gráfico VII.2

Préstamos en Pesos al Sector Privado No Financiero

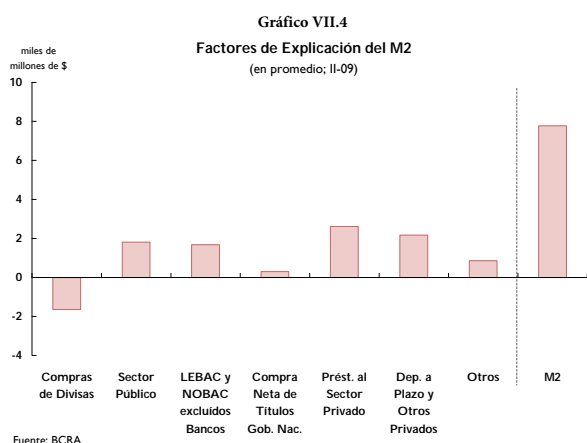


## VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

Durante el segundo trimestre de 2009, el BCRA continuó utilizando plenamente los mecanismos de estabilización que desarrolló durante los últimos años y que llevaron a la normalización de los mercados financieros. En particular, en este trimestre, mantuvo una activa participación en el mercado cambiario con el fin de evitar movimientos bruscos que pudiesen afectar las expectativas, aunque no fueron necesarias ventas de divisas tan importantes como a fines del trimestre anterior, ya que se observó una estabilización de la demanda de dinero. Paralelamente, continuó inyectando liquidez, principalmente vía recompras de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC) en el mercado secundario y su renovación por montos menores a los vencimientos, y mediante compras de títulos públicos en el mercado secundario. De este modo, las principales variables monetarias reflejaron un impacto acotado de la adversa coyuntura externa, sin generar mayores dificultades al BCRA para mantener el equilibrio en el mercado monetario, como fue el caso de trimestres previos.



Los medios de pago (M2) en pesos se ubicaron en junio en \$175.200 millones (12,2% interanual -i.a.-), nuevamente dentro del rango establecido en el Programa Monetario (9,9% – 17,7%), y más cerca del punto medio del rango que del límite inferior (ver Gráfico VII.3). Por su parte, el M2 privado mostró desde mediados de mayo una significativa recuperación, alcanzando un nivel promedio de \$145.650 millones (7,1% i.a.) en junio, que lo ubica también dentro de las bandas previstas en las estimaciones del Programa Monetario (6,1% - 13,9%).



En el trimestre, el M2 aumentó \$7.800 millones (4,6%), explicado por el crecimiento de los depósitos a la vista y del circulante en poder del público. En particular, debe destacarse el buen desempeño que tuvieron las colocaciones a la vista del sector privado, que volvieron a retomar su sendero de crecimiento. En tanto, los depósitos a la vista del sector público mostraron un comportamiento creciente, acorde a lo estacionalmente esperado, consistente con la concentración de vencimientos impositivos. En el período bajo análisis fueron diversas las fuentes que abastecieron al M2. Entre ellas se pueden citar la paulatina recuperación de la dinámica del crédito al sector privado en pesos que en junio volvió a crecer por encima de los \$1.000 millones por primera vez desde el tercer trimestre de 2008. También contribuyeron la caída de los depósitos a plazo y la disminución de las tenencias de LEBAC y NOBAC por parte del sector privado no financiero (ver Gráfico VII.4).

Para los próximos 12 meses el Banco Central informó que estima una variación interanual de los agregados M2

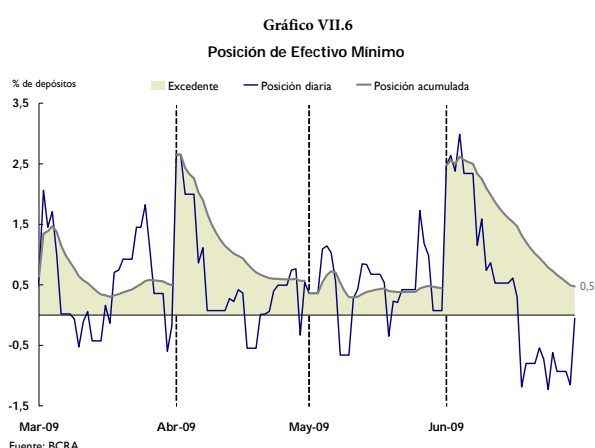
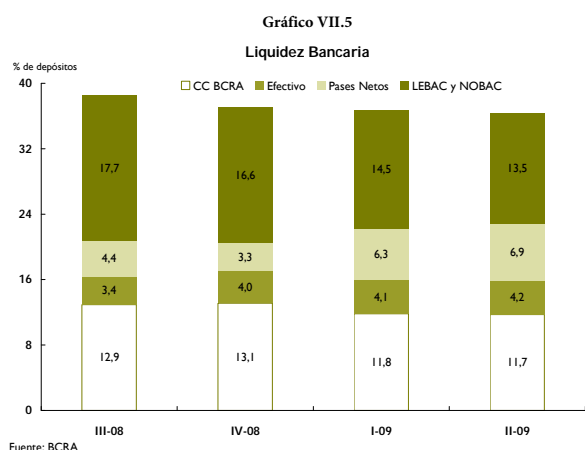
y M2 privado que se ubicará en junio de 2010 en torno a 11% y a 12,9%, respectivamente.

La liquidez de las entidades se incrementó en 0,5 puntos porcentuales (p.p.) en el segundo trimestre de 2009. En efecto, la suma del efectivo en bancos, las cuentas corrientes de los bancos en el BCRA y la tenencia de pases netos concertados para el BCRA representó el 22,8% del total de los depósitos en pesos (ver Gráfico VII.5). En tanto, en lo que va del año, se ha venido observando cierto cambio en la composición de la liquidez, una sustitución de tenencias de LEBAC y NOBAC por pases para el BCRA, lo que parecería haber comenzado a revertirse en junio. El ratio de liquidez más amplio (que incluye las tenencias de LEBAC y NOBAC por parte de las entidades) se redujo 0,4 p.p. con respecto al primer trimestre, siendo de 36,3% del total de los depósitos en pesos.

Las entidades financieras exhibieron a lo largo del segundo trimestre una posición superavitaria respecto del requisito de Efectivo Mínimo establecido por el BCRA, cercana al excedente estructural (ver Gráfico VII.6). En el segmento en moneda extranjera, el excedente continuó en niveles elevados, alrededor del 43% del total de los depósitos en moneda extranjera.

El Banco Central siguió adoptando diversas medidas tendientes a mitigar la incertidumbre, mantener la estabilidad monetaria y financiera, y promover la dinámica del crédito. En este sentido, desde mediados de abril empezó a realizar licitaciones mensuales de *swaps* de tasas de interés fija por variable. Este instrumento contribuye a minimizar los riesgos de movimientos en las tasas de interés, al permitirle a los bancos otorgar préstamos a tasa fija y a plazos superiores a los que actualmente se observan en el mercado.

Adicionalmente, desde mediados de junio comenzó a realizar licitaciones de opciones de acceso a pases activos en pesos. El objetivo de este instrumento es dinamizar el crédito, al asegurarle a las entidades financieras la posibilidad de acceder, en el caso de ser necesario, a pases activos en moneda local en condiciones preestablecidas, morigerando así los riesgos de iliquidez y tasa de interés. De este modo, los bancos pueden pagar una prima para obtener la posibilidad de acceder a un pase por hasta un año, con tasa de interés prefijada, siempre y cuando hayan registrado aumento de los saldos de préstamos al sector privado entre la fecha de licitación y la de ejercicio de la opción.



## Tasas de Interés

En el mercado de pases del Banco Central las tasas de interés de las operaciones a tasa fija se mantuvieron en los mismos niveles que en marzo, tanto para las operaciones activas como para las pasivas. De este modo, las tasas de interés de pases pasivos permanecieron en 10,5% y 11% para 1 y 7 días, respectivamente, mientras que las tasas de interés de pases activos de 1 y 7 días se ubicaron en 12,5% y 13%, respectivamente. No obstante, a partir del 7 de julio se redujeron en 50 puntos básicos (p.b.) las tasas de pases pasivos y activos a 1 y 7 días y se eliminaron los plazos de operaciones a 14, 21 y 28 días que se habían establecido transitoriamente debido al contexto de volatilidad internacional. Esta reducción fue la primera desde que se creara esta operatoria, a mediados de 2004.

También se comenzaron a realizar subastas de opciones de acceso a pases activos. La primera subasta se declaró desierta. Para la segunda subasta se introdujeron cambios en el mecanismo de la operatoria y en esta oportunidad las ofertas ascendieron a \$90 millones de los cuales se decidió adjudicar \$50 millones.

En el mercado primario de NOBAC, se colocaron montos promedio menores a los efectuados durante el primer trimestre. Para un plazo comparable, los márgenes pagados sobre la tasa BADLAR (Buenos Aires *Deposits of Large Amount Rate*) fueron similares, aunque también se colocaron especies a plazos más largos (ver Gráfico VII.7). Con respecto a las LEBAC emitidas, se registró un ligero aumento frente al trimestre anterior en las tasas de interés de corte para los plazos comparables, aunque también se colocaron especies a plazos más largos y con tasas más elevadas. En este caso, aumentaron los montos colocados en comparación con el trimestre anterior.

El monto vencido de títulos emitidos por el BCRA durante el trimestre fue superior al adjudicado y el BCRA continuó realizando recompras en el mercado secundario, por lo que el *stock* total en circulación se redujo en un 3% respecto del trimestre previo y se ubicó en Valor Nominal (VN) de \$33.123 millones a fines de junio. Los bancos registraron un leve aumento de sus tenencias en el trimestre y se observó una fuerte disminución en el resto de los tenedores (Administración Nacional de la Seguridad Social -ANSeS-, Compañías de Seguro, Fondos Comunes de Inversión -FCI-, inversores del exterior, entre los más importantes; ver Gráfico VII.8).

En un contexto de depósitos crecientes y una cómoda condición de liquidez bancaria, las tasas de interés de corto plazo en el mercado monetario se mantuvieron es-

Gráfico VII.7  
Tasas de Interés y Márgenes sobre BADLAR del Mercado Primario

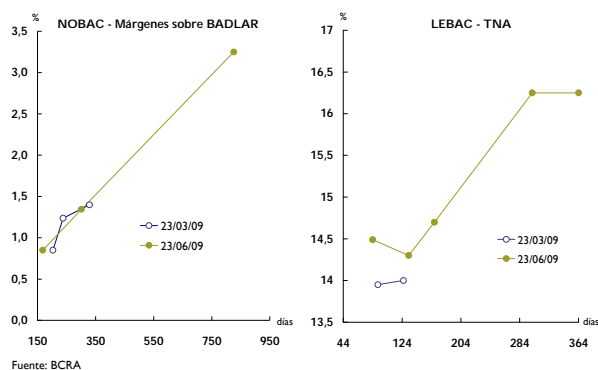
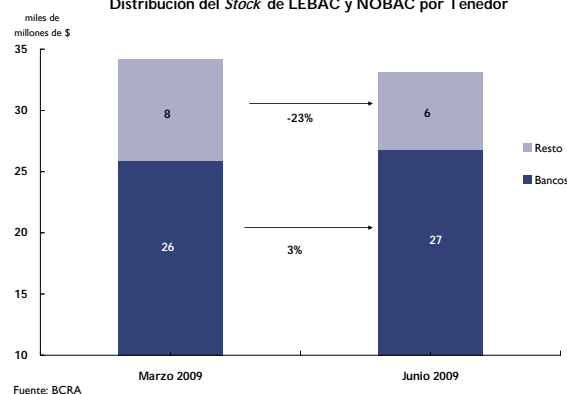
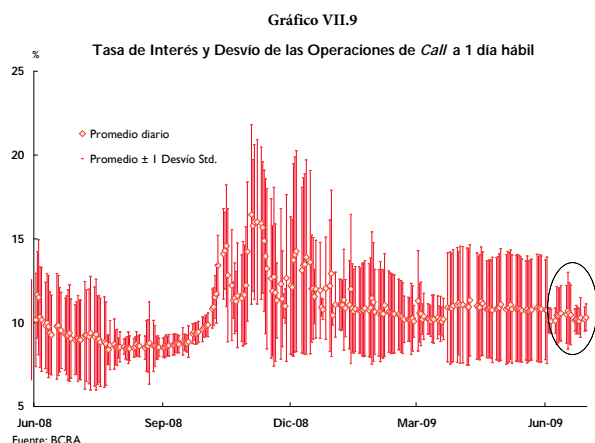


Gráfico VII.8  
Distribución del *Stock* de LEBAC y NOBAC por Tenedor

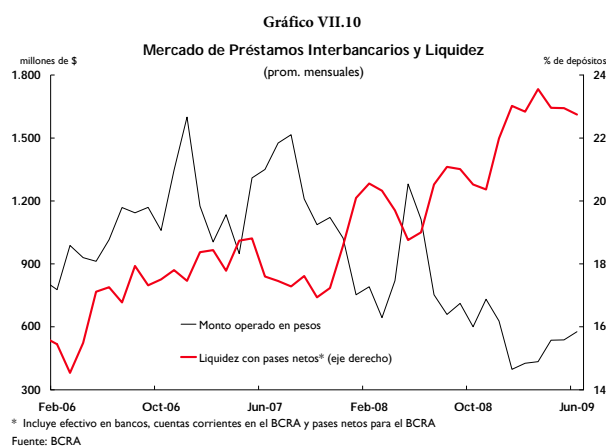




tables o con una leve tendencia descendente durante el trimestre.

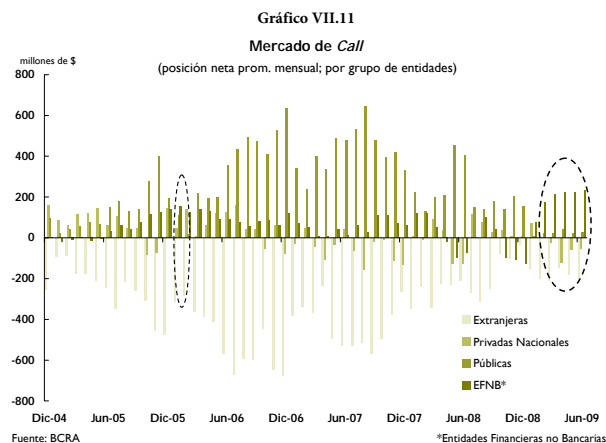
La tasa de interés promedio del mercado interbancario hasta 15 días de plazo finalizó en 10,5% al reducirse en 0,2 p.p. respecto del primer trimestre de 2009. En cuanto a las operaciones pactadas a 1 día hábil, la tasa de interés también se contrajo en 0,2 p.p. a lo largo del trimestre para cerrar en 10,4%. Asimismo, se observó una disminución en la dispersión, aunque todavía es elevada (ver Gráfico VII.9).

El volumen operado en el mercado interbancario sigue siendo reducido aunque se incrementó levemente, promediando un monto diario de \$547 millones. El bajo volumen estuvo vinculado al alto ratio de liquidez que se viene observando en el sistema financiero (ver Gráfico VII.10). También se observó otro hecho poco habitual, ya que las entidades financieras no bancarias (EFNB) fueron las principales oferentes del mercado, cosa que no ocurría desde enero de 2006 (ver Gráfico VII.11).



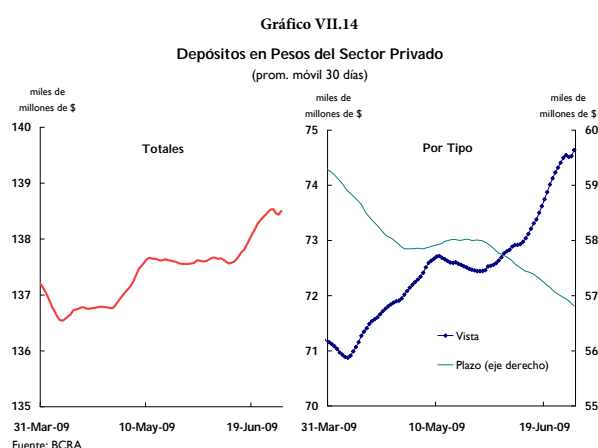
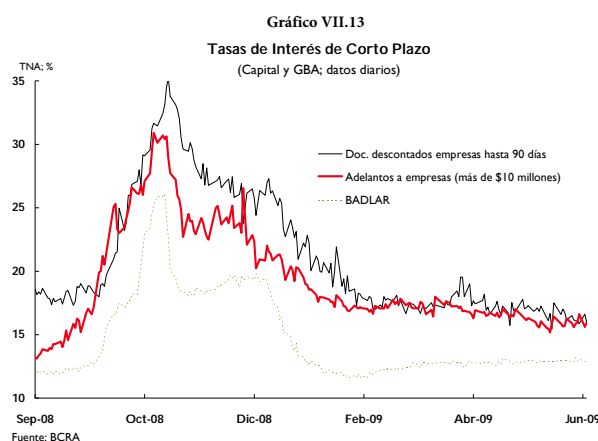
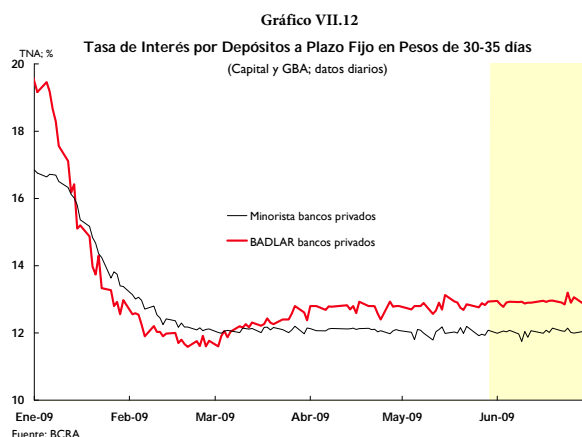
En el caso de las tasas de interés pasivas, el promedio de junio de las tasas de interés pagadas por los bancos privados en el tramo mayorista y hasta 35 días de plazo (BADLAR) se ubicó en 12,9%, 0,7 p.p. menor al registrado en marzo pasado (ver Gráfico VII.12).

Por su parte, las tasas de interés activas, por préstamos al sector privado de corto y mediano plazo, descendieron. La evolución reciente de las tasas de interés ha permitido una gradual pero persistente reducción de los *spreads* bancarios. Al analizar la dinámica relativa de las principales líneas, tanto activas como pasivas, desde el último episodio de *stress*, se puede apreciar que si bien las tasas de interés han bajado respecto del máximo alcanzado, la merma en las tasas de interés pasivas se produjo con mayor velocidad que en las activas, elevándose inicialmente los *spreads* entre ambas. Sin embargo, una vez que las tasas pasivas se estabilizaron, las tasas activas continuaron descendiendo lentamente, disminuyendo gradualmente los *spreads* (ver Gráfico VII.13).



### VII.3 Agregados Monetarios Amplios y Crédito

Durante el segundo trimestre, se observó un comportamiento prudencial en los agentes económicos habitual de períodos preelectorales que se tradujo en una preferencia por activos de mayor liquidez. Sin embargo, la confianza en la moneda y en el sistema monetario y financiero local quedó plasmada en el aumento del total de colocaciones del sector privado no financiero en pesos (ver Gráfico VII.14).



De esta manera, en el segundo trimestre de 2009 el agregado en pesos más amplio, M3, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos, aumentó 1,8% (\$4.860 millones) y finalizó el período con un crecimiento interanual de 5,2%. El incremento trimestral del M3 estuvo compuesto por un alza en los medios de pago y una disminución en los depósitos a plazo de 3,9% (\$3.500 millones).

Los depósitos a plazo fijo, en pesos, del sector privado se contrajeron \$2.460 millones, con reducciones tanto en las colocaciones del segmento mayorista (más de \$1 millón) como en las del minorista (de menos de \$1 millón). También presentaron una disminución los depósitos a plazo fijo del sector público, de \$1.000 millones.

En el segmento en moneda extranjera, los depósitos aumentaron 10%, con incrementos tanto en el sector público como privado. Los correspondientes al sector privado avanzaron US\$660 millones, registrándose subas en los depósitos en caja de ahorros y en las colocaciones a plazo. De esta forma, el agregado más amplio, M3\*, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos y en moneda extranjera, presentó en el segundo trimestre un alza de 3,3%, señal de que el público continúa confiando en la solidez del sistema bancario.

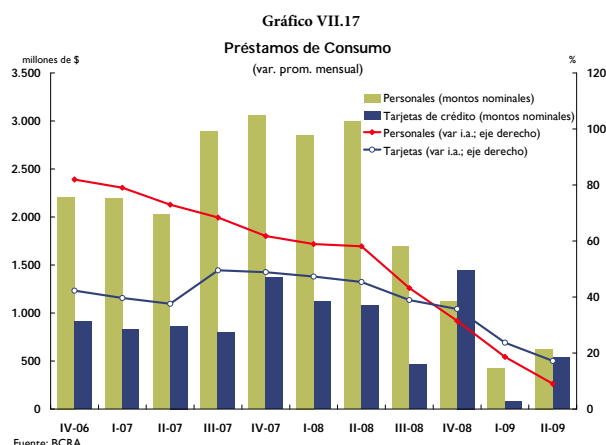
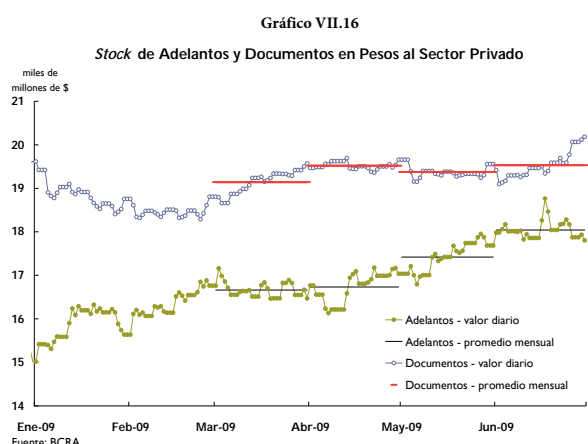
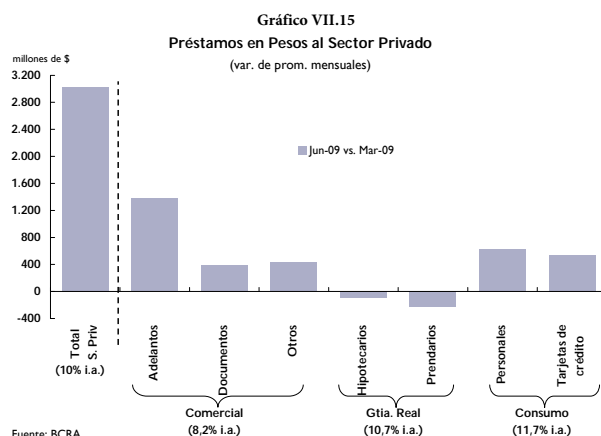
### ***Crédito al Sector Privado<sup>15</sup>***

Los préstamos en pesos al sector privado mostraron en el segundo trimestre de 2009 un mayor dinamismo, aumentando \$3.030 millones (2,8%) y estabilizando su ritmo de expansión interanual en niveles cercanos al 10% (ver Gráfico VII.15). El crecimiento en el período estuvo explicado, fundamentalmente, por los adelantos en cuenta corriente y las financiaciones destinadas principalmente al consumo.

Las líneas más vinculadas con la actividad comercial presentaron en el trimestre un avance de \$2.200 millones (5,4%), variando en términos interanuales 8,2%. Los adelantos en cuenta corriente crecieron \$1.380 millones (8,3%), mostrando un importante dinamismo en un período caracterizado por los fuertes vencimientos impositivos (ver Gráfico VII.16). En tanto, las financiaciones instrumentadas con documentos subieron \$390 millones (2%), destacándose en junio el buen desempeño de los

<sup>15</sup> Al igual que en los trimestres pasados, en los últimos meses se han producido movimientos contables, ocasionados por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros. En el momento de la conformación de un fideicomiso financiero con cartera de préstamos de un banco, esa parte de la cartera se quita del rubro “Préstamos” en el balance y se transfiere al fideicomiso. Análogamente, cuando se transfieren préstamos desde un fideicomiso a la cartera de préstamos de un banco los créditos trasladados se registran en el rubro “Préstamos” del balance. Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por este tipo de operatoria que, si bien altera los saldos contables, no afectan al *stock* de financiaciones otorgadas.





documentos a sola firma y de los documentos descontados. Finalmente, las restantes financiaciones comerciales registraron un crecimiento de \$430 millones (8,4%), impulsadas por el otorgamiento de créditos destinados a obras de infraestructura.

Por su parte, los créditos destinados fundamentalmente al consumo se incrementaron \$1.160 millones (2,7%), creciendo en los últimos doce meses 11,7%. Las financiaciones con tarjetas de crédito avanzaron \$530 millones (3,6%), recuperándose con respecto al trimestre previo (ver Gráfico VII.17). En tanto, los préstamos personales ascendieron \$630 millones (2,3%), principalmente por el gran dinamismo de marzo y abril. Cabe destacar que las licitaciones de fondos efectuadas por la ANSeS con destino a este tipo de préstamos fueron un factor determinante en la evolución de esta línea.

Los préstamos con garantía real disminuyeron en el trimestre \$330 millones (1,3%), creciendo 10,7% respecto de junio de 2008. En este segmento, los créditos prendarios cayeron \$230 millones (3,3%), mostrando una reducción en su ritmo de caída que acompaña la dinámica en las ventas de automotores. En tanto, los préstamos hipotecarios retrocedieron \$100 millones (0,5%).

Finalmente, los préstamos en moneda extranjera al sector privado mostraron un leve retroceso en el último trimestre, de US\$40 millones (0,6%).

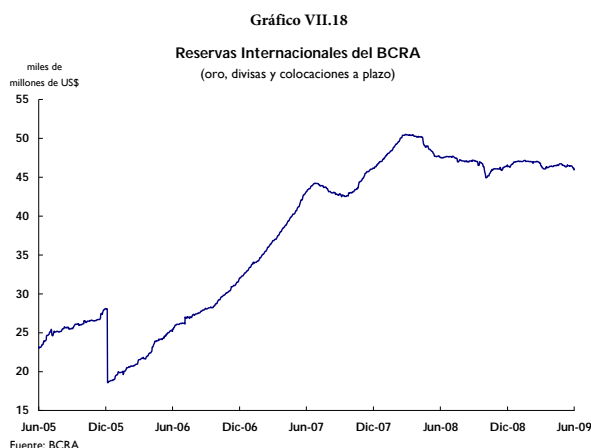
Para los próximos meses se espera que la nueva línea de créditos para la vivienda del Banco Hipotecario, junto con las licitaciones mensuales de *swaps* de tasa de interés fija por variable (BADLAR bancos privados) y las licitaciones de opciones de acceso a pases activos en pesos a tasas prefijadas realizadas por el Banco Central, contribuyan a otorgarle renovado dinamismo a la evolución del crédito.

## VII.4 Mercado de Cambios

El *stock* de Reservas Internacionales totalizó US\$46.026 millones a fin del segundo trimestre del año (ver Gráfico VII.18). Las operaciones del sector público, asociadas a pagos de servicio de deuda denominada en moneda extranjera, fueron el principal factor explicativo de la reducción de US\$483 millones en el trimestre, en tanto las cuentas de efectivo mínimo constituyeron un factor de incremento del *stock* de Reservas, como contrapartida de la suba de depósitos en dólares.

Las Reservas Internacionales han alcanzado un nivel de cobertura nunca visto en Argentina (ver Sección V). Actualmente representan alrededor del 100% del M2



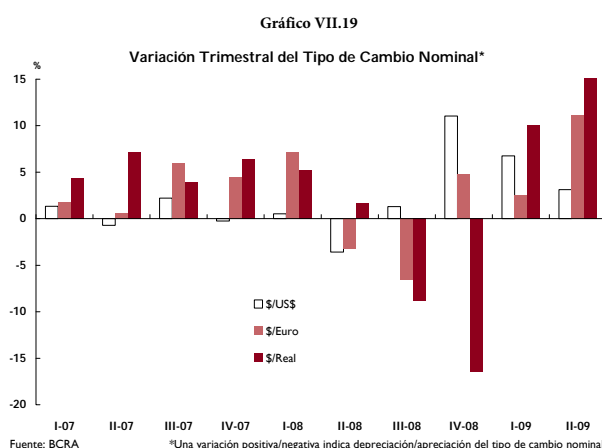


(mientras que en 2001 era cerca de la mitad), y cerca del 40% de la deuda externa total (en 2001 no superaba el 10%). Desde una perspectiva internacional, la comparación resulta satisfactoria: en los países emergentes, las Reservas representan cerca del 20% de los depósitos y el circulante, en tanto, en América Latina la cifra asciende a 28%. Las Reservas Internacionales cumplen un rol preventivo, descartando el éxito de cualquier ataque especulativo en contra del peso.

Adicionalmente, el BCRA ha venido adoptando una estrategia de administración de Reservas Internacionales tendiente a procurar una mayor diversificación, lo cual reduce la vulnerabilidad frente a escenarios de debilitamiento del dólar en relación a otras divisas (ver Apartado 3).

En el mercado de cambios, el peso continuó desaceelerando su depreciación con respecto al dólar estadounidense, cotizando en promedio en junio 3,77\$/US\$, lo cual implicó un alza de 3,1% en el trimestre (ver Gráfico VII.19). En tanto, con respecto al euro y al real el peso aceleró su depreciación, revirtiendo el proceso de apreciación que había experimentado durante 2008. En efecto, las cotizaciones promedio de junio fueron 5,29\$/Euro y 1,92\$/Real, respectivamente, representando un alza de 11,1% y 22% para cada caso en el trimestre.

En términos reales, el peso se depreció 8,3% (mayo vs. marzo), de acuerdo con el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM)<sup>16</sup>. En tanto, en lo que va del año, el peso acumula una pérdida de valor de 14,7% en relación con la canasta compuesta por las monedas de sus principales socios comerciales.

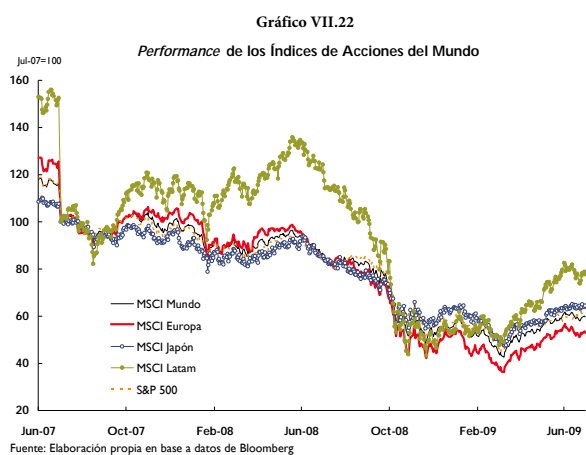
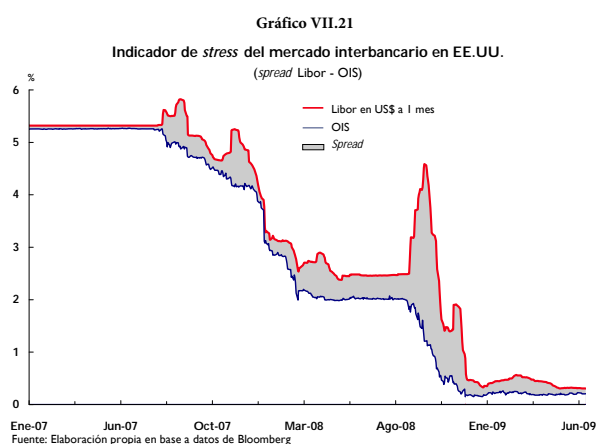
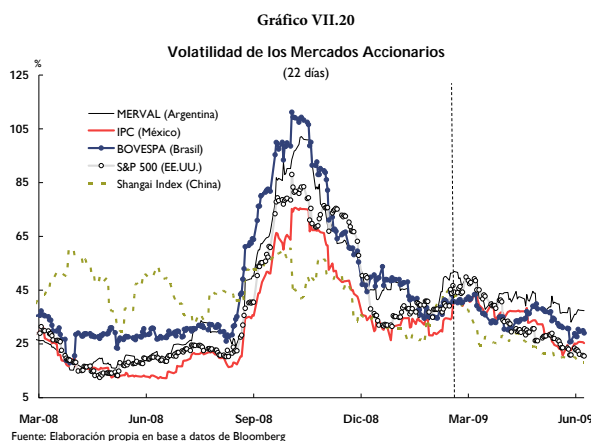


## VII.5 Otros Activos

Durante el segundo trimestre de 2009 se observó una reducción en la volatilidad observada en los mercados de renta variable respecto del pico alcanzado en el cuarto trimestre de 2008, aunque persiste en niveles relativamente elevados (ver Gráfico VII.20). El mismo comportamiento se puede apreciar en otra medida de volatilidad, el VIX (volatilidad esperada del *Standard and Poor's* -S&P-), que tras haber registrado en el último trimestre de 2008 niveles récord, evidenció una disminución de 26 p.p. en el segundo trimestre de este año respecto de esos niveles.

La evolución trimestral de los índices bursátiles fue positiva en el segundo trimestre de 2009 en las principales plazas del mundo por primera vez desde el segundo tri-

<sup>16</sup> Los detalles metodológicos pueden consultarse en [www.bcra.gov.ar/pdfs/indicadores/TCRMMetodologia.pdf](http://www.bcra.gov.ar/pdfs/indicadores/TCRMMetodologia.pdf).



mestre de 2008. Esta mejora en el escenario de la renta variable estuvo ligada a que continuó la descompresión de la situación del sistema financiero norteamericano. En particular, un indicador de esta menor tensión, el *spread* promedio entre la LIBOR (*London InterBank Offered Rate*; para préstamos en dólares a 1 mes) y la tasa del OIS (*Overnight Index Swap*), que es una medida de la percepción de riesgo de contra-parte e iliquidez en el mercado interbancario, se redujo entre el segundo y el primer trimestre de 2009 en 25 p.b. (ver Gráfico VII.21).

El índice *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) *World*, que engloba a la mayoría de las principales bolsas del mundo, tuvo una rentabilidad positiva de 20%. Al analizar la rentabilidad por regiones, se observa que la mejor *performance* se dio en América Latina en donde el MSCI de las bolsas de esta región obtuvo una ganancia de 37%, continuando con el buen desempeño que viene registrando desde el trimestre previo. El MSCI de Japón subió 22,9%, el de Europa 22,8% y el índice de S&P de las 500 empresas de mayor capitalización de EE.UU. (S&P500) se incrementó en 17,8% (ver Gráfico VII.22).

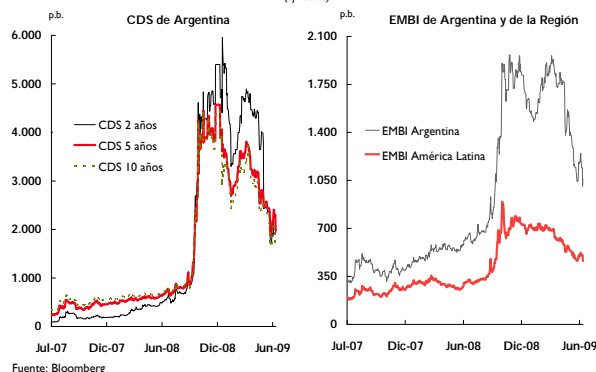
En este marco, el Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL) no fue la excepción, habiéndose incrementado un 41% en el período. Sin embargo, la evolución de la renta variable no fue homogénea en el trimestre dado que el MERVAL registró importantes subas tanto en abril (13,3%) como en mayo (24,5%), mientras que en junio el índice prácticamente no registró cambios (0,1%). Medido en dólares, la evolución del MERVAL fue levemente menos favorable, al haber aumentado 38,1% debido a la depreciación del peso.

El volumen negociado durante el trimestre en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) fue de \$46 millones promedio diario (\$11 millones superior al del trimestre anterior pero la mitad que en igual trimestre de 2008).

A la par de la mejora en la renta variable se observó una evolución positiva en la cotización de los títulos públicos. Las cotizaciones de los títulos públicos argentinos, resumidas por el índice de bonos (en pesos) que elabora el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC), se incrementaron 68,1% durante el trimestre, mientras que medidas en dólares tuvieron un aumento de 64,7%.

En este marco, el *spread* de los títulos públicos externos de América Latina, medido por el *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI+) Latam, exhibió una reducción de 231 p.b. en el trimestre. El mismo comportamiento se observó para los países emergentes en general, con una caída de 212 p.b. del EMBI+. En tanto, el *spread* de Argentina se redujo en 832 p.b., mientras que el de Brasil lo

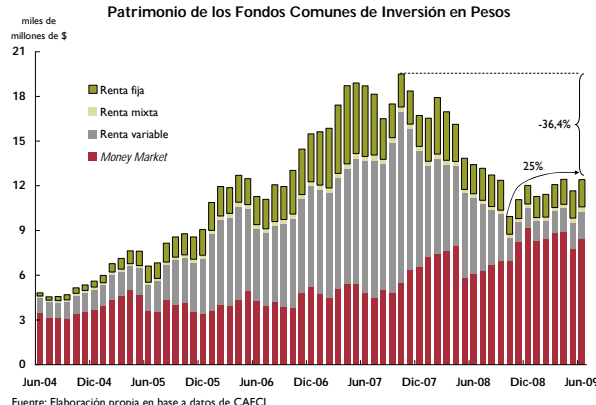
Gráfico VII.23  
Indicadores de Riesgo Soberano  
(spreads)



hizo en 141 p.b.. Respecto de los contratos de *Credit Default Swaps* (CDS) se observó que el *spread* de los correspondientes a Argentina a 5 años disminuyeron en 1.769 p.b. y el *spread* de los CDS de Brasil a igual plazo hicieron lo propio en 148 p.b. (ver Gráfico VII.23).

En el segundo trimestre, los Fondos Comunes de Inversión (FCI) en pesos experimentaron un leve aumento en su patrimonio. El mismo se ubicó en un monto superior a \$12.400 millones, un 2,7% por encima del nivel registrado en marzo de 2009 y un 25% mayor al mínimo registrado en octubre de 2008. Sin embargo, todavía no se recuperó totalmente de la caída evidenciada desde los inicios de la crisis financiera internacional y actualmente se encuentra 36,4% por debajo del máximo alcanzado en octubre de 2007 (ver Gráfico VII.24).

Gráfico VII.24  
Patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión en Pesos

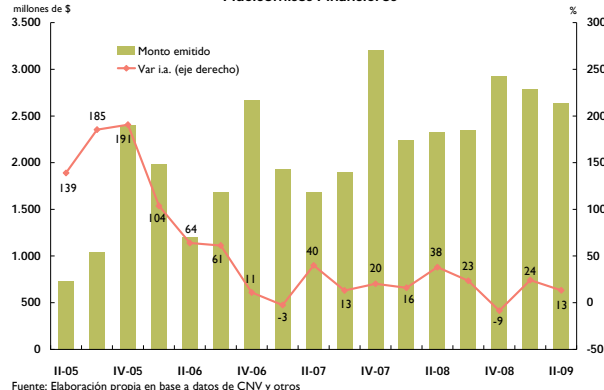


Analizando la estructura por tipo de fondos, la mayor variación positiva trimestral (27%) la registró el segmento de renta variable. Esto se debió a que los niveles superiores en los precios de sus cuotapartes aumentaron cerca de un 30% en lo que va de 2009, llegando a un patrimonio de \$1.810 millones.

Por otro lado, los fondos de renta mixta y fija también mostraron subas. Ambos impulsados tanto por mayores precios y cantidades de cuotapartes, aumentaron 14% y 19% y alcanzaron montos de \$290 y \$1.826 millones, respectivamente. Mientras tanto, los *money markets* experimentaron una leve disminución del 4% trimestral situándose en aproximadamente \$8.500 millones.

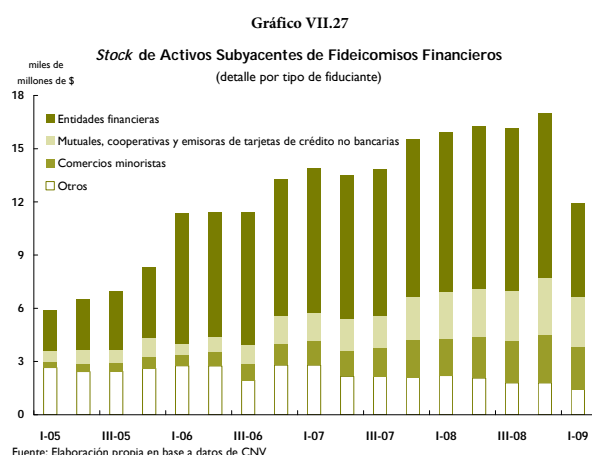
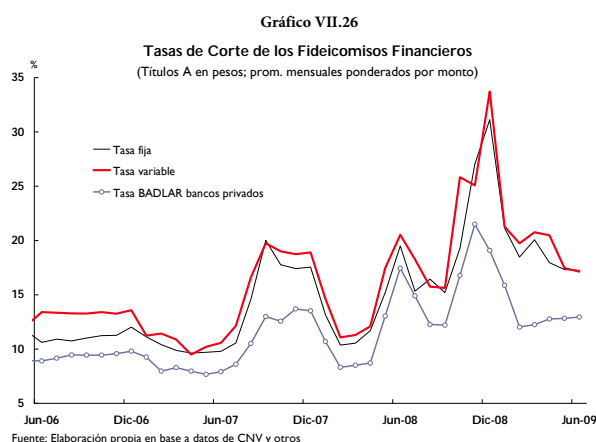
Los FCI en moneda extranjera se ubicaron en \$1.500 millones, registrando un aumento de 25% con respecto al trimestre previo. Esta fuerte suba se explica por los segmentos de renta variable, fija y mixta que mostraron alzas de más de 23% cada uno, con fuertes incrementos en el nivel de precios de las cuotapartes.

Gráfico VII.25  
Fideicomisos Financieros



Las emisiones de Fideicomisos Financieros (FF) totalizaron \$2.636 millones en el segundo trimestre del año, retrocediendo 6% frente al trimestre anterior (ver Gráfico VII.25), no obstante, en términos interanuales mostraron un aumento de 13% (\$309 millones). En mayo se registró el menor monto de los últimos cuatro años, mientras que al mes siguiente se alcanzó un máximo histórico, producto de la colocación de un FF del sector público destinado a financiar proyectos de infraestructura vial, que explicó más del 80% del total emitido en dicho mes.

Los principales fiduciarios fueron el sector público (57% del total), seguido por las mutuales, cooperativas y emisoras no bancarias de tarjetas de crédito, quienes redujeron el monto titulizado en 41% respecto del trimestre



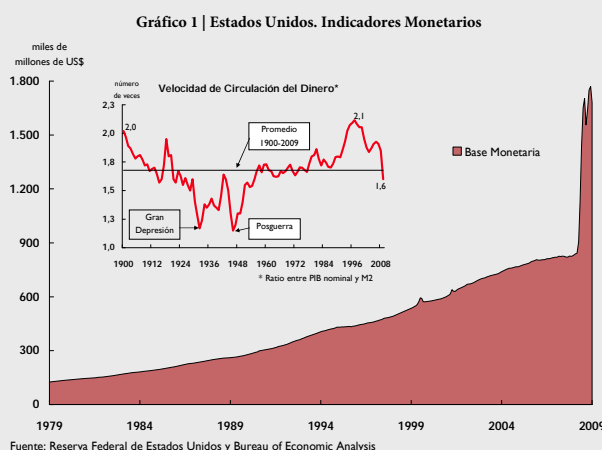
anterior, y por los comercios minoristas (15% del total en cada caso). Por su parte, las entidades financieras, que también registraron una importante retracción en sus titulizaciones (-36% respecto al primer trimestre del año), fueron fiduciantes del 13% de las securitizaciones.

Las tasas de interés de corte de los títulos *senior* se ubicaron en niveles inferiores a los del trimestre anterior. En efecto, la tasa de interés (promedio ponderada por monto) de los títulos con rendimiento variable finalizó el trimestre en 17,1%, 4 p.p. por debajo de la de marzo mientras que la de los títulos adjudicados a tasa fija alcanzó a 17,3%, con una disminución de 3 p.p. (ver Gráfico VII.26). En cuanto a la *duration* (promedio ponderado por monto) de los títulos *senior*, debido a la aparición de activos de más largo plazo como subyacentes, se incrementó significativamente, situándose en 45,8 meses. No obstante, si no se consideran las colocaciones de infraestructura del sector público, la *duration* se ubicó en 4,7 meses, 10 meses por debajo de la registrada el trimestre previo.

El *stock* de activos de los FF, de acuerdo a la última información de balance correspondiente a marzo de 2009, se ubicó en \$11.925 millones, el menor monto desde fines de 2006, con una caída de 30% respecto al trimestre anterior y de 25% respecto a marzo de 2008 (ver Gráfico VII.27). Esta disminución se explica, principalmente, por la reducción en el *stock* de activos de FF con préstamos garantizados como subyacentes, lo cual estuvo relacionado con el canje de deuda que realizó el Tesoro Nacional (TN) a inicios del presente año. Los principales fiduciantes del *stock* en circulación continuaron siendo las entidades financieras (44% del total), aunque perdieron participación con respecto al mes anterior debido a que prácticamente la totalidad de los FF con préstamos garantizados como subyacentes habían sido securitizados por bancos. Por su parte, las mutuales, cooperativas y emisoras de tarjetas de crédito y los comercios minoristas participaron del *stock* en circulación de los FF en 24% y 20%, respectivamente.

## Apartado 3 / ¿Dejará el dólar de ser la moneda de reserva internacional?

Durante los últimos meses, varios factores contribuyeron a aumentar las expectativas de una paulatina pérdida del valor del dólar estadounidense. En este marco, se intensificó el debate en torno a la hegemonía de esta moneda como divisa internacional. La sustitución podría implicar importantes cambios en la estructura económica y política mundial, por lo que debe analizarse cautelosamente. Si bien el dólar estadounidense seguiría manteniendo el liderazgo a nivel global, a futuro tendrá que compartir el escenario mundial con divisas regionales fuertes, como el yuan chino, el euro y el yen. Sin embargo, el proceso de surgimiento de nuevas divisas centrales podría resultar extremadamente lento.



Luego de la crisis de 1929 se verificaron múltiples devaluaciones competitivas y fuertes caídas del volumen de comercio mundial. La búsqueda de monedas de reserva internacional ha formado parte del debate económico global. Por ejemplo, tras el abandono del patrón oro, el mismo J. M. Keynes propuso, aunque sin éxito, la creación de una moneda internacional anclada en una canasta de 30 *commodities*. Recién en 1944, con el acuerdo de Bretton Woods, se fortaleció el dólar como divisa internacional de intercambio y reserva, desempeñando hegemoníicamente ese rol hasta la actualidad. Prueba de la supremacía fue que ante el abandono del patrón oro en 1971 las principales monedas del mundo transitaron regímenes cambiarios flexibles y de todas formas el dólar no perdió credibilidad, sino que se vio fortalecido.

Sin embargo, recientemente se intensificó el debate acerca del rol del dólar estadounidense en el escenario mundial. En primer lugar, existe una creciente preocupación de las economías que han acumulado cantidades significativas de activos denominados en dólares, como Reservas Internacionales y fondos soberanos de inversión, debido a que podría verificarse una pérdida de poder de compra del dólar y, consecuentemente, destrucción de activos de estos

países. Adicionalmente, existen inquietudes asociadas a la ampliación de las necesidades de financiamiento público de las economías avanzadas (especialmente del Tesoro de Estados Unidos) en un marco de fuerte expansión monetaria (ver Gráfico 1). Asimismo, la corrección a la baja de las perspectivas de la deuda del Reino Unido por parte de las calificadoras de riesgo desató temores acerca de una eventual decisión similar para otras economías desarrolladas. Finalmente, ante un entorno relativamente menos volátil y con cierta recomposición en el apetito por el riesgo, en un contexto de rendimientos bajos, el proceso de *flight to quality* fue perdiendo fuerza. A estos factores coyunturales se suman los conflictos de intereses creados en torno a la distribución de los beneficios asociados a la capacidad de señoreaje<sup>17</sup> que actualmente tiene Estados Unidos por ser el emisor monopólico de la moneda de reserva internacional, y la incompatibilidad entre el objetivo de política monetaria doméstica y la provisión de liquidez internacional.

Hay diferentes escenarios a lo largo de los cuales el dólar podría dejar de ser la moneda de reserva dominante, aunque siga siendo la divisa central en el sistema monetario internacional. El primer camino posible es a través de un proceso espontáneo impulsado por la reducción de la demanda de activos de reserva denominados en dólares dirigida por el mercado, junto con la correspondiente disminución de su utilización en el comercio internacional, incluida la práctica de la facturación en dólares, que debilitaría su función como unidad de cuenta. Otra vía posible sería que el proceso se lleve a cabo a través de un esfuerzo coordinado a nivel mundial (multilateral); esto evitaría eventuales factores de inestabilidad financiera, previniendo una forma desordenada de rebalanceo de los desequilibrios globales.

Al mismo tiempo, la creciente relevancia de los países emergentes en la economía global revela la necesidad de una mayor participación de los mismos en el proceso de toma de decisiones de política a nivel internacional. De este modo, la aparición de nuevos e importantes actores del mundo emergente caracteriza a este proceso como multi-polar y complejo.

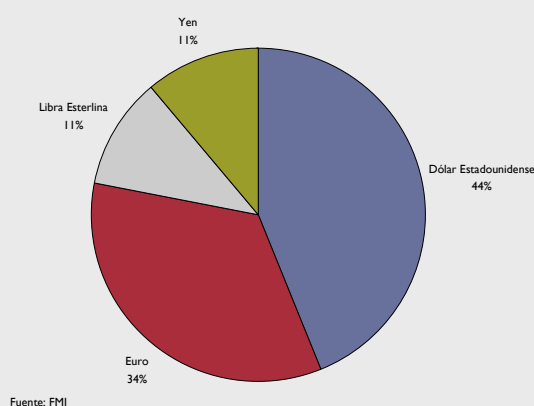
En este sentido, recientemente algunas economías emergentes propusieron ampliar el rol de los Derechos Especiales de Giro (DEGs), moneda de reserva utilizada por el Fondo Monetario Internacional (FMI), como divisa de uso internacional.

Los DEGs, surgidos en 1969, están compuestos en la actualidad por una canasta de cuatro monedas (dólar, euro, libra

<sup>17</sup> Se entiende por señoreaje al flujo de bienes y servicios que se obtiene por la capacidad de emisión monopólica de dinero.

esterlina y yen; ver Gráfico 2). Una de las ventajas de impulsar los DEG como moneda de reserva internacional consiste en permitir a los bancos centrales distribuir entre distintas monedas los riesgos de sus carteras. En efecto, esta transición podría ser más ordenada, ya que debido a la participación del dólar dentro de este instrumento, posibilitaría una diversificación gradual de la composición de las reservas internacionales. Asimismo, si se acordara un mecanismo creíble para incrementar la oferta de DEG (en función del crecimiento mundial de la economía y otros factores relevantes), administrada por un organismo independiente que haga las veces de banco central mundial con objetivos globales, podría disminuirse significativamente la necesidad percibida de acumulación prudencial de reservas por parte de los países emergentes. Esta institución podría proveer, con pautas objetivas, la liquidez necesaria a los países, evaluando las condiciones coyunturales imperantes.

Gráfico 2 | Composición de los Derechos Especiales de Giro



En la actualidad, ninguna moneda podría reemplazar por sí sola al dólar. Por ejemplo, el euro aún no logró una participación significativa en los flujos financieros y comerciales internacionales. El yuan, por su parte, no podría por el momento suplir al dólar estadounidense debido a que contiene un elevado nivel de regulación cambiaria, lo que dificulta claramente su rol a nivel internacional y plantea un enorme desafío estratégico para China si se propone incrementar su poder económico y político a nivel global.

Sin embargo, diferentes divisas a nivel regional podrían ir ganando espacio en las transacciones comerciales, sustituyendo al dólar como medio de cambio. De este modo, el comercio intrarregional llevaría a determinadas monedas regionales a adquirir mayor relevancia. Esto no quiere decir que estas monedas reemplazarán al dólar, sino que la divisa norteamericana deberá convivir con las mismas.

Aunque la discusión acerca de la continuidad del liderazgo del dólar estadounidense como divisa internacional tiene antecedentes previos a la crisis actual, se intensificó en los últimos meses. En efecto, los devastadores efectos de la coyuntura internacional actual enriquecieron el debate. Las principales alternativas plausibles comprenden una evolución del dólar dejando de constituirse como moneda de reserva dominante, aunque continuaría siendo la divisa central del sistema monetario internacional. A un ritmo paulatino, el dólar estadounidense podría compartir su protagonismo tanto con las principales monedas regionales como con una eventual alternativa de coordinación multilateral que amplíe el rol que actualmente desempeñan los DEG en la arquitectura financiera global. La sustitución también implicaría significativos cambios en la estructura política y económica internacional.



## VIII. Inflación

### VIII.1 Síntesis

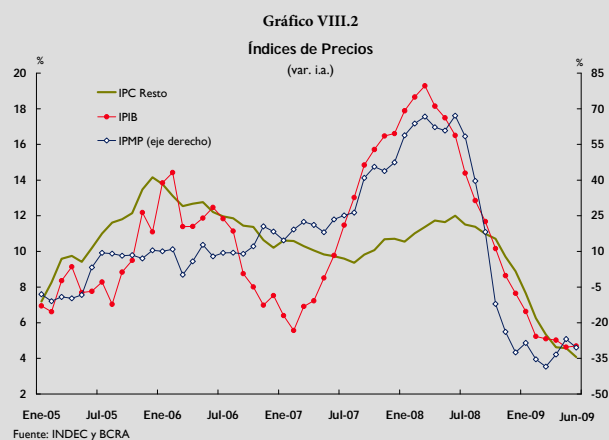
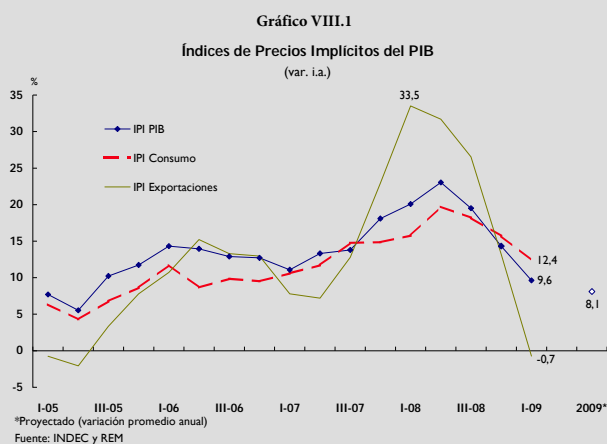
Las tasas de crecimiento de los distintos indicadores de precios y costos sectoriales disponibles continuaron moderándose en el segundo trimestre de 2009, presentando en general alzas inferiores a las verificadas en 2008, en un marco de desaceleración económica y limitadas presiones externas por parte de los precios internacionales de los commodities.

La desaceleración observada a nivel minorista se desprende mayormente de la evolución de los precios de los bienes, que están aminorando su ritmo de aumento desde mediados de 2008. Este menor dinamismo responde en mayor medida al comportamiento de los alimentos frescos, ya que los shocks de oferta que operaron a inicios de 2008 no se repitieron en el primer semestre de 2009. En tanto, la presión alcista proveniente de los servicios está disminuyendo en el margen, dado que los incrementos en algunas tarifas estarían reduciendo su frecuencia.

Por su parte, los precios mayoristas continúan con la moderación que exhiben desde el segundo trimestre de 2008. En particular, se aprecia una desaceleración de los precios de los Productos manufacturados, a lo que se agregan reducidas presiones por el lado de los Productos primarios, si bien comenzaron a recuperarse luego de haber registrado caídas interanuales en los últimos meses de 2008 e inicios de 2009, en línea con el comportamiento de las cotizaciones de las materias primas a nivel internacional. Paralelamente, el Índice de Costos de la Construcción (ICC) sigue aminorando su tasa de incremento, acompañando el menor dinamismo de la actividad sectorial.

Un indicador de precios más amplio, como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, también se mantuvo en la senda descendente en lo que va de 2009 y continuaría moderándose hacia fin de año, según se desprende del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). A nivel desagregado, la mayor moderación se observa en los precios implícitos de las Exportaciones, mientras que los del Consumo Privado muestran una corrección menos marcada.

En adelante, la desaceleración de la inflación podría profundizarse, aunque la evolución futura de los precios seguirá influenciada por la convergencia de las políticas fiscal, de ingresos (en particular la salarial) y de competencia, junto a la política monetaria que viene ejecutando el Banco Central.





## VIII.2 Precios Minoristas

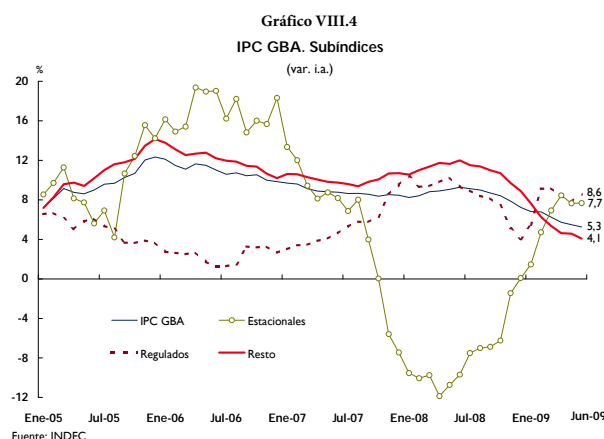
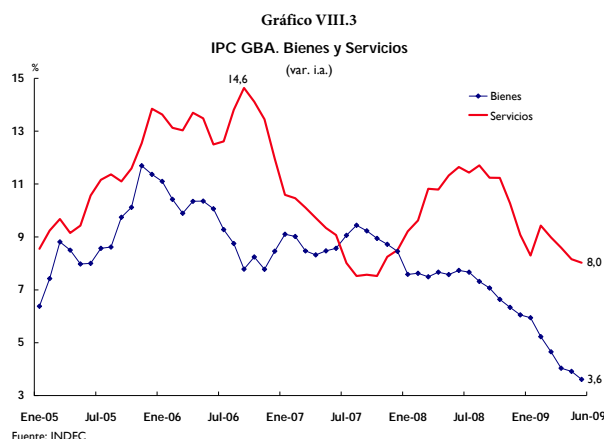
En un contexto de desaceleración de la actividad económica y precios internacionales de las materias primas inferiores a los niveles del año pasado, el ritmo de crecimiento de los precios minoristas continúa en desaceleración. Así, en general, los distintos indicadores de precios disponibles actualmente presentan variaciones interanuales menores a las registradas en 2008. Este fenómeno responde mayormente a la importante reducción en la tasa de crecimiento observada en el caso de los bienes (en particular de los alimentos), mientras que en los servicios aún se verifica un ritmo de subas similar al de fin de 2008 (ver Gráfico VIII.3).

En particular, el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA), en el segundo trimestre de 2009 siguió aminorando su crecimiento interanual (i.a.), como se viene verificando desde mediados de 2008.

A nivel de subíndices<sup>18</sup> se destaca la evolución del componente Resto al ser el que exhibe la moderación más marcada, permaneciendo como el subíndice de menor aumento acumulado en doce meses (ver Gráfico VIII.4).

Contrariamente, los precios Regulados (o con alto componente impositivo) mantienen un elevado nivel de subas interanuales, apuntalados por aumentos en tarifas de servicios públicos realizados en el último trimestre de 2008 y en el inicio de 2009, tanto en la electricidad y el gas, como en el transporte urbano de pasajeros<sup>19</sup> (ver **Informe de Inflación** anterior). En tanto, en el segundo trimestre de 2009 no se verificaron alzas en servicios regulados, permitiendo cierta desaceleración del subíndice en el margen, pero se registraron incrementos en algunos bienes, como los cigarrillos y las naftas<sup>20</sup>, otorgando sostén al ritmo de subas de los precios Regulados.

Por otro lado, dentro del subíndice Estacionales (que incluye ítems con marcada estacionalidad y/o volatilidad en sus precios), los componentes de Indumentaria y Transporte por turismo explican la mayor parte de la suba (aunque a una tasa inferior a la de 2008), cuyo efecto se ve morigerado parcialmente por el menor ritmo de

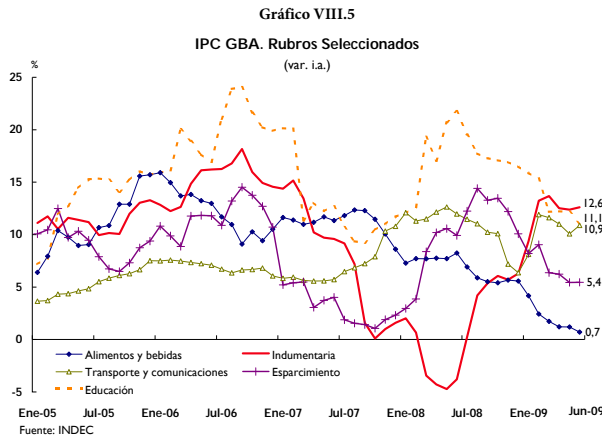


<sup>18</sup> En el presente capítulo, para la apertura del IPC GBA por subíndices (IPC Resto, Estacionales y Regulados) se procedió a empalmar las series históricas (base 1999 = 100) con las variaciones mensuales publicadas a partir de abril de 2008, cuando la nueva base pasó a ser abr-08 = 100.

<sup>19</sup> En el último trimestre de 2008 entraron en vigor incrementos en las tarifas de electricidad y gas para algunos tramos de consumo con aumentos promedio de entre 8% y 35%. En enero de 2009 se implementaron subas de entre 18% y 25% en trenes, colectivos y subtes, y de entre 52% y 117% en algunos peajes de acceso a la Ciudad de Buenos Aires.

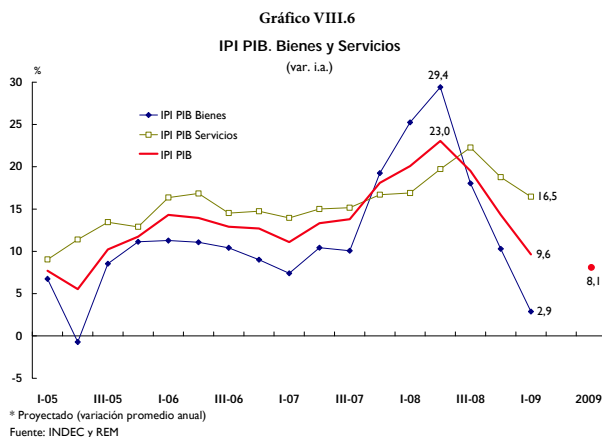
<sup>20</sup> Según datos de la Secretaría de Energía, los precios en surtidor de los combustibles para transporte (GNC, gasoil y nafta) en 2009 presentan un ritmo de incremento por sobre el 30% i.a., llegando a casi 40% i.a. en marzo y abril, mientras que en 2008 exhibieron una tasa de aumento promedio inferior al 20% i.a., tras crecer en torno a 4% i.a. en 2007.

crecimiento de los precios de alimentos frescos como frutas y verduras (ver Gráfico VIII.5).



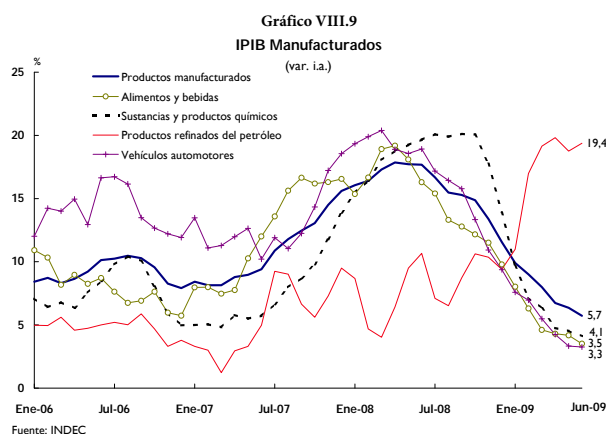
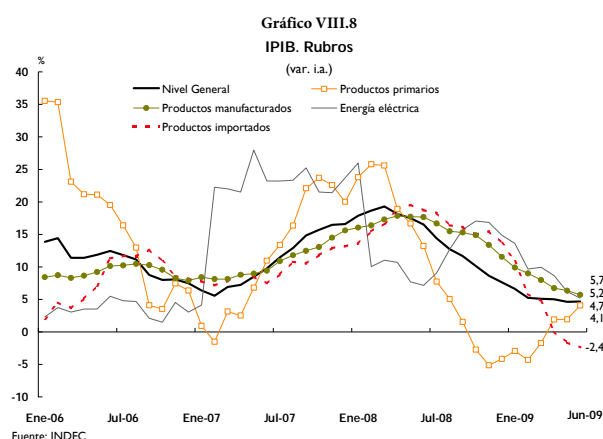
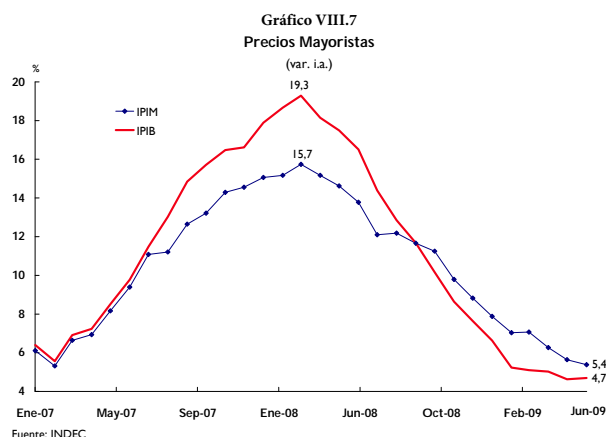
En este sentido, a nivel de rubros los Alimentos y bebidas (que son los que cuentan con mayor participación en la canasta del IPC GBA) continuaron con la sostenida reducción en sus tasas de incremento en el segundo trimestre del año, ayudados por la ausencia de problemas en la oferta local como los del primer semestre de 2008. A lo anterior se agrega la limitada presión externa proveniente de las materias primas agropecuarias, dado que sus cotizaciones internacionales aún no se recuperaron completamente de la caída desde los máximos de 2008.

Considerando un indicador de precios más amplio, como el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, se observa una situación similar. En el primer trimestre de 2009 se elevó 9,6% i.a., continuando con la desaceleración registrada desde el pico de 23% i.a. marcado en el segundo trimestre de 2008. En el desagregado, la mayor moderación se verifica en la tasa de variación del IPI de Exportaciones que, luego de alcanzar un máximo a inicios de 2008, descendió abruptamente llegando a tasas negativas en el primer trimestre de 2009, en línea con la evolución de las cotizaciones de las materias primas que exporta el país (ver Sección II). En tanto, el IPI del Consumo Privado también muestra una corrección, aunque de menor magnitud, llegando a 12,4% i.a. en el primer trimestre. En lo que resta del año se prevé que el IPI del PIB profundice el descenso en su ritmo de suba y marque un alza de 8,1% en promedio, según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM; ver Gráfico VIII.1).



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

En adelante, la desaceleración de los precios podría profundizarse, considerando la evolución de la demanda interna, a la vez que no se prevé que las cotizaciones de las materias primas aumenten significativamente en el corto plazo respecto de los niveles actuales. Con todo, la evolución futura de la inflación seguirá estando influida por la convergencia de las políticas fiscal, de ingresos (en particular la salarial) y de competencia, junto con la política monetaria ya ejecutada por el Banco Central.



### VIII.3 Precios Mayoristas

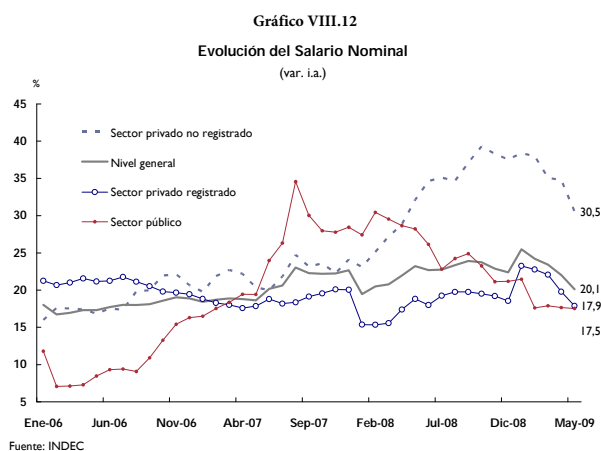
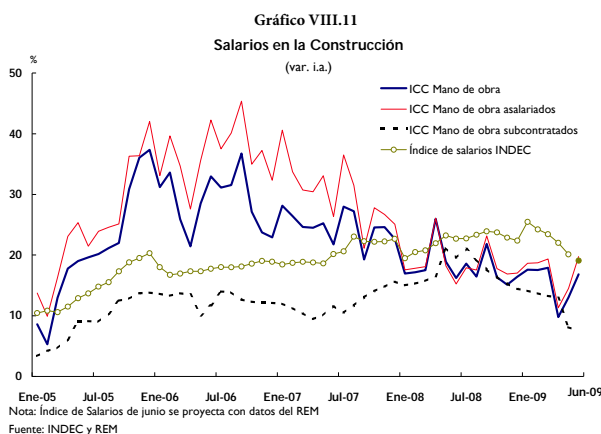
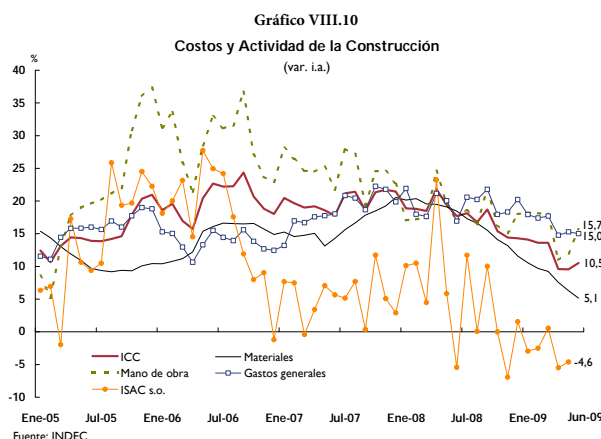
Los precios mayoristas continúan con el menor dinamismo que exhiben desde el segundo trimestre de 2008, al igual que lo sucedido con los precios minoristas, ante reducidas presiones por el lado de los Productos primarios y una desaceleración del ritmo de incremento de las cotizaciones de las Manufacturas (ver Gráfico VIII.7).

Los Productos primarios aumentaron moderadamente en términos interanuales, luego de caer en los últimos meses de 2008 e inicios de 2009. Esto refleja, en parte, una recuperación parcial de los precios agrícolas, después de las importantes bajas de fines de 2008, en línea con los mercados mundiales (ver Sección II). Así, los precios de los cereales y oleaginosas se encuentran por sobre los niveles de fines de 2008, y presentan caídas interanuales menos pronunciadas. En cambio, las cotizaciones del sector ganadero profundizan su descenso i.a., principalmente por menores precios del ganado en pie, que acompañan un alza en las cabezas comercializadas, reduciendo el *stock* ganadero.

Los precios del petróleo y gas pagado por las empresas en el mercado interno subieron desde comienzos del año, evolucionando con los mercados internacionales. El precio del barril de petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) llegó a US\$69,7 en junio tras haber tocado un piso de US\$39,4 en febrero (ver Sección II).

Por su parte, los Productos manufacturados continúan moderando su trayectoria, al presentar actualmente el crecimiento interanual menos pronunciado desde inicios de 2004, dada la menor presión de la demanda interna y externa (ver Gráfico VIII.8). Esta situación responde, por un lado, a la evolución de los precios de los *commodities* agrícolas que determinaron menores costos para los precios de los Alimentos y bebidas, siendo éste uno de los rubros con mayor incidencia en la desaceleración de los precios mayoristas. Le sigue en importancia la pérdida de dinamismo de los precios de los vehículos automotores, las sustancias y productos químicos, como los fertilizantes, los productos de caucho y plástico y los productos metálicos básicos, en línea con el comportamiento de la demanda interna. La excepción la conforman los Productos refinados del petróleo, al elevar su crecimiento interanual en lo que va de 2009, representando la evolución de los precios de los combustibles en el mercado interno, sobre el que operan diferentes regulaciones (ver Gráfico VIII.9).

Los precios de los Productos importados muestran caídas, a partir de bajas en los precios de los bienes tanto de origen agropecuario como industrial.



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

#### VIII.4 Costos de la Construcción

En un marco de contracción de la actividad sectorial y menores presiones externas sobre algunos insumos, el Índice de Costos de la Construcción (ICC) también sigue una tendencia descendente en su ritmo de aumento (ver Gráfico VIII.10 y Sección III).

Los precios de los Materiales son los que están encabezando la desaceleración, al presentar el menor crecimiento en términos interanuales, dada la combinación de una paulatina retracción de la demanda sectorial con costos aún bajos de los items con alto componente de *commodities*, como el hierro y los productos de cobre, cuyas cotizaciones retrocedieron marcadamente respecto de los máximos alcanzados un año atrás.

Por su parte, los costos de la Mano de obra en general muestran una tendencia descendente en su tasa de crecimiento interanual aunque en el margen elevaron su ritmo dado que se firmó una nueva escala salarial el 29 de mayo de 2009<sup>21</sup>. De todos modos, la variación del componente de Mano de obra resulta inferior a la tasa de incremento exhibida por el índice de salarios del INDEC, que capta salarios de la economía en general (ver Gráfico VIII.11).

Por último, los Gastos generales, componente que refleja precios de distintos servicios de la actividad de construcción, resultan el componente con la suba más pronunciada, ya que éstos contienen un efecto rezagado proveniente de las obras ya en curso.

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

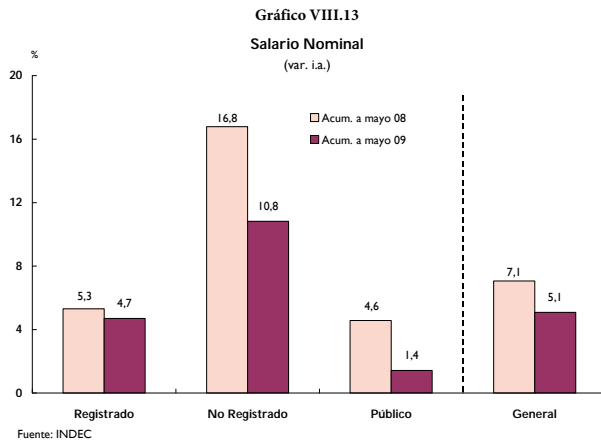
#### VIII.5 Salarios

Los salarios nominales continúan creciendo, aunque mostrando un menor ritmo de expansión en lo que va de 2009 en relación a los años previos, en un contexto de desaceleración de la inflación y de la actividad económica.

Dentro del mercado laboral se mantiene el comportamiento diferenciado en las remuneraciones entre los dis-

<sup>21</sup> La Resolución S.T. N° 618/2009 establece nuevos valores salariales para las categorías previstas en el Convenio Colectivo de Trabajo N° 76/75, junto con una gratificación no remunerativa por única vez.

tintos segmentos. El sector privado no registrado sigue evidenciando el mayor incremento salarial aunque no escapa a la caída generalizada en el ritmo de crecimiento. En efecto, en mayo tuvo una baja con respecto al mes anterior por primera vez en tres años (ver Gráfico VIII.12).



Por su parte, las remuneraciones del sector formal presentan aumentos más moderados que el informal, impulsados principalmente por el sector privado. Asimismo, las subas observadas en lo que va de 2009 son inferiores a las registradas en iguales períodos de años previos, como resultado de menores incrementos pactados en las negociaciones. Una situación similar presentan los empleados del sector público, tanto de la administración nacional como de las provincias (ver Gráfico VIII.13).

A su vez, como reflejo de la nueva coyuntura del mercado laboral, se han observado distintas modalidades de negociación dentro del sector privado. Varios de ellos acordaron un mayor escalonamiento en las subas salariales, mientras que otros pactaron sumas fijas no remunerativas y pospusieron las negociaciones hacia la segunda mitad del año.

De todos modos, a partir de los avances evidenciados hasta el momento y los signos de debilidad del mercado laboral, se prevé que los salarios finalicen 2009 con una menor expansión que en los años anteriores.

## IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

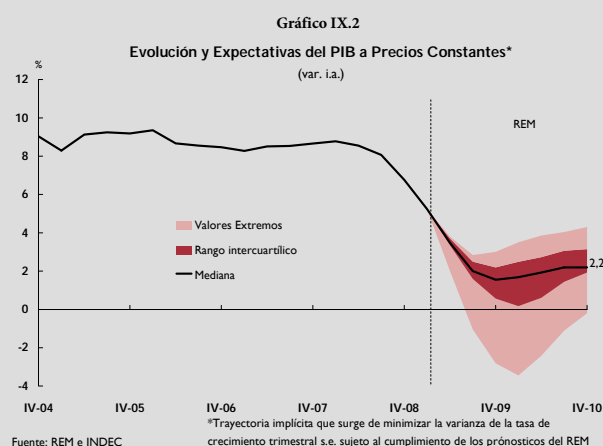
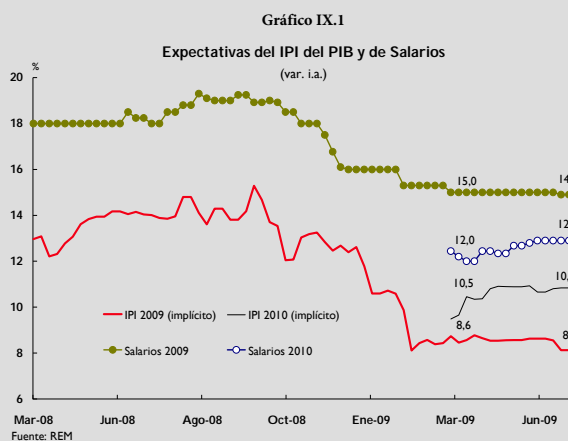
### IX.1 Síntesis

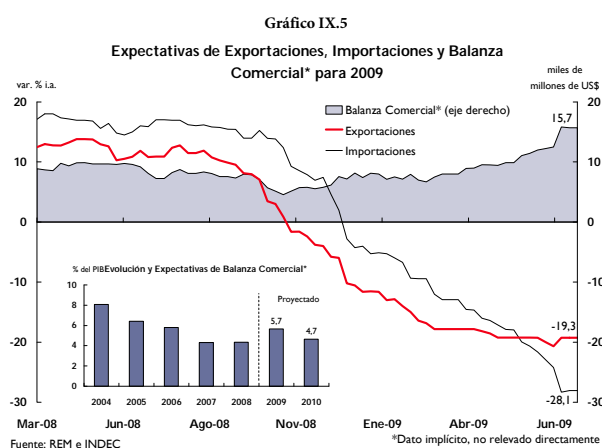
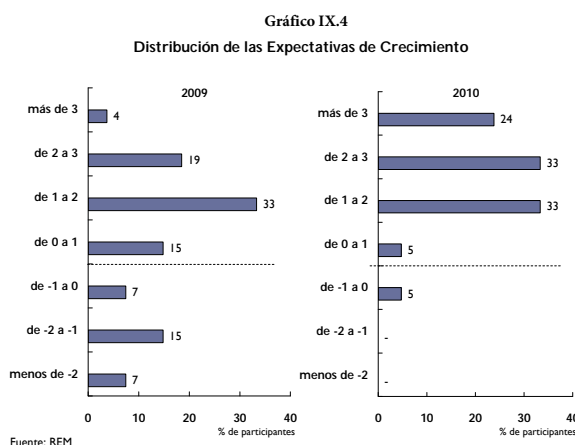
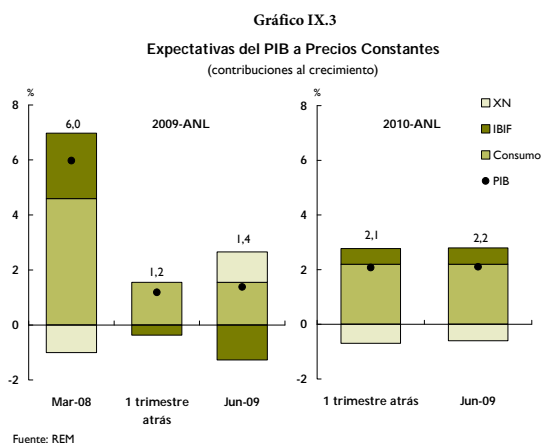
Durante el segundo trimestre de 2009, las expectativas de crecimiento se incrementaron ligeramente tanto para 2009 como para 2010. Para el corriente año el alza se explica por un aumento de la contribución de las Exportaciones Netas (XN) que más que compensó el menor aporte negativo de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), en tanto que para el año próximo se debe a una menor contribución negativa de las XN. Por su parte, las proyecciones del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB para el año en curso se contrajeron a 8,1%, mientras que se incrementaron a 10,8% para 2010. En igual sentido fueron revisados los pronósticos de variación salarial, disminuyendo a 14,9% para 2009 y aumentando a 12,9% para el año venidero.

Las previsiones de tasas de interés tuvieron un comportamiento dispar para los dos períodos anuales relevados. En términos generales, las perspectivas de tasas privadas fueron corregidas a la baja y las correspondientes a la tasa de interés de Letras del Banco Central (LEBAC) en pesos a un año lo hicieron en sentido inverso. Por otro lado, y contrariamente a lo que venía sucediendo desde mediados del año pasado, fueron ajustadas al alza las expectativas de depósitos, mientras que las proyecciones de préstamos mantienen la tendencia descendente. La mediana de las estimaciones del agregado monetario M2 para el año en curso disminuyó nuevamente, a \$190.000 millones, manteniéndose dentro del rango previsto en el Programa Monetario (PM) 2009 aunque muy cerca del límite inferior, en tanto permanecieron inalterados los pronósticos del Tipo de Cambio Nominal para diciembre del corriente año y del próximo.

Se registró un marcado incremento de las expectativas de Balanza Comercial implícita para el presente año respecto de lo proyectado en el último **Informe de Inflación**, de manera que superarían los valores de 2008. Nuevamente el ajuste se explica por una corrección a la baja de las proyecciones de Importaciones superior a la evidenciada sobre las Exportaciones. En igual sentido fueron revisadas las estimaciones para el año próximo, aunque tal comportamiento estuvo explicado por un ajuste al alza de las previsiones de ventas externas mayor al que registraron las compras externas. Del mismo modo, fueron corregidas al alza las perspectivas de saldo de la Cuenta Corriente para los dos períodos anuales relevados, así como también las correspondientes al stock de Reservas Internacionales previsto para diciembre de 2009 y para fines de 2010. Implícitamente, los participantes prevén un déficit de la Cuenta Capital y Financiera tanto para el corriente año como para el que viene.

Por último, las proyecciones de Recaudación tributaria nacional se mantuvieron relativamente estables en torno a 27% del PIB para los dos períodos anuales relevados, en tanto persiste la tendencia descendente evidenciada en las expectativas de Resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) desde fines del año pasado, las cuales se ubican en 1,6% del Producto para el corriente año.





## IX.2 Evolución y Principales Resultados<sup>22</sup>

Durante el segundo trimestre, las estimaciones de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB<sup>23</sup> para el corriente año se contrajeron 0,5 puntos porcentuales (p.p.) a 8,1%, en tanto se incrementaron 0,3 p.p. a 10,8% para el año próximo. Igual comportamiento evidenció la mediana de las proyecciones del Índice de Salarios, disminuyendo a 14,9% para 2009 y aumentando a 12,9% para 2010 (ver Gráfico IX.1). Por su parte, las previsiones de Tasa de Desocupación permanecieron relativamente estables para los dos periodos anuales relevados, en torno a 8,9% en ambos casos.

Las expectativas de crecimiento se incrementaron levemente tanto para 2009 como para 2010. En efecto, para el año en curso las perspectivas de variación del PIB real aumentaron 0,2 p.p. a 1,4%, debido a un incremento del aporte de las Exportaciones Netas (XN) que más que compensó la mayor contribución negativa de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), en tanto se mantuvo inalterado el aporte esperado del Consumo<sup>24</sup>. Para 2010 los pronósticos de esta variable se sitúan en 2,2%. Cabe destacar que para los dos periodos anuales relevados existe un elevado grado de incertidumbre acerca de cuál será la variación del PIB a precios constantes (ver Gráficos IX.2, IX.3 y IX.4).

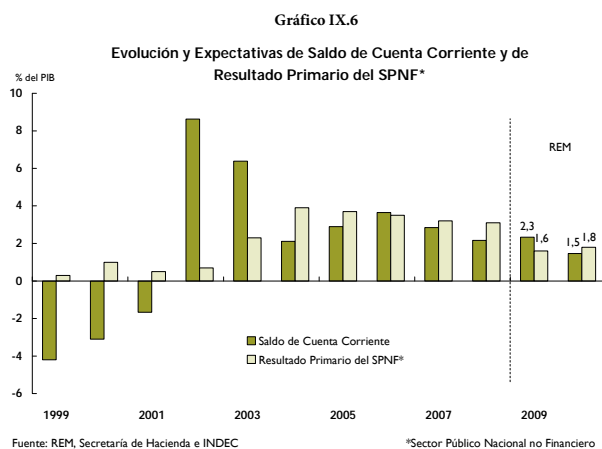
Las estimaciones de Balanza Comercial implícita para 2009 registraron un marcado aumento respecto del último **Informe de Inflación**, hasta ubicarse en US\$15.700 millones (5,7% del PIB), por encima de los valores de 2008. Nuevamente el ajuste se debió a una corrección a la baja de las proyecciones de importaciones superior a la evidenciada en las exportaciones. En efecto, las previsiones de compras externas disminuyeron US\$7.700 millones a US\$41.300 millones y las de ventas externas cayeron US\$1.000 millones a US\$57.000 millones (ver Gráfico IX.5). En igual sentido fueron revisadas las expectativas de superávit comercial implícito para el año próximo, totalizando US\$12.900 millones (4,7% del PIB), a partir de un ajuste al alza de las previsiones de exportaciones mayor al de las importaciones. En consonancia con el aumento de los pronósticos de Balanza Comercial implícita, también se incrementaron las proyecciones de saldo de la Cuenta Corriente para los dos periodos anuales relevados. Para el presente año las perspectivas alcanzan US\$7.000 millones (+US\$4.300 millones; 2,3% del Producto), en tanto para el año próximo serían de US\$4.300 millones (1,5% del Producto; ver Gráfico IX.6).

<sup>22</sup> Corresponde a la semana estadística 319 finalizada el 8 de julio de 2009.

<sup>23</sup> Estimación implícita en las proyecciones de PIB, no relevada directamente.

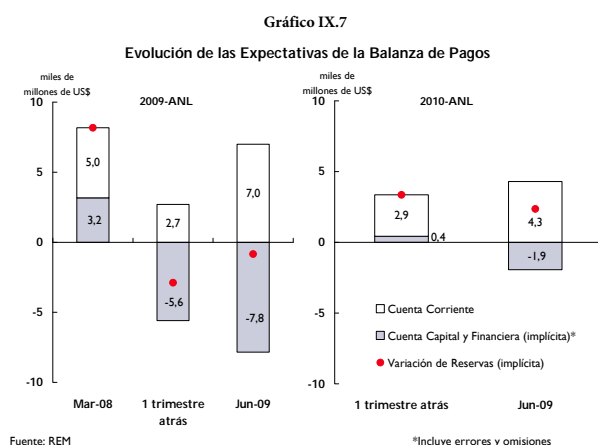
<sup>24</sup> Incluye el Consumo Privado, el Consumo Público, la Discrepancia Estadística y la Variación de Existencias.



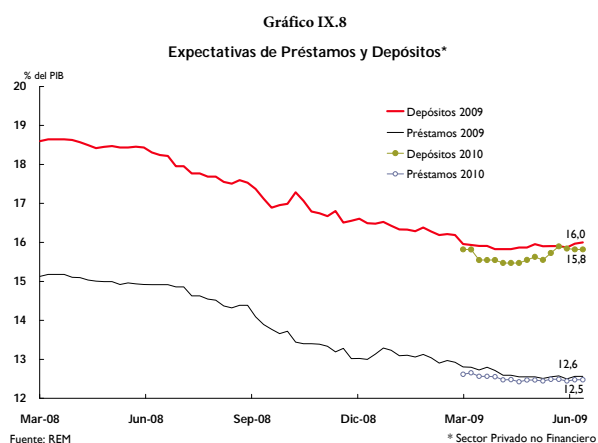


El *stock* esperado de Reservas Internacionales aumentó tanto para 2009 como para 2010, a US\$45.500 millones (+US\$2.000 millones) y US\$47.900 millones (+US\$1.100 millones), respectivamente. En este contexto, el déficit implícito de la Cuenta Capital y Financiera previsto por los participantes sería de US\$7.800 millones en 2009 y de US\$1.900 millones en 2010 (ver Gráfico IX.7).

Al igual que un trimestre atrás, las estimaciones de la tasa BADLAR (Buenos Aires *Deposits of Large Amount Rate*) y las de tasa de interés de plazo fijo en pesos a 30 días para el presente año fueron corregidas a la baja 70 puntos básicos (p.b.) en ambos casos, a 15,3% y 13,8%, respectivamente. Por el contrario, las previsiones de tasa de interés de las Letras del Banco Central (LEBAC) en pesos a un año se incrementaron 330 p.b., a 15,8%. En igual sentido fueron corregidas las perspectivas de esta última variable para 2010, a 13,6% (+100 p.b.), en tanto disminuyeron 40 p.b. a 13,1% las correspondientes a las tasas de interés de plazo fijo en pesos a 30 días.

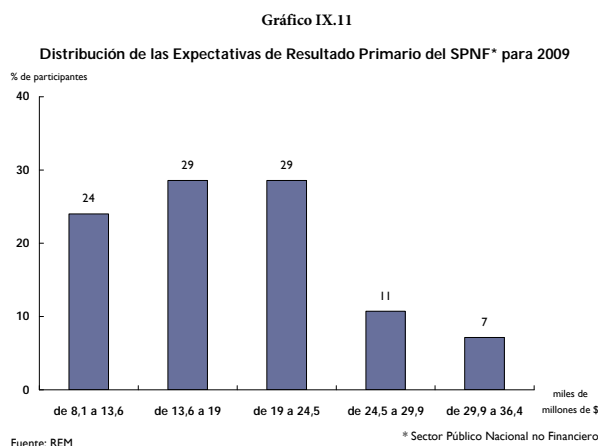
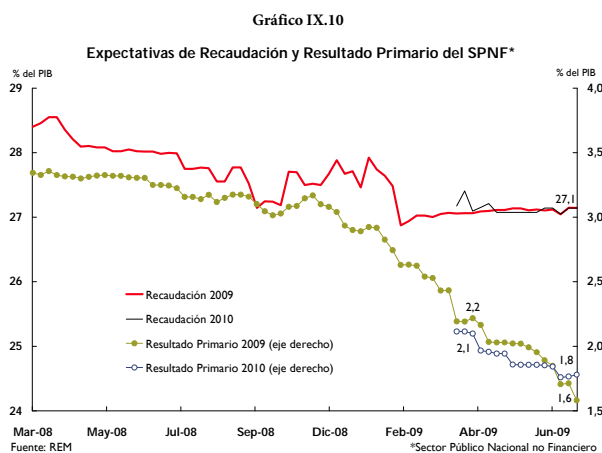
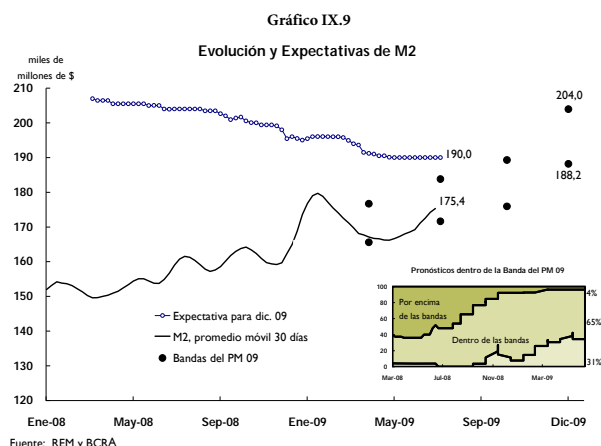


Las expectativas de depósitos y totales del Sector Privado no Financiero para 2009 se incrementaron \$600 millones, contrariamente a lo que venía sucediendo desde mediados de 2008, momento a partir del cual no se registraban ajustes al alza. De esta manera, el *stock* esperado para diciembre del corriente es de \$182.100 millones (11,2% interanual -i.a.-). En igual sentido fueron revisadas las previsiones para el año próximo, aumentando \$4.000 millones a \$204.000 millones (12,0% i.a.). Por su parte, las estimaciones de préstamos al Sector Privado no Financiero mantuvieron la tendencia de los últimos meses, disminuyendo \$2.200 millones a \$143.000 millones para el año en curso y \$700 millones a \$160.900 millones para 2010 (11,3% i.a. y 12,5% i.a., respectivamente). Cabe destacar que, en términos del Producto, los pronósticos tanto de préstamos como de depósitos para el presente año se ubican por encima de los guarismos registrados en 2008 (ver Gráfico IX.8).



La mediana de las proyecciones del agregado monetario M2 para 2009 fue nuevamente corregida a la baja, \$1.000 millones en esta oportunidad a \$190.000 millones. A la fecha, el 65% de las estimaciones se situó dentro del rango previsto en el Programa Monetario (PM) 2009, un 31% lo hizo por debajo del límite inferior y el 4% restante por encima de la banda superior (ver Gráfico IX.9).

Las perspectivas de Tipo de Cambio Nominal para los dos periodos anuales relevados se mantuvieron estables con respecto a un trimestre atrás. En efecto, el valor esperado para el promedio de esta variable en diciembre de 2009 permaneció en 4,10\$/US\$, en tanto que para el último mes del año próximo lo hizo en 4,65\$/US\$. Cabe



destacar que tanto para 2009 como para 2010 existe un elevado grado de disenso entre los participantes, hecho que se refleja en el alto grado de dispersión de las estimaciones.

Las previsiones de Recaudación tributaria nacional para el presente año se mantuvieron relativamente estables, en \$309.000 millones (27,1% del PIB). De esta manera, la variación interanual esperada es de 14,7%, denotando una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los recursos tributarios respecto de los últimos años. Para 2010, los pronósticos se incrementaron \$1.500 millones, a \$350.000 millones, manteniéndose en términos del Producto en los niveles que se alcanzarían durante 2009. Por su parte, persiste la tendencia descendente evidenciada desde fines de 2008 en las expectativas de Resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) para el corriente año. En efecto, las perspectivas de esta variable sufrieron un marcado descenso respecto del último **Informe de Inflación**, ubicándose en \$18.000 millones (-\$7.300 millones; 1,6% del PIB). También fueron corregidas a la baja las estimaciones para 2010, contrayéndose \$4.000 millones a \$23.000 millones (1,8% del Producto; ver Gráficos IX.10 y IX.11).

## Resultados del REM. Junio 2009

### 1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2010-MAY	
	Promedio	Mediana
IPC: var. 12 meses; en %	7,1	6,5
2009-MAY		
Promedio		
Mediana		
Desvio		
Precios		
IPC: var. mensual; en %		
IPC: var. interanual Implícita, en % <sup>1</sup>		
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)		
Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en %		
Monetarias y Financieras		
Agregado Monetario M2 (\$): promedio mensual en mill. de \$		
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual; en mill. de \$		
Prestamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual; en mill. de \$		
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %		
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en %		
Tasa de Interés: Pases Pasivos en \$ a 7 días; en %		
Tasa de Interés: BADIAR promedio mensual de boos: tipo a 30 días en \$; en %		
Tipo de Cambio Nominal: promedio mensual; \$/US\$		
Actividad Económica		
EIMAE: var. interanual; en %	1,4	1,8
EIMI: var. interanual; en %		0,9
Sector Externo		
Exportaciones, en mill. de us\$		
Importaciones, en mill. de us\$		
Fiscales		
Recaudación Tributaria Nacional; en mill. de \$		
Resultado Primario del SPNF; en mill. de \$		

## 2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2009-TR2		2009-TR3		2009-TR4		2009-ANL		2010-ANL			
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
Actividad Económica												
PIB a precios constantes; variación interanual; en %	0,6	1,0	1,6	0,6	1,0	2,1						
PIB a precios corrientes; en mill. de \$												
Consumo Total a precios constantes; variación interanual, en %	1,4	1,5	2,1	1,9	2,5	2,5				0,8	1,4	2,0
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual, en %	-10,2	-10,0	5,6	-7,6	-6,0	6,0				1.164.091	1.138.297	80.924
Tasa de desocupación; en %	8,6	8,6	0,4	8,7	8,8	0,6				2,0	2,0	2,2
										1.304.158	1.288.479	99.570
										2,8	2,8	1,8
										3,9	2,8	3,1
										8,8	8,9	0,9
										8,7	8,8	0,8
Sector Externo												
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mill. de US\$	2885,0	3.350	1.371	2.047	1.645	931				6.520	7.000	2.725
										5.164	4.300	2.648
Monetarias y Financieras												
Reservas Internacionales: fin de periodo; en mill. de US\$				46.175	46.300	1.428				45.508	45.547	3.234
										48.131	47.912	6.954

<sup>1</sup> Esta variable no es relevante en el REM y su valor se obtiene implícitamente.

# Glosario de Abreviaturas y Siglas

**Acum.:** Acumulado

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

**AFCP:** Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

**AFIP:** Administración Federal de Ingresos Públicos

**AFJP:** Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

**AIP:** Aglomerados del Interior del País

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

**AT:** Adelantos Transitorios

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

**BCBA:** Bolsa de Comercio de Buenos Aires

**BCE:** Banco Central Europeo

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

**BDI:** *Baltic Dry Index*

**BID:** Banco Interamericano de Desarrollo

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

**BNA:** Banco de la Nación Argentina

**BODEN:** Bonos del Estado Nacional

**BoE:** Banco de Inglaterra

**BONAR:** Bonos de la Nación Argentina

**Bovespa:** Bolsa de Valores del Estado de San Pablo

**BRIC:** Brasil, Rusia, India, China

**CAFCI:** Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión

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

**CDS:** *Credit Default Swaps*

**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

**EFNB:** Entidades financieras no bancarias

**EE.UU.:** Estados Unidos

**EM:** Efectivo Mínimo

**EMAE:** Estimador Mensual de Actividad Económica

**EMBI:** *Emerging Markets Bond Index*

**EMI:** Estimador Mensual Industrial

**EPH:** Encuesta Permanente de Hogares

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

**FCI:** Fondos Comunes de Inversión

**Fed:** Reserva Federal de EE.UU.

**FF:** Fideicomisos Financieros

**FFS:** Fondo Federal Solidario

**FIEL:** Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

**FMI:** Fondo Monetario Internacional

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

**GBA:** Gran Buenos Aires

**GRA:** Gabriel Rubinstein y Asociados

**i.a.:** Interanual

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

**IBGE:** Instituto Brasileiro 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

**IDL:** Indicador de Demanda Laboral

**IED:** Inversión Extranjera Directa

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

**IGA:** Indicador General de Actividad

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

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

**INTA:** Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria

**IPC:** Índice de Precios al Consumidor

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

**IPC Resto:** IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacional y/o volátil significativo y aquellos sujetos a regulación o con alto componente impositivo

**IPI:** Índice de Precios Implícitos

<b>IPI OJF:</b> Índice de Producción Industrial de Orlando J. Ferreres	<b>p.p.:</b> Puntos porcentuales
<b>IPIB:</b> Índice de Precios Internos Básicos	<b>PEA:</b> Población Económicamente Activa
<b>IPIM:</b> Índice de Precios Internos al Por Mayor	<b>PIB:</b> Producto Interno Bruto
<b>IPMP:</b> Índice de Precios de las Materias Primas	<b>PM:</b> Programa Monetario
<b>IRD:</b> Inversión Real Directa	<b>PMI:</b> <i>Purchasing Managers Index</i> (Índice de Gerentes de Compras)
<b>ISAC:</b> Índice Sintético de Actividad de la Construcción	<b>PP:</b> Productos primarios
<b>ISM:</b> <i>Institute for Supply Management</i>	<b>PPA:</b> Paridad del Poder Adquisitivo
<b>ISSP:</b> Indicador Sintético de Servicios Públicos	<b>Prom.:</b> Promedio
<b>ITCRM:</b> Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	<b>Prom. móv.:</b> Promedio móvil
<b>IVA:</b> Impuesto al Valor Agregado	<b>REM:</b> Relevamiento de Expectativas de Mercado
<b>IVA DGA:</b> Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas	<b>REPRO:</b> Programa de Recuperación Productiva
<b>IVA DGI:</b> Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos	<b>s.e.:</b> Serie sin estacionalidad
<b>LATAM:</b> Latinoamérica	<b>s.o.:</b> Serie original
<b>LEBAC:</b> Letras del Banco Central (Argentina)	<b>S&amp;P:</b> <i>Standard and Poors</i> (Índice de las principales acciones en EE.UU. por capitalización bursátil)
<b>LIBOR:</b> <i>London InterBank Offered Rate</i>	<b>SAGPyA:</b> Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos
<b>LME:</b> <i>London Metal Exchange</i>	<b>SDR:</b> <i>Special Drawing Rights</i> (Derechos Especiales de Giro)
<b>M2:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	<b>SIJyP:</b> Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
<b>M2 privado:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$ del sector privado	<b>SIPA:</b> Sistema Integrado Previsional Argentino
<b>M3:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$	<b>SPNF:</b> Sector Público Nacional no Financiero
<b>M3 privado:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$ del sector privado	<b>TCN:</b> Tipo de cambio nominal
<b>M3*:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	<b>TCR:</b> Tipo de cambio real
<b>M3* privado:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$ del sector privado	<b>TI:</b> Términos del Intercambio
<b>Merval:</b> Mercado de Valores de Buenos Aires	<b>TN:</b> Tesoro Nacional
<b>MOA:</b> Manufacturas de Origen Agropecuario	<b>tn.:</b> Tonelada
<b>MOI:</b> Manufacturas de Origen Industrial	<b>TNA:</b> Tasa Nominal Anual
<b>MSCI:</b> <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>	<b>Trim.:</b> Trimestral / Trimestre
<b>MULC:</b> Mercado Único y Libre de Cambios	<b>UE:</b> Unión Europea
<b>NOBAC:</b> Notas del Banco Central (Argentina)	<b>US CFTC:</b> <i>US Commodity Futures Trading Commission</i>
<b>OCDE:</b> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico	<b>US\$:</b> Dólares Americanos
<b>OIS:</b> <i>Overnight Index Swap</i>	<b>USDA:</b> <i>United States Department of Agriculture</i> (Secretaría de Agricultura de EE.UU.)
<b>OJF:</b> Orlando J. Ferreres	<b>UTDT:</b> Universidad Torcuato Di Tella
<b>OMC:</b> Organización Mundial de Comercio	<b>Var.:</b> variación
<b>OPEP:</b> Organización de Países Exportadores de Petróleo	<b>VE:</b> Valor Efectivo
<b>p.b.:</b> Puntos básicos	<b>VIX:</b> <i>CBOE Volatility Index</i>
	<b>VN:</b> Valor Nominal
	<b>WTI:</b> <i>West Texas Intermediate</i>
	<b>XN:</b> Exportaciones Netas