

Informe de Inflación

Tercer Trimestre de 2011



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación

Tercer Trimestre de 2011



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Inflación
Tercer Trimestre 2011**

ISSN 1668-0561
Edición electrónica

Fecha de publicación | Agosto 2011

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

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

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

Prefacio

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

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

*El **Informe de Inflación** puede ser leído de tres formas diferentes dependiendo de la profundidad que 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 2011, será el 31 de octubre a través de internet.*

Buenos Aires, 1 de agosto de 2011

Contenido

Pág. 5 | I. Visión Institucional

Pág. 11 | II. Contexto Internacional

Pág. 27 / Apartado 1 / Algunas reflexiones sobre la relación entre los términos de intercambio, el crecimiento y el desarrollo económico en América Latina

Pág. 30 | III. Actividad Económica

Pág. 40 | IV. Empleo y Salarios

Pág. 46 | V. Sector Externo

Pág. 52 / Apartado 2 / Caracterización del mercado mundial de petróleo

Pág. 55 | VI. Finanzas Públicas

Pág. 61 | VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

Pág. 69 / Apartado 3 / Impacto de la política monetaria en los balances de algunos de los principales bancos centrales

Pág. 74 / Apartado 4 / Un análisis sobre el nivel del tipo de cambio real en Argentina

Pág. 76 | VIII. Inflación

Pág. 82 | IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

Pág. 86 | Resultados del REM. Julio 2011

Pág. 87 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

I. Visión Institucional

Cuadro I.1 Zona del Euro. Indicadores para Países Seleccionados					
	Deuda 2010 (% PIB)	Necesidades de financiamiento promedio 2011-2012 (% PIB)*	Rdo. fiscal 2010 (% PIB)	Crecimiento 2011 (p) (en %)	CDS 5 años 14/7/11 **
Alemania	83,2	11,0	-3,3	2,6	55,6
Bélgica	96,8	22,5	-4,1	2,4	187,7
España	60,1	18,7	-9,2	0,8	323,4
Francia	81,7	20,2	-7,0	1,8	105,7
Grecia	142,8	25,0	-10,5	-3,5	2.364,1
Irlanda	96,2	18,8	-32,4	0,6	1.082,8
Italia	119,0	23,0	-4,6	1,0	285,1
Países Bajos	62,7	18,3	-5,4	1,9	47,3
Portugal	93,0	21,3	-9,1	-2,2	1.094,8
Zona del euro	85,1	17,0	-6,0	1,6	283,1

(*): datos promedio por año para 2011-12 según datos publicados por el FMI (GFSR de abril 2011).

(p) Proyectado

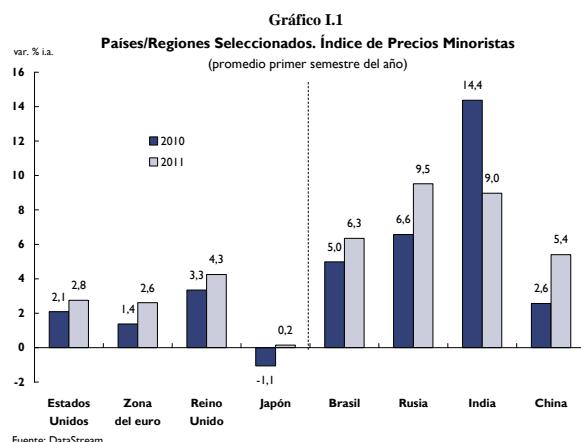
(**): CDS en p.b. Para la zona del euro se utiliza el índice para Europa Occidental.

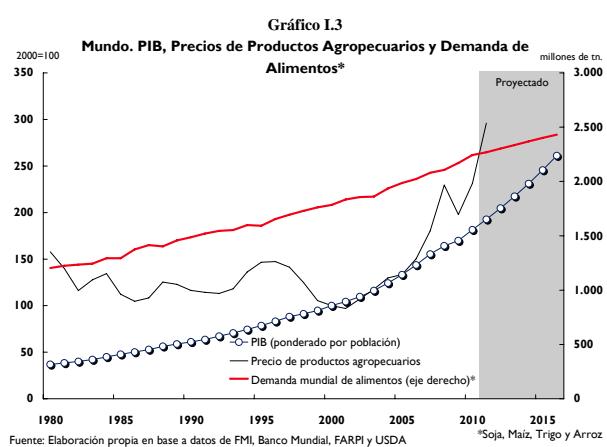
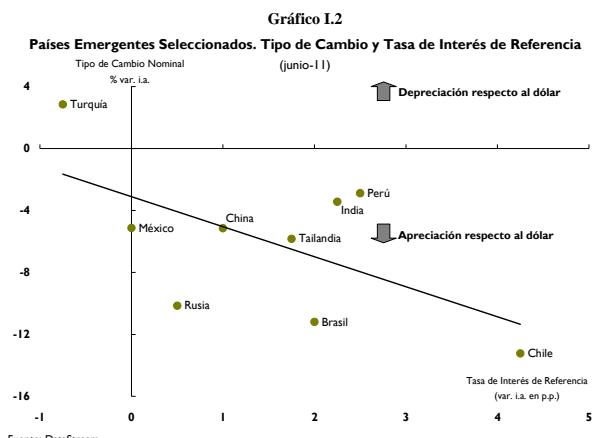
Fuente: Eurostat y Bloomberg

Las proyecciones de la economía mundial muestran una desaceleración del crecimiento tanto en el nivel de actividad como en los flujos de comercio, conjuntamente con un mayor nivel de incertidumbre sobre la situación financiera internacional y la dirección de las políticas económicas. Mientras en la zona del euro y en los Estados Unidos avanzan los programas de ajuste, los indicadores de actividad económica y los datos del mercado de trabajo revelan niveles de demanda que no resultan suficientes como para alejar definitivamente la posibilidad de un largo período de crecimiento y empleo endémicamente bajos. Por su parte, los países emergentes siguen actuando como los principales impulsores de un crecimiento global, que está amenazado fundamentalmente por las dificultades que atraviesan algunas economías avanzadas.

Mientras que en el primer trimestre incidió particularmente el impacto de la catástrofe natural de Japón sobre las cadenas mundiales de producción industrial, recientemente el foco de preocupaciones se centró en Europa y en los Estados Unidos. Las dificultades en torno a la resolución de la crisis de deuda de algunos países de la zona del euro —que en las últimas semanas dieron lugar a un nuevo paquete de apoyo financiero a Grecia— potencian un eventual contagio en el sistema bancario europeo. El riesgo proviene de la exposición de los bancos de los países centrales a las economías en situación más comprometida y a la fuerte ponderación del fondeo mayorista en la estructura de sus pasivos, en un contexto de costos crecientes en la colocación de deuda. En los últimos meses, a la situación europea se sumaron las discusiones presupuestarias en los Estados Unidos, que parecen haberse saldado —por lo menos por unos meses— con un aumento del margen de endeudamiento permitido a cambio de un paquete de ajuste fiscal que no contempla la propuesta del Gobierno de un aumento de los impuestos para los sectores de mayores ingresos. Así, las dudas sobre la evolución de la economía mundial se han acrecentado.

En este marco, el gasto privado permanece debilitado frente al marcado deterioro patrimonial de las empresas y las familias y a la persistencia de elevados niveles de desempleo. Frente a ello, las respuestas de política monetaria de las economías avanzadas han sido heterogéneas. Algunos, como es el caso de los Estados Unidos, Japón e Inglaterra, privilegiaron el estímulo al crecimiento en sus decisiones de política monetaria, mientras que otros intentaron contrarrestar los efectos externos sobre los precios internos —como el Banco Central Europeo— con aumentos en la tasa de interés de referencia. La discusión —que no ha podido saldarse aún— oscila entre quienes apuntan a privilegiar el retiro de los estí-





mulos y el avance de planes de ajuste en un intento por mejorar los resultados fiscales y lograr así una respuesta positiva de los mercados y, por otra parte, quienes ven en los niveles de desempleo e insuficiencia de la demanda agregada un riesgo que amerita continuar con las políticas de sostenimiento del gasto y de una política monetaria expansiva para evitar un nuevo colapso de la economía mundial.

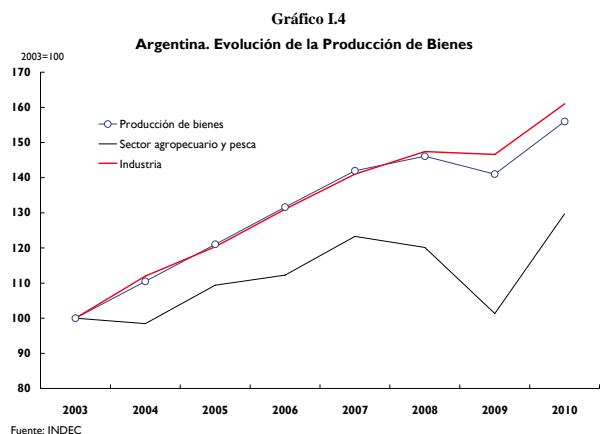
Por su parte, las naciones en desarrollo siguen evidenciando tasas de inflación sostenidas —producto del aumento de los precios de los *commodities*— y un crecimiento económico robusto. El dinamismo de la actividad económica es promovido principalmente por el aumento de la demanda interna y alentado por las buenas perspectivas macroeconómicas, la fortaleza del mercado de trabajo y la expansión del crédito. Adicionalmente, la gran liquidez generada en el mundo desarrollado sigue impulsando fuertes flujos de capital hacia los países emergentes, dadas las favorables expectativas económicas y el diferencial de rendimientos que ofrecen los activos de estas regiones con relación a los de las naciones avanzadas.

Como consecuencia de los ingresos netos de capital, las economías en desarrollo enfrentan presiones a la apreciación en sus monedas, que se intensifican, a partir de la mejora en sus términos de intercambio, en los países exportadores netos de productos primarios. Una muestra de las reacciones de política de los países emergentes ante este *shock* apreciatorio puede encontrarse en la serie de políticas que Brasil ha implementado desde fines del 2009. Incluyendo las últimas medidas anunciadas a fines de julio, la regulación en Brasil contempla un impuesto tipo *Tobin* al ingreso de capitales de corto plazo, la creación de un registro de las operaciones de derivados, multas en el caso de liquidación anticipada de préstamos y un impuesto sobre la posición vendida en el mercado de futuros de tipo de cambio de las entidades financieras. El impacto apreciatorio ha sido de tal magnitud, que pese a la batería de medidas implementadas, el valor del real alcanzó un nivel similar al de 1999.

En este contexto, el desafío de la política macroeconómica radica en lograr una respuesta adecuada ante el aumento de los precios de los *commodities* —dado su impacto en la dinámica de precios locales— y, al mismo tiempo, neutralizar el efecto de los significativos flujos de capital, generados por las condiciones monetarias laxas de los países avanzados —tomando en cuenta que una apreciación cambiaria en respuesta a un efecto transitorio puede tener efectos reales negativos y permanentes sobre el sector productivo—.

En conjunto, la adopción de planes de ajuste tendientes a mejorar la posición fiscal en los países avanzados y, en el caso de las economías emergentes, la ejecución de po-

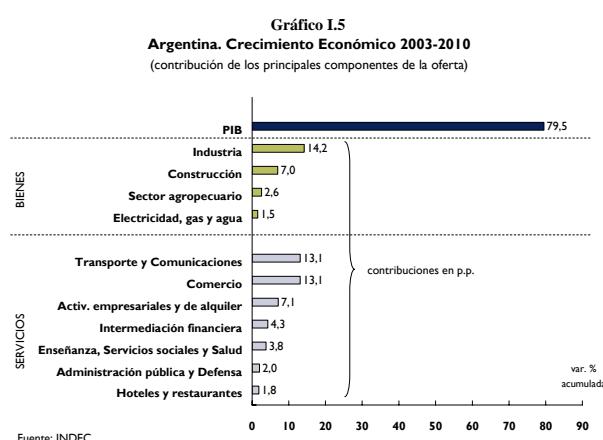
líticas monetarias contractivas para contener las presiones inflacionarias y la formación de burbujas financieras, de perpetuarse podrían conducir a una mayor desaceleración o, incluso, a un estancamiento de la actividad económica mundial.



En el caso de los países emergentes, como ya fuera mencionado, el aumento de los precios de los *commodities* constituye un desafío importante. Las preocupaciones se centran en las presiones que genera el alza de las cotizaciones de los productos primarios sobre los precios internos y sus efectos redistributivos, entre países y al interior de los mismos. Si bien el aumento del precio de estos productos impacta adversamente en la mayoría de las economías, afecta en mayor medida a los países en desarrollo, donde los alimentos tienen una mayor participación en la canasta de consumo.

En el mediano plazo, diversos factores estructurales a nivel global seguirán dando soporte a las cotizaciones de los productos agropecuarios. La creciente población y urbanización mundial y los mayores ingresos generados por los países emergentes contribuirán al incremento del consumo de alimentos. Asimismo, la demanda de granos continuará presionada por la mayor producción de bio-combustibles. Por su parte, factores menos estables pero de gran relevancia, como la llamada financialización de las *commodities* o la devaluación global del dólar, seguirán aportando volatilidad a la cotización de estos productos en el corto plazo.

Además de su influencia sobre los precios domésticos y la distribución del ingreso, uno de los impactos más importantes de la suba de los precios de las materias primas sobre la macroeconomía de los países productores de estos bienes, es la presión a la apreciación cambiaria de sus monedas. El aporte de divisas por exportaciones primarias tiende a ubicar al tipo de cambio real “naturalmente” en un nivel más apreciado que el adecuado para alcanzar con éxito un proceso de industrialización que permita lograr niveles de ocupación plena.



En la Argentina, el esquema de flotación administrada del tipo de cambio ha contribuido a recrear un escenario propicio para el desarrollo integral de los sectores. Esta política permitió que el valor relativo de la moneda local se ajuste a los cambios en las variables macroeconómicas fundamentales limitando la volatilidad externa. Adicionalmente, la regulación prudencial de los flujos de capital de corto plazo fue un instrumento esencial para morigerar las fluctuaciones del tipo de cambio.

De esta manera, la expansión económica de la Argentina no se circunscribió al sector agropecuario, beneficiado por el fuerte incremento de las cotizaciones internacionales de los granos, sino que abarcó a la gran mayoría de los sectores, con una destacada participación de la indus-

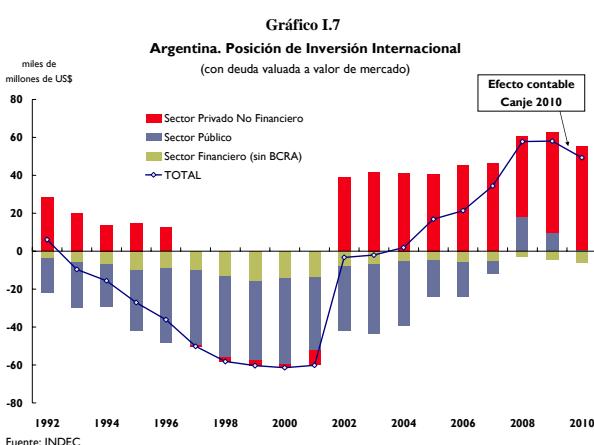
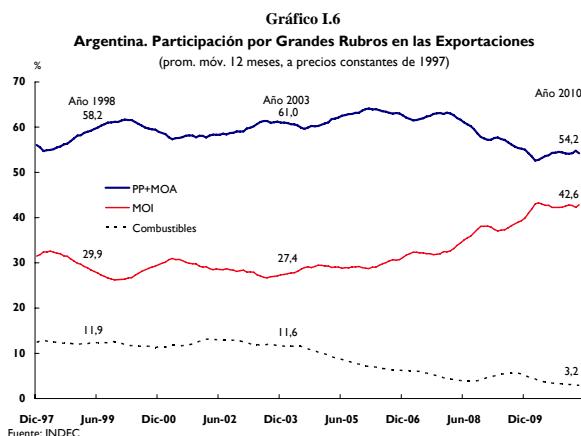
tria manufacturera, que a su vez repercutió en el desempeño del transporte y la comercialización de bienes.

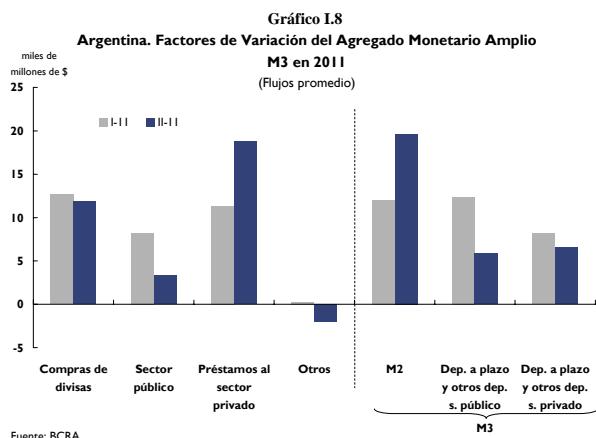
En 2011, en un contexto de crecimiento moderado de la economía internacional y con volatilidad e incertidumbre creciente, la economía argentina sigue expandiéndose a tasas altas y relativamente estables. Durante el primer semestre del año, la actividad económica acumuló una suba mayor al 8%. El efecto arrastre ubica la proyección para el año 2011 en una tasa superior a la prevista por la mayoría de las estimaciones privadas y ligeramente por arriba del promedio de los últimos ocho años (7,6%). La producción de bienes mostró un gran dinamismo, liderado por el desempeño de la industria y de la construcción, que evidenciaron tasas de crecimiento en torno a 9% interanual (i.a.) y, en conjunto, generaron un impulso adicional al sector de servicios, fundamentalmente el comercio, el transporte y las comunicaciones.

La expansión de la actividad con niveles de inversión en aumento permitió la creación de nuevos puestos de trabajo y mejoras en la calidad de los empleos. En el primer trimestre, la tasa de desocupación volvió a caer en términos interanuales, alcanzando a 7,4% de la Población Económicamente Activa (PEA). Por su parte, la tasa de informalidad de los asalariados se redujo 0,5 puntos porcentuales (p.p.) en el trimestre respecto al mismo periodo de 2010. La Tasa de Empleo permaneció en torno a su mayor valor desde 2003 en 42,4%, con un incremento en la cantidad de empleos plenos de 2,7% i.a. junto con una merma en la cantidad de subocupados de 10,6% i.a..

La evolución del mercado laboral y las transferencias del sistema de seguridad social determinaron nuevas mejoras en la distribución del ingreso. En el primer trimestre de 2011 se observó una suba de la participación en el ingreso total de los sectores más vulnerables. Así, luego de haber alcanzado una participación del 6,6% en el año 2007 —justo antes del inicio de la crisis internacional— los datos del primer trimestre de este año indican que la participación del quintil de menores ingresos alcanzó el 8,3%. En contraposición, el ingreso del quintil de mayores recursos redujo su participación en el total de ingresos desde 41,9% en 2007 hasta 37,9% en la actualidad.

El incremento de los recursos de las familias y la mejora en la distribución del ingreso permitieron subas adicionales en el gasto de los hogares. A su vez, la conjunción de un consumo ascendente y de perspectivas macroeconómicas positivas siguió impulsando a las empresas a realizar nuevos gastos de capital. El aumento de la inversión por sobre el nivel de actividad económica dio lugar a una creciente Tasa de Inversión, anticipando para fin de 2011, una relación superior a 24% del PIB. Hacia



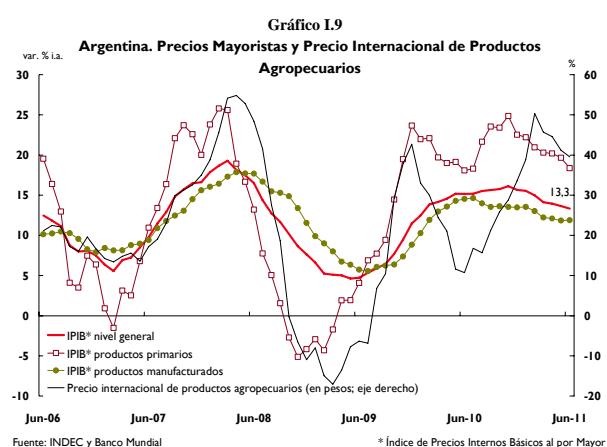


delante la expansión de la inversión resulta clave para sostener los niveles de crecimiento actuales.

El dinamismo del sector industrial también se reflejó en el frente externo, aún tomando en cuenta la reciente disminución de los volúmenes del comercio mundial. El persistente aumento de las cantidades exportadas de productos manufacturados —que en los últimos años ganaron participación en el total de los volúmenes de ventas externas— se combinó con el alza de las cantidades importadas en las que se destacaron los productos destinados a abastecer la expansión de la producción industrial y la inversión. La evolución de los flujos comerciales anticipa un superávit para todo 2011 equivalente a 1,8% del PIB, constituyéndose una vez más en el principal sostén del resultado de Cuenta corriente.

La acumulación de superávits externos en los años recientes permitió mejorar la Posición de Inversión Internacional, convirtiendo a la Argentina en un acreedor neto del resto del mundo en 2004, es decir que los activos externos superan el total de los pasivos adeudados al exterior. Así, a fines de 2010 el stock de activos externos netos ascendió a US\$49.314 millones.

Durante el primer semestre del año, el mercado monetario acompañó la expansión de la actividad económica. Las metas establecidas por el Programa Monetario 2011 (PM) se cumplieron en un entorno cercano al escenario base en ambos trimestres, mientras que las principales tasas de interés permanecieron relativamente estables.



El principal factor de expansión de los agregados monetarios en los primeros seis meses del año fue el crecimiento del crédito al sector privado, liderado por las financiaciones comerciales. El segundo factor en importancia fue la compra de divisas del Banco Central en el mercado de cambios. Parte de la expansión generada por dichas operaciones cambiarias fue esterilizada mediante la colocación de LEBAC y NOBAC, que a su vez contribuyó a modelar una curva de rendimientos de corto y mediano plazo de referencia para las transacciones de mercado. Por último, mientras que las operaciones del sector público fueron un factor de expansión primaria, si se considera el aumento de sus depósitos a plazo, este sector tuvo un efecto neto contractivo sobre el M2.

La evolución del crédito durante el primer semestre elevó la participación de los préstamos en el Producto a 12,7%, con un cambio en la composición a favor de las líneas de financiaciones al sector productivo. De esta manera, el proceso actual de creación de dinero revela una dinámica virtuosa para el crecimiento económico. El aumento de la participación del financiamiento a las empresas en el incremento del crédito contribuye a generar una mayor cantidad de bienes y servicios, ampliando la oferta de la economía. En este marco, durante el segundo

trimestre el BCRA continuó adjudicando fondos a través de la Línea del Bicentenario que, en su mayoría, fueron destinados a la financiación del sector industrial.

En el segundo trimestre los precios mayoristas volvieron a desacelerar su ritmo de incremento interanual debido al menor dinamismo de los valores de las manufacturas y de los productos primarios, reflejando la evolución de las cotizaciones internacionales de las materias primas. En tanto, los indicadores de precios minoristas mostraron variaciones más acotadas, respondiendo en gran parte a la moderación de la suba en los alimentos, de manera que las tasas de crecimiento interanual de este rubro se redujeron respecto del año previo. En los próximos meses, de no mediar nuevos *shocks* de oferta y de mantenerse estables las cotizaciones internacionales de los productos primarios, se espera un comportamiento similar al observado en los meses recientes.

II. Contexto Internacional

II.1 Síntesis

La economía mundial continúa creciendo, aunque a un menor ritmo respecto de lo previsto un trimestre atrás, dinámica que también se ve reflejada en los volúmenes de comercio internacional. Los países emergentes son los principales impulsores de un crecimiento global, que está amenazado fundamentalmente por las dificultades que atraviesan algunas economías avanzadas. Este proceso se da en un contexto en el cual la evolución de los precios de los alimentos y de la energía aceleró el crecimiento de la inflación subyacente, originando distintas reacciones de política económica. En un contexto de mayor incertidumbre, las medidas contractivas relacionadas con la sostenibilidad fiscal en los países avanzados y con la contención de las presiones inflacionarias en los emergentes podrían conducir a un menor dinamismo del crecimiento mundial.

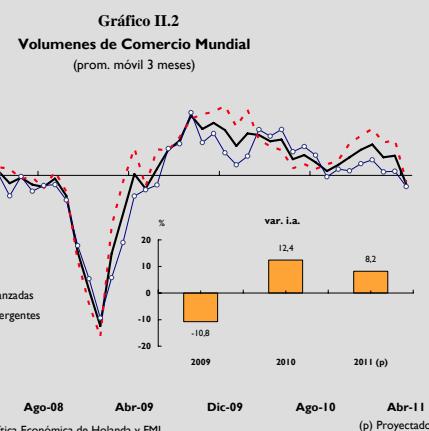
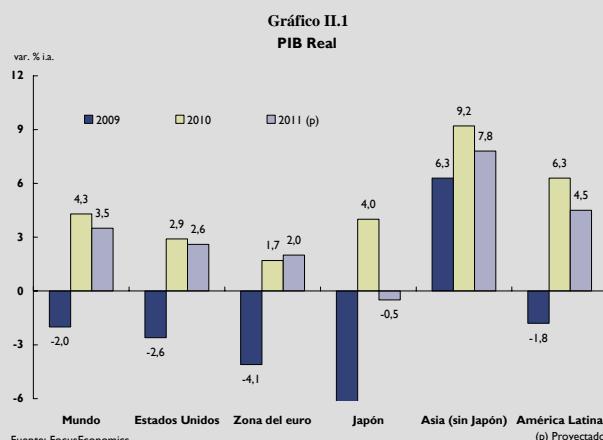
En Estados Unidos, en los meses recientes, la desaceleración de la expansión de la actividad económica es mayor, consistente con la fragilidad del desempeño de los mercados inmobiliario, financiero y de trabajo, que siguen sin poder recuperarse en un marco de lento proceso de recomposición patrimonial. Asimismo, la merma en la producción industrial de Japón, originada en el terremoto y tsunami ocurrido en marzo de este año, afecta también a sus principales socios comerciales, entre ellos Estados Unidos. Adicionalmente, las dificultades para lograr un consenso sobre la trayectoria de mediano plazo de la política fiscal norteamericana elevan la incertidumbre en torno a la evolución de la economía más grande del mundo.

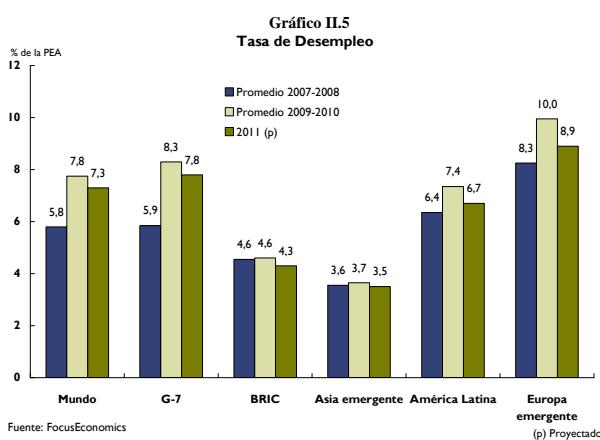
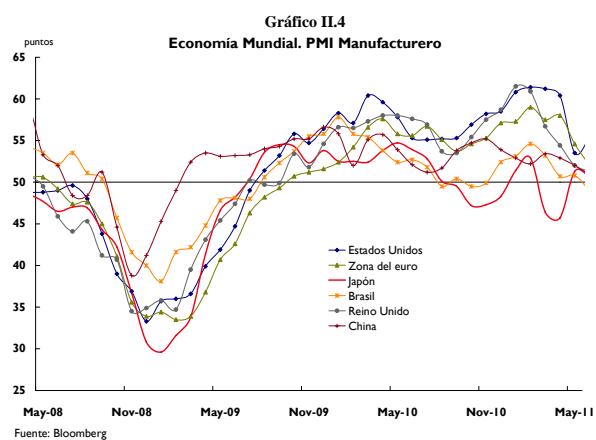
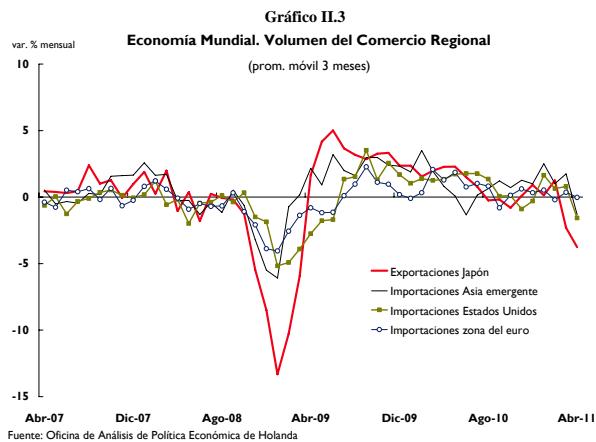
En la zona del euro, las dinámicas macroeconómicas continúan por sendas divergentes a partir del comportamiento heterogéneo de Alemania y Francia, por un lado, y de otros países con fuertes desequilibrios macroeconómicos, diferentes evoluciones relativas de competitividad, bajas tasas de crecimiento (o incluso caídas adicionales del Producto) y elevado desempleo. Recientemente se profundizaron los problemas de financiamiento soberano y de los sistemas financieros de algunos países de la zona, incrementándose el riesgo de que se desencadene una crisis financiera en otros países avanzados que afecte el proceso de crecimiento global. Por otra parte, ante la evolución de la inflación, en un contexto de frágil recuperación del crecimiento y diferenciándose de las políticas que se están adoptando en otros países avanzados, el Banco Central Europeo elevó nuevamente la tasa de interés de referencia de la política monetaria.

Dentro de las regiones en desarrollo, Asia emergente y América Latina muestran un sólido desempeño económico, liderado fundamentalmente por la demanda interna. Para contener la influencia de las elevadas cotizaciones de los alimentos y la energía y en algunos casos evitar la formación de burbujas financieras, las autoridades económicas implementaron regulaciones a los ingresos de capitales de corto plazo y políticas de sesgo contractivo, en un marco de importantes apreciaciones de sus monedas.

Los precios de las materias primas muestran cierta estabilización en niveles elevados. Esta dinámica reciente se explica por la incertidumbre respecto de la trayectoria global de la economía, acompañada con datos económicos desfavorables de los principales países avanzados demandantes de estos productos y, en el caso de los agrícolas, por las proyecciones de mayor oferta por abundantes cosechas, parcialmente compensadas por una mayor demanda prevista, asociada al consumo de commodities en las regiones emergentes.

*En resumen, si bien las proyecciones se mantuvieron relativamente estables respecto del anterior **Informe de Inflación**, de prevalecer las tendencias de los últimos meses para lo que resta de 2011, el contexto internacional presentará una trayectoria más débil que lo previsto al presente, tanto en lo referente a crecimiento como a comercio internacional.*





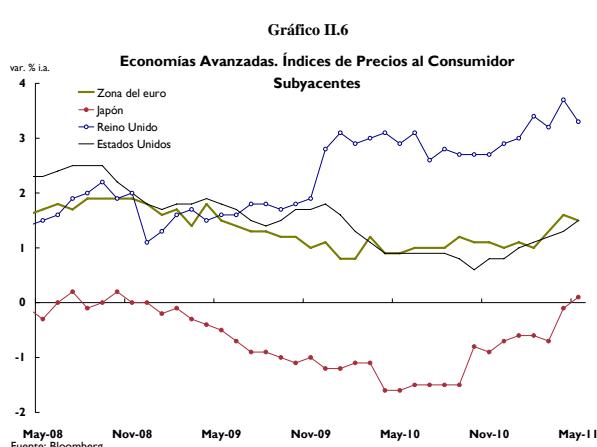
II.2 Economía Global

El mundo registra una desaceleración en el ritmo de crecimiento acentuada en los meses recientes fundamentalmente por el impacto de la catástrofe natural de Japón sobre las cadenas mundiales de producción industrial. A esto se sumaron las persistentes dificultades de financiamiento de algunos países de la zona del euro y la debilidad del sistema financiero de la región. Todos estos factores profundizaron las amenazas sobre la dinámica económica global, en especial en las economías avanzadas. La actividad mundial, que sigue impulsada principalmente por los países en desarrollo, al explicar el 70% de este incremento, se expandiría en torno a 3,6% en 2011, nivel similar al estimado en el anterior **Informe de Inflación**. No obstante, de prevalecer las tendencias de los meses recientes el crecimiento económico podría ser inferior.

En línea con la evolución económica observada en los primeros meses del año, los volúmenes de comercio internacional reflejan un crecimiento más moderado que en 2010 (9% interanual –i.a.– en el primer cuatrimestre). En particular, en abril las transacciones comerciales internacionales disminuyeron, tanto en las regiones avanzadas como emergentes, en parte por efecto de las disruptivas verificadas en las cadenas de producción internacionales tras la catástrofe japonesa. Debido al elevado nivel de integración, el *shock* sobre la tercera economía más grande del mundo se transmitió rápidamente a los principales socios comerciales, afectando especialmente a Asia emergente y Estados Unidos, y en menor medida a la zona del euro (ver Gráfico II.3). Por su parte, Europa emergente y América Latina exhibieron un impacto más modesto sobre los volúmenes de intercambio comercial.

El comportamiento de las transacciones comerciales acentuó la desaceleración de la producción industrial con significativo impacto en Asia, dado que China es el principal socio comercial de Japón. Los indicadores adelantados de actividad manufacturera de algunos países seleccionados (*Purchasing Managers Index*; PMI) anticipan una moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad industrial en las principales economías del mundo, así como cierto rebote –esperable– de este sector en Japón, en la medida en que se restablezcan los sistemas productivos (ver Gráfico II.4).

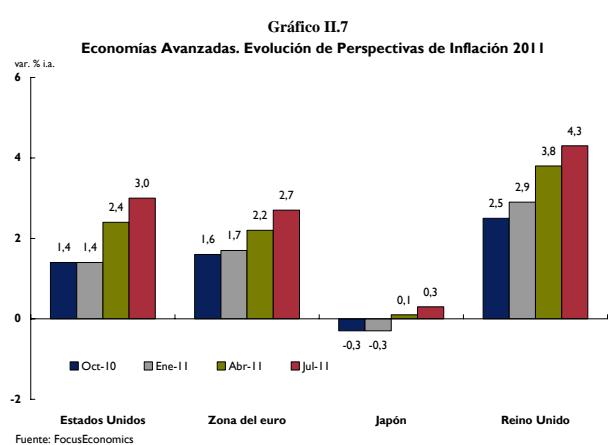
En las economías avanzadas, de la mano del menor crecimiento, los mercados de trabajo mantienen elevadas tasas de desempleo a partir de una muy baja creación de puestos de trabajo (ver Gráfico II.5). La situación patrimonial de las familias y la debilidad del mercado laboral, entre otros, limitan el aumento del consumo privado y consecuentemente de la inversión.



Los riesgos sobre la evolución de la economía mundial aumentaron en el trimestre, destacándose las dificultades de financiamiento soberano y de los sistemas financieros en algunos países de la zona del euro, que presentan tasas de crecimiento bajas (e incluso contracciones del Producto) y elevados niveles de desempleo. Éstos podrían desencadenar una crisis financiera en otros países avanzados y afectar el proceso de crecimiento global. En los meses recientes, a pesar de los acuerdos de asistencia financiera acordados con Grecia y Portugal, la incertidumbre se extendió en los mercados financieros, poniendo en duda la solvencia de Irlanda y de otros países de mayor magnitud, como España e Italia.

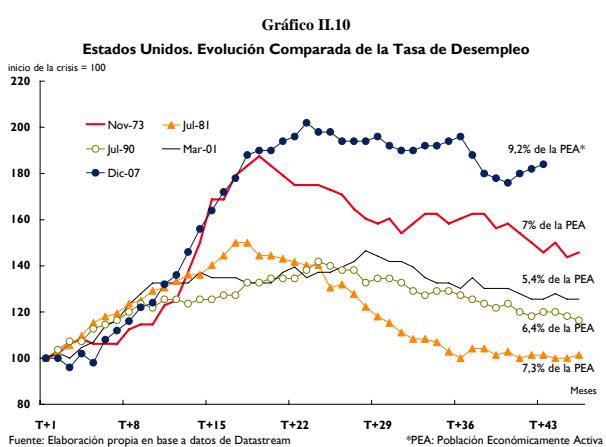
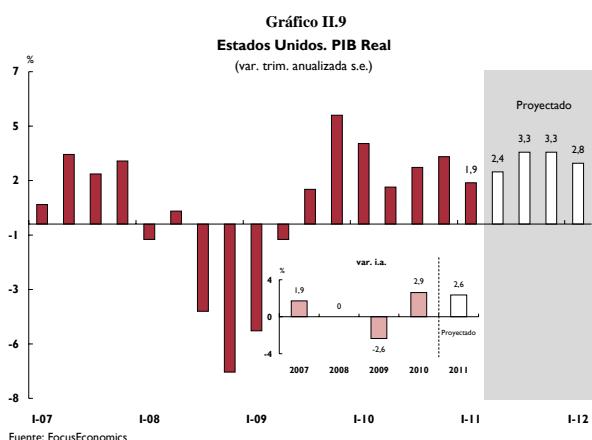
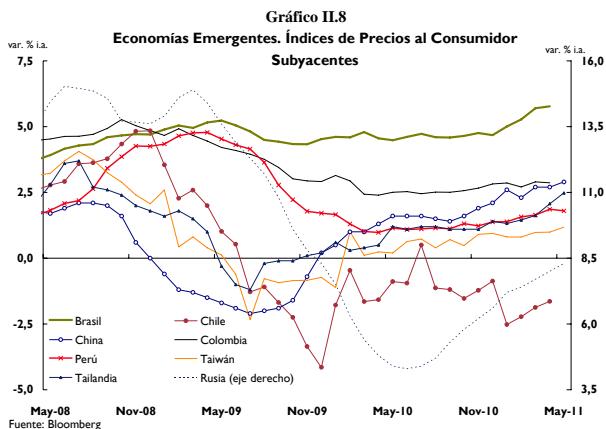
Adicionalmente, la adopción de medidas de carácter contracíclico en algunos países con el objeto de re establecer la sostenibilidad fiscal, y el margen de acción limitado a través de la política monetaria convencional condicionan aún más la recuperación del ritmo de expansión. De esta forma, se proyecta que los países desarrollados crezcan 1,9% en 2011, algo menos de lo esperado un trimestre atrás (ver Gráfico II.1).

La inflación minorista en la mayoría de las naciones desarrolladas continúa exhibiendo una trayectoria levemente ascendente, incorporando los incipientes efectos de segunda ronda tras las significativas subas de los precios de los alimentos y de los combustibles (ver Gráfico II.6). Esta tendencia se refleja también en las expectativas de inflación (ver Gráfico II.7). A diferencia de Estados Unidos, el Reino Unido y Japón, que siguen privilegiando el impulso de la actividad económica, en la zona del euro se decidió elevar por segunda vez la tasa de interés de referencia de la política monetaria en lo que va del año.



En lo que se refiere a la evolución en el corto plazo de la relación cambiaria entre el dólar y el euro, la misma estará signada por una amplia volatilidad originada en la forma de resolución de la crisis europea y en la evolución de las perspectivas económicas y fiscales en Estados Unidos.

Dentro de las regiones en desarrollo, que en conjunto crecerían 5,3%, las naciones de Asia emergente y América Latina siguen mostrando un sólido desempeño económico, explicado fundamentalmente por el comportamiento de la demanda interna. En este marco, y dados los diferenciales de rendimiento, la elevada liquidez y las favorables perspectivas económicas, se espera que continúe el ingreso de capitales de corto plazo en las economías emergentes, presionando aún más hacia la apreciación de las respectivas monedas. De acuerdo a las políticas que se vienen implementando y los recientes anuncios, se estima que estas regiones darán continuidad a las medidas para evitar el fortalecimiento de sus monedas y potenciales burbujas sobre los precios de los activos (ver Gráfico II.8).



Los principales socios comerciales de la Argentina (en particular Brasil y China) continuarán con un marcado ritmo de expansión, aunque exhibiendo cierta moderación esperada en la tasa de crecimiento de la actividad económica.

En resumen, en un escenario donde la economía global crece a un ritmo acotado, las medidas contractivas relacionadas con la sostenibilidad de la solvencia fiscal en los países avanzados y con la contención de las presiones inflacionarias en los emergentes podrían conducir a un menor crecimiento mundial y provocar una mayor apreciación real de las monedas de los países en desarrollo. Todavía no queda claro si el efecto de los factores de incertidumbre sobre la actividad económica de corto plazo será transitorio o permanente.

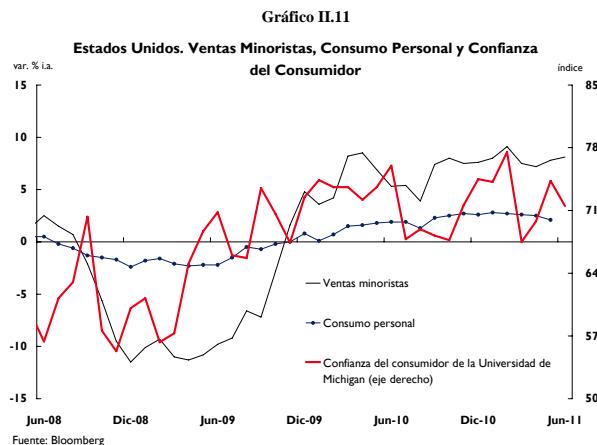
II.3 Economías Avanzadas

Estados Unidos

Luego de crecer 1,9% trimestral anualizado sin estacionalidad (s.e.) durante los primeros tres meses de 2011, aún si la economía estadounidense se recupera, en el total del año crecerá por debajo de lo observado en 2010 (ver Gráfico II.9). Parte de esta débil evolución se asocia a la merma de la producción industrial en Japón, originada en la catástrofe natural, debido a los significativos lazos comerciales entre ambos países. Para el segundo trimestre, los indicadores adelantados de actividad económica anticipan que continuará desacelerándose el ritmo de expansión, aunque las proyecciones del mercado aún no se habrían ajustado adecuadamente.

Este desempeño se da en el marco de la persistente fragilidad de los mercados inmobiliario, financiero y de trabajo, que no logran restablecerse tras la última crisis internacional, al tiempo que continúa el lento proceso de recomposición patrimonial. La situación del mercado laboral estadounidense recayó en los últimos meses, por lo que sigue presentando tasas de desocupación históricamente elevadas, reflejando un desequilibrio más severo y prolongado que en los episodios de crisis registrados durante los últimos 40 años (ver Gráfico II.10).

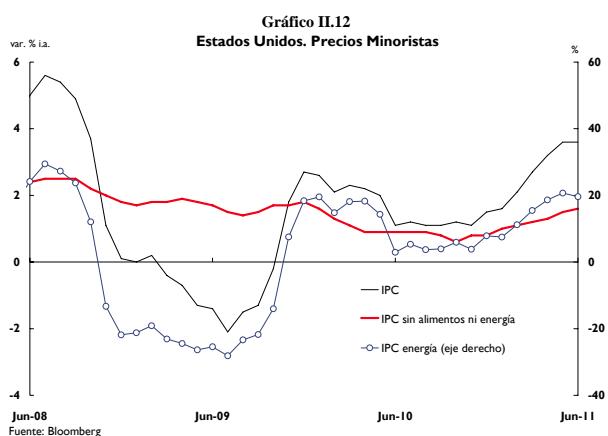
El patrimonio neto de las familias siguió recuperándose en la primera parte del año, aunque aún se ubica significativamente por debajo del máximo nivel alcanzado en el primer trimestre de 2007. Dado que el mercado inmobiliario sigue debilitado, se prevé que los precios de las viviendas se mantengan deprimidos, por lo que la riqueza inmobiliaria de las familias no mejorará significativamente. Por otra parte, aunque el crédito al consumidor comienza a mejorar lentamente, todavía se ubica en niveles muy bajos. Todos estos factores, sumados a la reciente disminución del ingreso real disponible debido al alza de los precios minoristas —fundamentalmente



de la energía— limitan la expansión del consumo privado y, en consecuencia, de la inversión (ver Gráfico II.11).

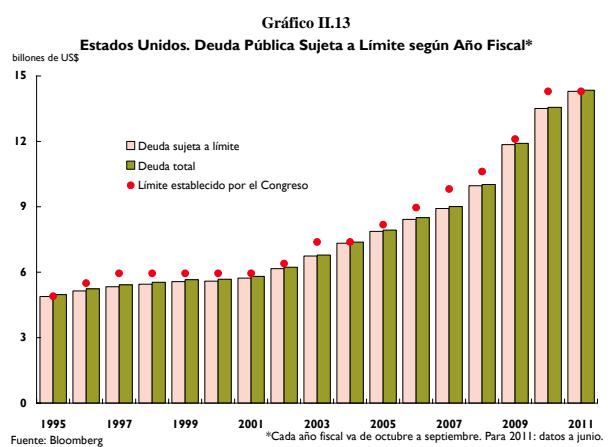
La inflación minorista estadounidense continúa acelerándose, presionada, en parte, por la suba de las materias primas. El nivel general se expandió en mayo a un ritmo de 3,6% i.a., alcanzando la mayor suba desde octubre de 2008. En tanto, el índice que excluye alimentos y energía muestra una variación de 1,5% i.a., con una trayectoria ascendente desde principios de 2011 (ver Gráfico II.12).

A pesar del mayor ritmo de suba de precios que se registró recientemente, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) considera que las expectativas de inflación se mantienen contenidas, en un escenario de crecimiento moderado e inferior al previsto. Con un mercado laboral más débil de lo esperado y la incidencia temporal de factores que limitan la expansión económica, la Fed decidió dejar sin cambios el objetivo de la tasa de interés de referencia. En tanto, en junio finalizó su programa de inyección extraordinaria de liquidez al tiempo que anunció que seguirá con su política de reinversión de los vencimientos de parte de su cartera en bonos del Tesoro. Recientemente, la autoridad monetaria indicó que, de considerarlo necesario, podría implementar nuevas medidas de relajación de la política monetaria en lo que queda del año.

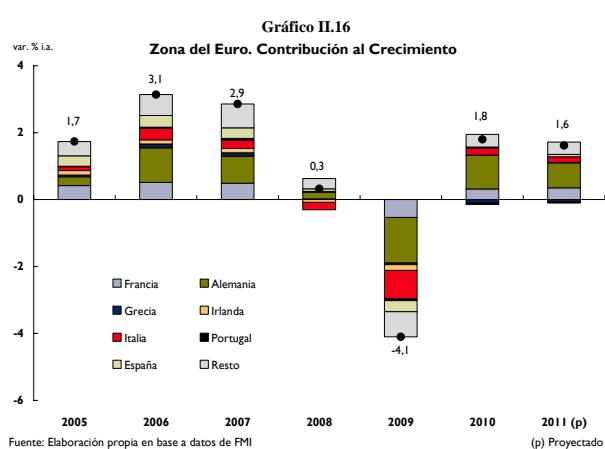
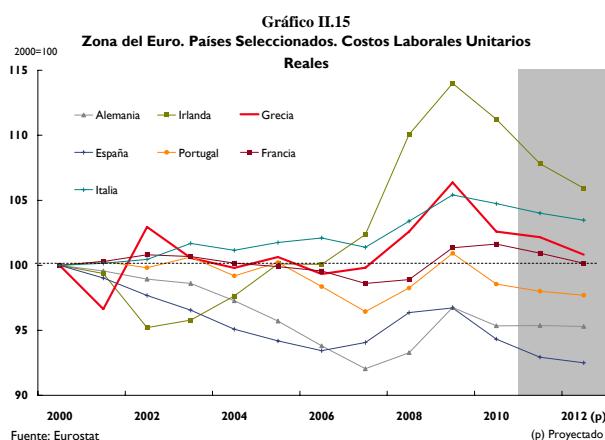
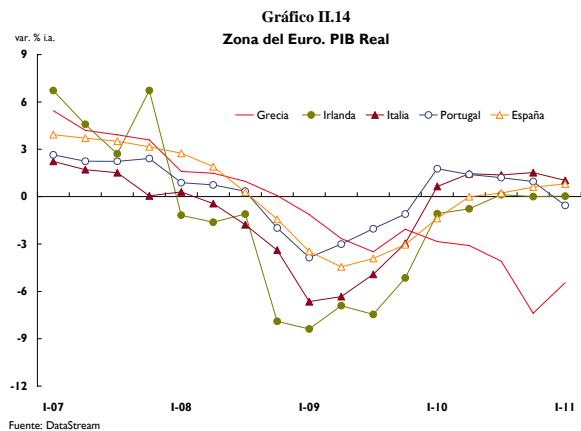


En el segundo trimestre, la mayor pérdida de consenso parlamentario en torno al rol de la política fiscal generó dificultades al Tesoro para gestionar la autorización legislativa para elevar el límite máximo de endeudamiento público (ver Gráfico II.13). Recientemente se acordó el incremento del *stock* de deuda pública a cambio de modificaciones presupuestarias tendientes a reducir el déficit fiscal en el corto y mediano plazo —que no incluye la propuesta del Gobierno de aumentos impositivos sobre los sectores de mayores ingresos—. Más allá del debate sobre las finanzas públicas, se estima que las medidas de ajuste acordadas podrían restar estímulo al crecimiento económico en los próximos años que, eventualmente, debería compensarse por el accionar de la Fed.

Europa



En la zona del euro, se observa un comportamiento heterogéneo de Alemania y Francia, por un lado, y del resto de los países por el otro (ver Gráfico II.14). Así, las economías más vulnerables del área enfrentan un importante deterioro de la actividad económica, con elevados niveles de desempleo y marcados déficits del sector externo. Incluso pese a los importantes ajustes en los costos laborales unitarios reales, los niveles de actividad económica no logran repuntar, generando dudas entre diversos analistas acerca de si las medidas en implementación son las más adecuadas (ver Gráfico II.15).



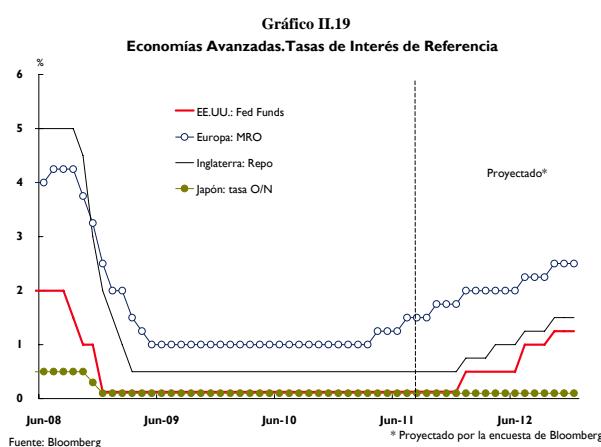
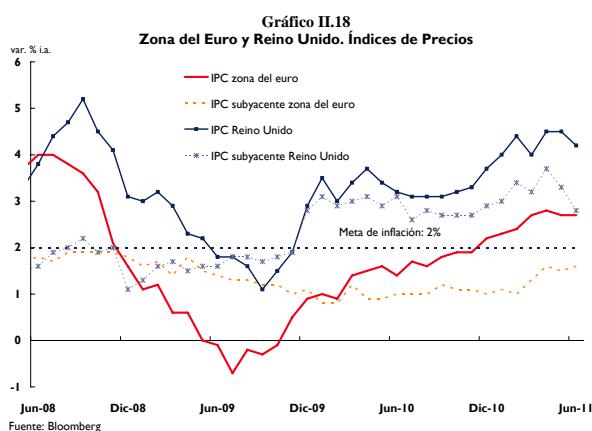
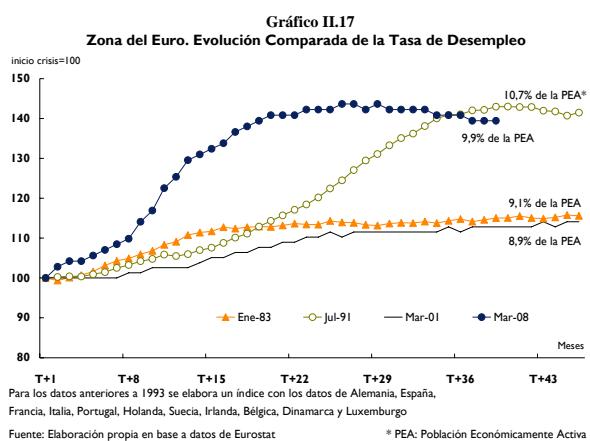
En este contexto, la región creció 3,4% trimestral anualizado s.e. en el primer trimestre de 2011, con una mejora respecto al período anterior, principalmente debido al desempeño económico de Alemania. Esto originó una leve revisión al alza en el aumento de la actividad económica prevista para 2011, donde una vez más los principales impulsores serán Alemania y Francia (ver Gráfico II.16). No obstante, en los meses recientes se intensificaron los riesgos sobre la evolución de la actividad económica, asociados a los problemas de crisis de financiamiento soberano y financiero en algunos países, así como al impacto de los programas de ajuste fiscal en un marco de elevados niveles de desempleo.

En efecto, aunque la tasa de desocupación disminuyó ligeramente desde octubre pasado, continúa en niveles muy elevados, con un mercado de trabajo significativamente deteriorado en relación con otros episodios de crisis (ver Gráfico II.17). En un análisis por país, se mantiene una amplia dispersión. Mientras la zona del euro evidenció una tasa de desempleo de 9,9% de la Población Económicamente Activa (PEA), economías como Grecia, Irlanda y España registraron tasas superiores, entre 14% y 21%, que se mantienen en torno a esos valores desde hace más de un año.

La inflación en la región se aceleró desde noviembre pasado, ubicándose por encima de la meta del Banco Central Europeo (BCE; 2%). Aunque en un primer momento este incremento estuvo básicamente influido por las subas del petróleo y de los demás *commodities*, también se verificó un mayor ritmo de incremento de la inflación subyacente, dando cuenta de ciertos efectos de segunda ronda, esto es, la incidencia de la suba de los precios de las materias primas sobre las cotizaciones de otros bienes y servicios (ver Gráfico II.18). Recientemente, la autoridad monetaria corrigió al alza las perspectivas de inflación, e incrementó la tasa de interés de referencia por segunda vez en el año, llevándola a 1,5% en julio (ver Gráfico II.19).

El significativo problema de financiamiento requirió de la asistencia financiera conjunta de la Unión Europea (UE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) a Grecia, Irlanda y Portugal, en forma complementaria con el accionar del BCE. Durante el trimestre pasado, la UE y el FMI aprobaron un paquete de ayuda a Portugal para cubrir las necesidades de financiamiento de los próximos tres años hasta un monto de €78.000 millones (46% del producto del país proyectado para 2011).

Por otra parte, en los últimos meses se intensificaron las dudas con respecto a la solvencia del gobierno griego, condicionando los siguientes tramos de asistencia financiera de la UE y del FMI y generando preocupación por el eventual contagio hacia el resto de la región. Recientemente se aprobó un nuevo programa de asistencia financiera a Grecia con un



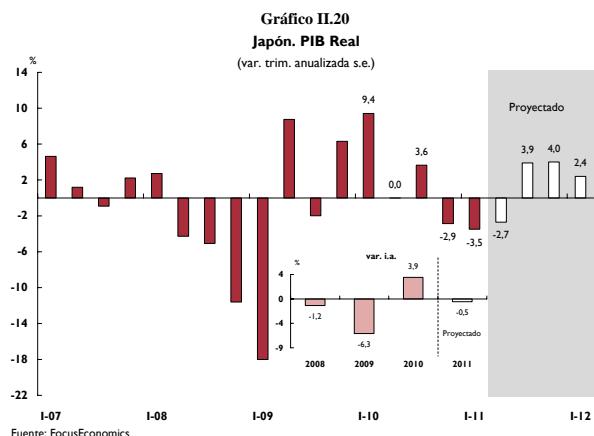
aporte de fondos oficiales por €109.000 millones (48% del PIB), un mayor plazo de repago (entre 15 años y 30 años, con un período de gracia de 10 años) y una menor tasa de interés (la equivalente a la facilidad de balanza de pagos de la UE, actualmente cercana a 3,5%).

Asimismo, este programa incluirá la participación del sector privado a través de diversas medidas de carácter voluntario. Según la propuesta actualmente bajo análisis, esta participación comprendería el refinanciamiento de deudas a través de un bono a la par a largo plazo, canje por bonos a la par o con descuento del 20% (también a largo plazo) y un programa de recompra de deuda¹. Con el objetivo de reducir el efecto contagio hacia el resto de las economías vulnerables de la zona del euro, se flexibilizó el accionar de la *European Financial Stability Facility* (EFSF), permitiéndole asistir a países en forma preventiva (sin que medie un programa de asistencia con la UE-FMI), financiar la recapitalización de entidades financieras a través de préstamos a los gobiernos e intervenir en los mercados secundarios. Cabe mencionar que las condiciones de asistencia financiera acordadas para el caso de Grecia serán aplicadas también a Portugal e Irlanda.

Los crecientes temores en torno a la efectividad de los planes de ajuste, junto con las tensiones sociales que amenazan la sostenibilidad de los mismos, llevaron a nuevos deterioros en las condiciones de acceso a los mercados financieros de estos países. En particular, la principal preocupación asociada al cumplimiento de las obligaciones de los sectores públicos y financieros radica en los potenciales impactos de una eventual ruptura de la cadena de pagos sobre otras economías, afectando particularmente la solidez de los sistemas financieros de los países centrales de Europa (Alemania, Francia y Gran Bretaña), y luego de Estados Unidos, Bélgica y Dinamarca. Cabe destacar que los sistemas financieros se encuentran profundamente interconectados y crecientemente dependientes del fondeo mayorista, constituyendo un potencial canal de contagio al resto de la zona. En efecto, otros países de mayor importancia relativa, como España, Italia y hasta incluso el Reino Unido —que no forma parte de la zona del euro— vieron la necesidad de ratificar o incluso implementar nuevas medidas de ajuste fiscal para evitar mayores contagios.

Por otra parte, el PIB del Reino Unido creció 2% trimestral anualizado s.e. en el primer trimestre del año, con perspectivas similares al resto de Europa en cuanto a la desaceleración prevista durante el segundo trimestre, según surge de los principales indicadores adelantados. La actividad económica sigue débil, con un elevado nivel de desempleo (7,8% de la

¹ Según el comunicado oficial, en una primera estimación esto implicaría una “contribución neta” del sector privado por casi €37.000 millones entre 2011 y 2015 (por rollover y canjes), mientras que la recompra de deuda generaría una contribución adicional por €12.600 millones. Sin embargo, se trata de cifras estimativas sujetas al cumplimiento de ciertos supuestos, al tiempo que el primero de los montos mencionados no sería representativo del alivio concreto que se produciría en materia de necesidades de financiamiento.



PEA) y expectativas de una lenta recuperación, en un contexto de fuerte ajuste fiscal. Los precios al consumidor continuaron mostrando incrementos y en mayo alcanzaron una expansión de 4,5% i.a., más que duplicando la meta establecida por la autoridad monetaria. Asimismo, la tasa de inflación subyacente se encuentra en la actualidad en el nivel más alto de al menos los últimos 15 años. En este contexto, el Banco de Inglaterra (BoE —por su sigla en inglés—) mantiene la tasa de referencia sin modificaciones desde marzo de 2009.

Japón

La economía japonesa presentó una caída de 3,5% trimestral anualizada s.e. del Producto durante el primer trimestre del año, como consecuencia del impacto de la catástrofe natural (ver Gráfico II.20). Como era de preverse, la proyección de crecimiento para 2011 se revisó a la baja en aproximadamente 2 puntos porcentuales (p.p.), esperándose una contracción del Producto en torno a 0,5% i.a..

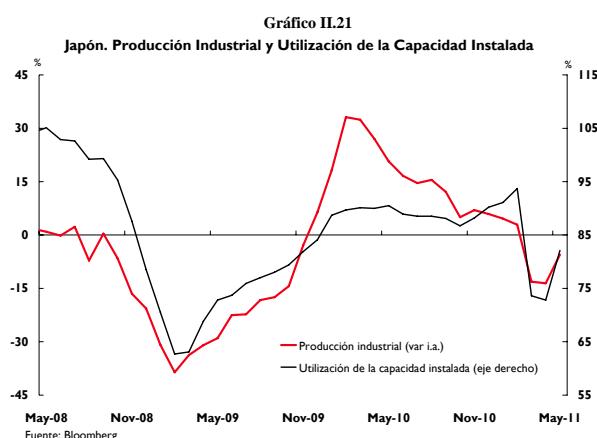
La destrucción de plantas industriales y la pérdida de capacidad de generación eléctrica, ya sea por los terremotos y el tsunami o por motivos preventivos, impactaron negativamente sobre la producción industrial. En el comienzo del segundo trimestre del año se observa una recuperación en el nivel de producción manufacturero, aunque la utilización de la capacidad instalada se ubica todavía significativamente por debajo de los niveles pre-catástrofe (ver Gráfico II.21).

En este escenario se prevé que el Banco de Japón (BoJ) continúe con su política de inyección de liquidez a través de su programa de compra de activos, incluyendo bonos del gobierno. En cuanto a las finanzas públicas, se espera que aumente el gasto público en la medida en que avance el proceso de reconstrucción, deteriorando la posición fiscal del país e incrementando el nivel de endeudamiento público en términos del Producto.

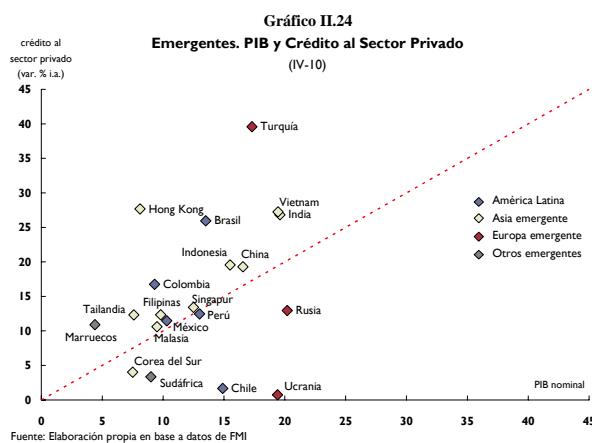
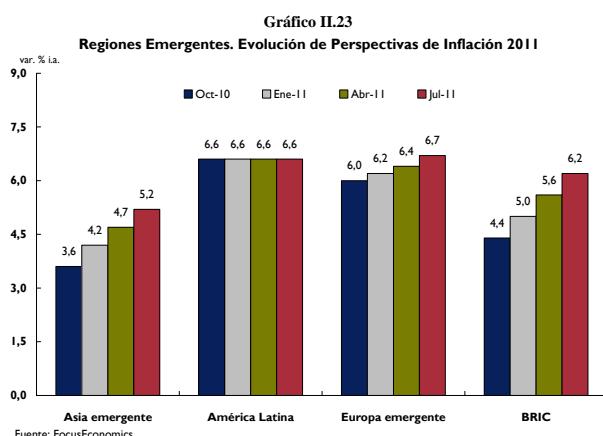
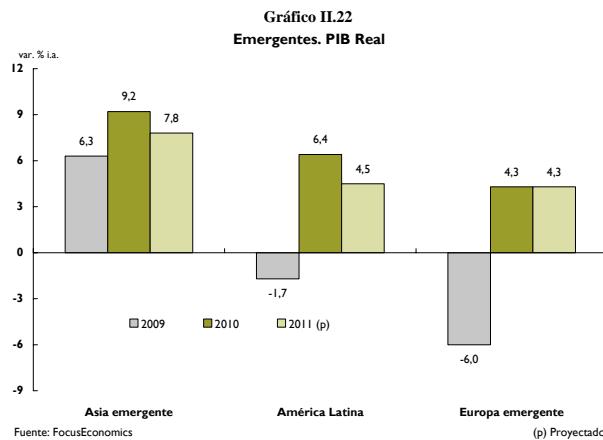
II.4 Economías Emergentes

Impulsadas por la demanda interna, las economías emergentes siguen motorizando la expansión mundial presentando, como se anticipó en el **Informe de Inflación** previo, una desaceleración en el ritmo de aumento de la producción de bienes y servicios. Se proyecta que este conjunto de países crezca en torno a 5,3%² en 2011 (ver Gráfico II.22).

Durante el segundo trimestre del año la inflación continuó incrementándose, incluso tras la moderación en la suba de los precios de las materias primas. Los efectos de segunda ronda indujeron a que las proyecciones para



² Dato elaborado en base a las proyecciones de Focus Economics, considerando la participación de los bloques en el Producto mundial según la paridad de poder adquisitivo.



el año crezcan levemente respecto de los niveles previstos un trimestre atrás (ver Gráfico II.23).

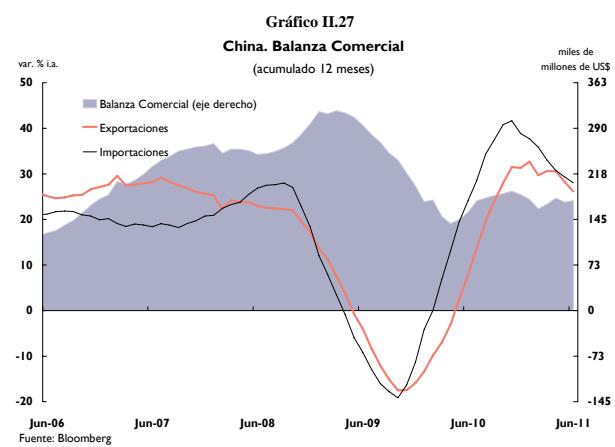
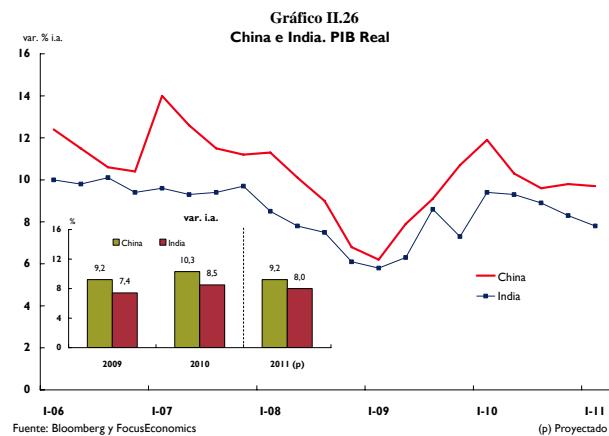
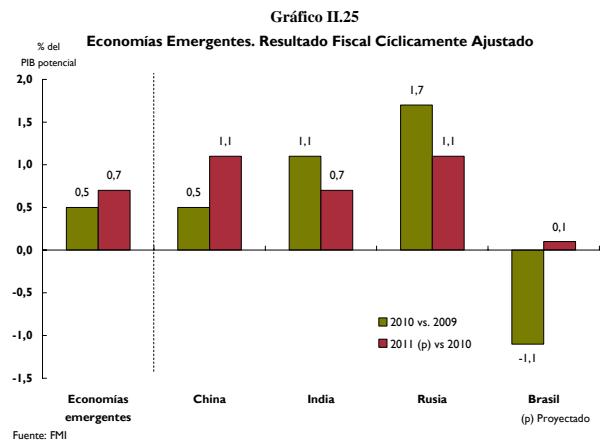
En este marco, las autoridades de las economías emergentes siguen implementando regulaciones sobre el ingreso de capitales de corto plazo, así como políticas monetarias contractivas, básicamente a partir de la suba de encajes y de las tasas de interés de referencia. Sin embargo, el aumento de la tasa de interés presenta un problema común a varias naciones, al constituir un mecanismo de desaliento sobre el crecimiento económico y un incentivo adicional al ingreso de capitales financieros especulativos, generando condiciones para una mayor apreciación de las monedas domésticas e incentivando la reprimarización de las economías. Por este motivo, en un contexto de menores presiones sobre los precios de las materias primas, se proyecta que las autoridades monetarias ralenticen el proceso de suba de tasas de interés. Asimismo, se estima que continuarán implementando medidas de intervención cambiaria y de regulación a la entrada de capitales de corto plazo, al tiempo que buscarán limitar el crecimiento del crédito para contener la formación de potenciales burbujas sobre los precios de los activos (ver Gráfico II.24).

Los países emergentes continúan fortaleciendo la posición fiscal de sus economías a partir de una reducción de los estímulos fiscales. En efecto, el resultado fiscal cíclicamente ajustado sigue mejorando en la mayoría de las economías en desarrollo, y en particular en las de mayor magnitud (ver Gráfico II.25).

Asia Emergente

Las estimaciones de actividad económica para Asia emergente se mantuvieron relativamente estables, con un crecimiento del PIB esperado para 2011 de 7,8%. Las dos principales economías de la región, China e India, seguirán liderando el crecimiento, con cierta desaceleración respecto a 2010, pero aún expandiéndose a tasas elevadas, a partir del impulso de la demanda interna. Cabe destacar que el crédito al sector privado en la región crece a tasas superiores a las del Producto nominal, dando cuenta del rol que están desempeñando los sistemas financieros en el impulso a la demanda agregada.

Frente al crecimiento económico, la aceleración registrada en la tasa de inflación, los mayores precios de los activos y la fuerte expansión del crédito, las autoridades chinas implementaron medidas monetarias de sesgo contractivo. Entre las políticas aplicadas se destacan el alza de la tasa de interés de referencia, acumulando su quinta suba desde agosto pasado, y la elevación de la tasa de



³ Este efecto, conocido como “enfermedad holandesa”, se da particularmente en los países exportadores netos de materias primas. La denominación refiere a lo ocurrido en la década del ‘60 en Holanda tras el descubrimiento de importantes reservas hidrocarburíferas en el Mar del Norte. El incremento de la oferta de divisas en el país produjo una importante apreciación cambiaria que afectó negativamente la competitividad de las exportaciones no petroleras de la economía.

encajes sobre los depósitos bancarios (por novena vez desde octubre de 2010). Más allá de la política económica más restrictiva en China, y su posible impacto sobre la actividad, se espera una expansión del Producto de 9,2% (ver Gráfico II.26).

En materia fiscal, se estima que el déficit fiscal cíclicamente ajustado para el presente año se ubique en 1,8% del PIB potencial, reduciéndose en 1,1 p.p. respecto del nivel observado en 2010, lo que estaría indicando un retiro de las medidas de estímulo implementadas en China en respuesta a la profundización de la crisis mundial.

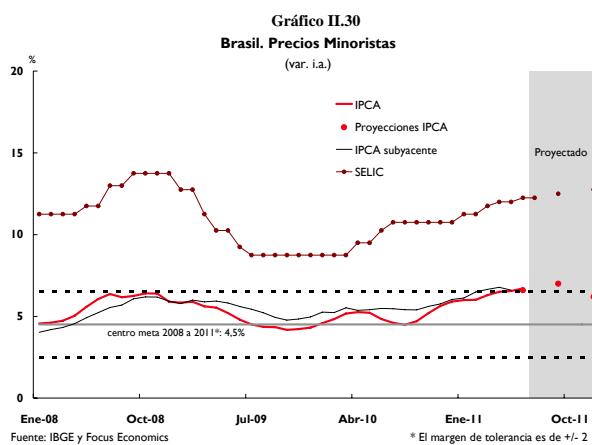
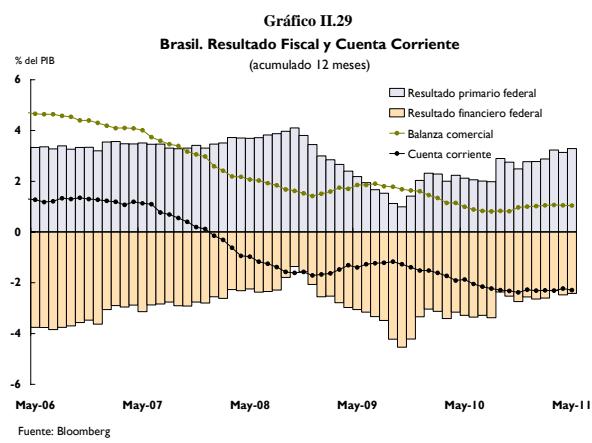
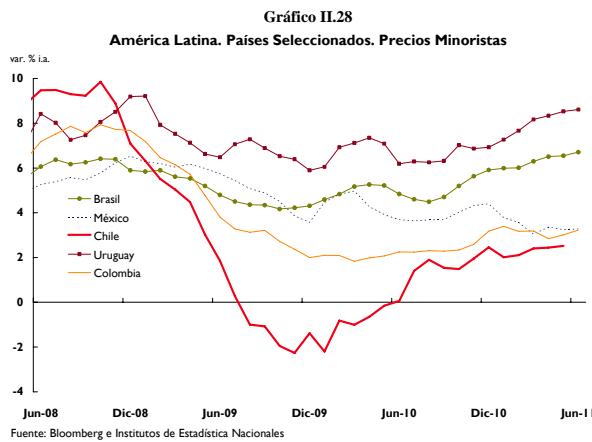
En un escenario de apreciación real del renminbi respecto del dólar, considerando los elevados precios de los *commodities* y la desaceleración de la actividad de algunos de sus principales socios comerciales, las importaciones chinas crecen a un ritmo mayor que las exportaciones (ver Gráfico II.27). Así, se espera que en 2011 el saldo de la balanza comercial registre una leve reducción respecto de 2010 aunque seguirá siendo significativamente superavitario.

América Latina

La expansión de la actividad económica de América Latina es una de las más dinámicas del mundo. Las proyecciones de crecimiento para 2011 se ubican en 4,4%, niveles similares a los estimados un trimestre atrás. En tanto, la tasa de desocupación se encuentra en torno a los niveles más bajos de las últimas dos décadas.

La relativa estabilidad reciente de las cotizaciones de las materias primas moderó las presiones inflacionarias en la región. Sin embargo, el sólido desempeño económico, los efectos de segunda ronda sobre los precios y el reducido nivel de desempleo siguen dando soporte a los niveles de inflación subyacente (ver Gráfico II.28). En este marco, la mayor parte de los bancos centrales continúan con el ciclo de política económica contractiva, mientras que los pronósticos de inflación regionales para el año se mantuvieron prácticamente sin cambios respecto a los valores de un trimestre atrás.

La Cuenta corriente de América Latina continúa deteriorándose, con un déficit previsto para 2011 equivalente a 1,4% del Producto, conforme con el incremento del gasto interno y la apreciación cambiaria, que además promueve una reprimarización del perfil externo de las economías exportadoras netas de materias primas³ (ver



Apartado 1). No obstante, existe cierta heterogeneidad dentro de la región, y países como Chile, Venezuela y Bolivia registrarían superávits externos, al tiempo que Brasil, Colombia y Paraguay exhibirían los mayores déficits.

En particular, la actividad económica de Brasil muestra un gran dinamismo, pese a que para todo 2011 se espera que el ritmo de incremento del Producto exhiba cierta desaceleración. De este modo, el crecimiento anual estimado para el presente año se ubica en 4,4%, de los cuales 3,7 p.p. son explicados por la absorción doméstica, favorecida por un mercado laboral robusto y el crecimiento del crédito, que superó en los últimos meses a la expansión del PIB.

En este contexto, el saldo deficitario de la Cuenta corriente brasileña seguirá expandiéndose, alcanzando en 2011 el nivel más elevado desde el año 2002 (en torno a 2,5% del PIB). En tanto, las cuentas públicas de abril indican que se están retirando las medidas de estímulo, al tiempo que se están reduciendo los préstamos del Tesoro al Banco Nacional de Desarrollo (BNDES). Mientras el déficit primario sigue presentando mejoras, alcanzando desempeños comparables con los niveles pre-crisis, el resultado financiero del sector público federal se mantuvo relativamente estable en los últimos meses a partir de mayores erogaciones en concepto de intereses (ver Gráfico II.29).

Por su parte, la inflación durante el trimestre superó marginalmente el rango aceptado por la autoridad monetaria. El Banco Central de Brasil (BCB) incrementó en varias oportunidades en el año su tasa de interés de referencia. Se estima que hacia fines de 2011 la tasa del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC) alcance, al menos, 12,75% (ver Gráfico II.30).

Ante el ingreso récord de divisas, el BCB continuó interviniendo activamente en el mercado de cambios y acumulando reservas internacionales a un ritmo aproximado de US\$9.000 millones por mes (ver Gráfico II.31). El tipo de cambio nominal continuó apreciándose (13% i.a. y 6% acumulado en el año), y se ubica actualmente en los niveles más bajos desde 1999. Cabe destacar que el BCB realiza una esterilización monetaria parcial mediante operaciones de mercado abierto, a partir de la venta de títulos públicos, y el alza de las tasas de encajes. Con el objetivo de contener la apreciación del real, el gobierno dispuso recientemente una serie de medidas que incluyen nuevos impuestos a las instituciones financieras por operaciones en los mercados de futuros de tipo de cambio, una ampliación de los encajes sobre posiciones vendidas en moneda extranjera por parte de los

bancos y una multa ante la liquidación anticipada de operaciones de préstamos tomados a un plazo superior a 720 días.

En tanto, los otros dos principales socios comerciales de la Argentina en América Latina, México y Chile, crecerán este año 4,4% y 6,3%, respectivamente.

El Banco de México mantuvo la tasa de interés de referencia inalterada (desde julio de 2009) priorizando proteger el nivel de actividad, fuertemente influido por las condiciones económicas imperantes en Estados Unidos. En Chile, con una inflación minorista de 3,4% i.a., la autoridad monetaria siguió incrementando la tasa de interés de referencia, que en la actualidad se ubica en 5,25%, al tiempo que continuó con su programa de intervención cambiaria.

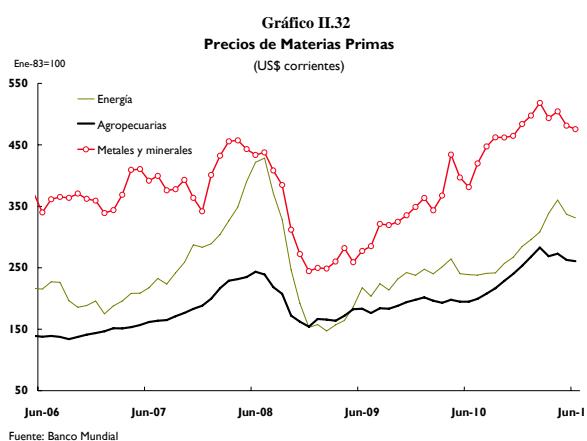
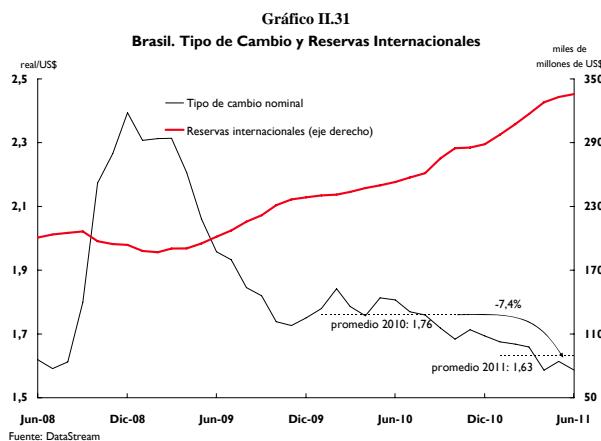
Cabe señalar que si bien la mayoría de los países de América Latina presentarán un crecimiento inferior al de 2010, algunos se expandirán a un ritmo superior, entre los que se encuentran Chile (afectado por el terremoto a principios del año pasado), Colombia y Venezuela, este último país tras recuperarse de la contracción del Producto registrado durante el año previo.

II.5 Precios de las Materias Primas

Las cotizaciones de las materias primas muestran cierta estabilización en niveles elevados. Los precios de los productos agrícolas y los metales y minerales retrocedieron levemente, luego de alcanzar récords históricos nominales un trimestre atrás (ver Gráfico II.32).

Los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y el norte de África y la catástrofe natural en Japón siguieron impactando sobre los precios de las materias primas, y en especial de la energía. El comportamiento en el trimestre estuvo determinado por una trayectoria volátil ante la incertidumbre en torno a la crisis en la zona del euro y datos económicos desalentadores en las principales economías demandantes de materias primas, y su posible impacto sobre la evolución de la economía global.

Según el índice del Banco Mundial, los precios de los *commodities* agrícolas cayeron en los últimos meses (-3% en el trimestre), aunque en el promedio del trimestre superaron en 36% a los valores del mismo período del año previo. Este comportamiento estuvo vinculado con las mejoras climáticas en las regiones productoras del mundo y las proyecciones de abundantes cosechas para el ciclo 2011/12. Las primeras estimaciones para la próxima campaña agrícola señalan que la producción global de granos alcanzaría un nuevo récord his-



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

	Campaña 2010/11 (mill. tn.)	Campaña 2011/12 (mill. tn.) Mayo	Campaña 2011/12 (mill. tn.) Julio	Variación Mayo-Julio (%)
Soja	Oferta total ^a	321,2	327,1	0,1
	Demanda total	254,4	262,7	-0,0
	Stocks finales	63,8	61,9	0,2
Trigo	Oferta total ^a	844,3	851,8	0,1
	Demanda total	662,1	670,5	-0,0
	Stocks finales	182,2	181,3	0,5
Maíz	Oferta total ^a	960,8	989,9	0,3
	Demanda total	838,6	860,8	2,0
	Stocks finales	122,2	129,1	-10,4
Arroz	Oferta total ^a	545,4	554,9	-0,4
	Demanda total	448,4	458,7	-0,5
	Stocks finales	97,0	96,2	0,1

^aLa Oferta total incluye la producción total + stocks iniciales

Estimado a julio 2011.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA

tórico, lo que contribuye a aliviar la presión alcista sobre los precios luego de los inconvenientes climáticos que afectaron el ciclo pasado (ver Cuadro II.1). No obstante, se prevé también una suba en el consumo, principalmente en los países emergentes, impidiendo que los inventarios mundiales se recuperen y provocando que el balance de oferta y demanda siga siendo ajustado.

Las cotizaciones de los metales y minerales se contrajeron 3% en el trimestre, aunque permanecieron 20% por encima de los registros de un año atrás. En tanto, la energía creció 9% entre abril y junio, determinando una suba de 38% i.a..

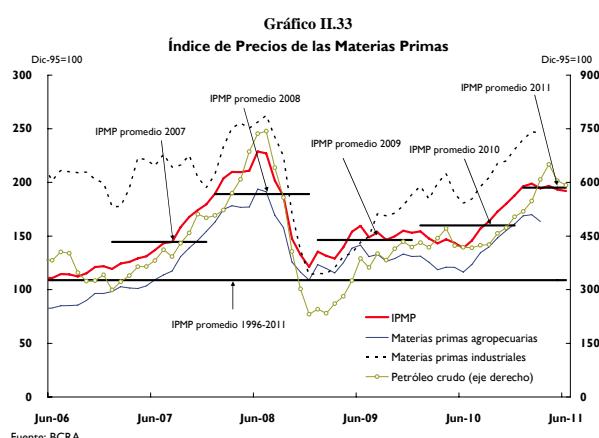
Si se analiza la evolución de los precios de las materias primas de acuerdo a una canasta de monedas, se observa que parte del alza está influida por la depreciación interanual del dólar (9,3% en relación a una canasta de monedas de los principales socios comerciales estadounidenses)⁴.

Por otra parte, durante el trimestre, el comportamiento de los mercados financieros asociados a *commodities* agrícolas, verificó un fuerte desarme de las posiciones en los mercados de futuros y opciones, contribuyendo a una mayor volatilidad de las cotizaciones. En este marco, los países del Grupo de los 20 (G-20) continuaron con el debate en torno a las estrategias de coordinación global de políticas agrícolas y de seguridad alimentaria.

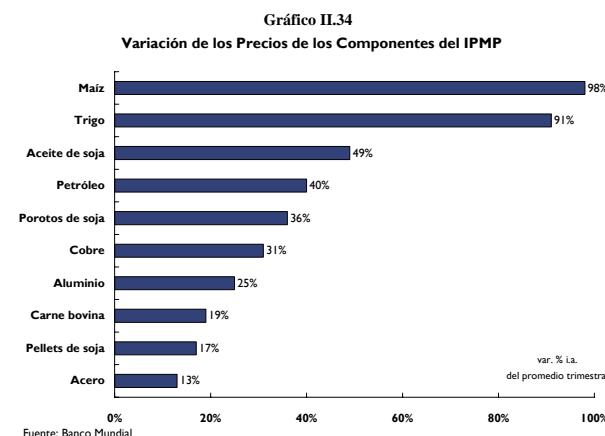
En este contexto, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA –que refleja la evolución ponderada de las cotizaciones de los productos primarios más relevantes en las exportaciones argentinas–, cayó 1,3% en promedio durante el segundo trimestre del año, aumentando 35,5% en términos interanuales (ver Gráfico II.33). De esta manera, el IPMP resultó 76% superior al promedio histórico de la serie iniciada en 1996 (ver Gráfico II.34). Se destacan las subas interanuales del maíz, del trigo, del aceite de soja y del petróleo.

En contraposición con el alza del petróleo, las tarifas de fletes marítimos para cargamentos secos a granel disminuyeron en el segundo trimestre de 2011. En particular, el *Baltic Dry Index* (BDI) se ubicó 60% por debajo de los valores de un año atrás y en niveles significativamente inferiores a los pre-crisis, hecho que responde en mayor medida a la sobreoferta de servicios de fletes mundial. Por su parte, los precios de los fertilizantes aumentaron 58% i.a., y alcanzaron el valor más alto desde noviembre de 2008 (ver Gráfico II.35).

Para los próximos trimestres de 2011 la incertidumbre en torno al desempeño de la economía global y las perspectivas climáticas continuarán imprimiendo volatilidad en los



Fuente: BCRA



Fuente: Banco Mundial

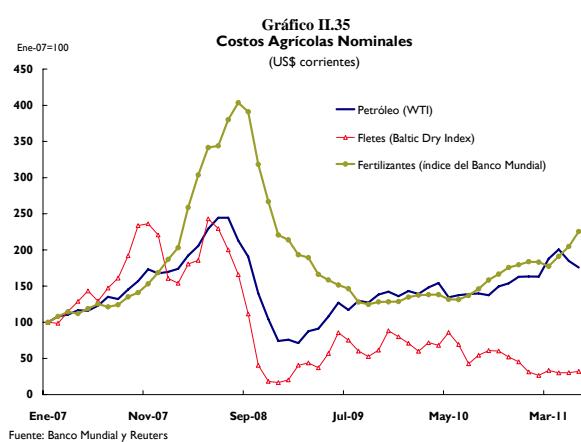
⁴ Dado que las cotizaciones de las principales materias primas están expresadas en dólares estadounidenses, la variación en el valor de la unidad de cuenta con respecto al resto de las monedas debe considerarse para el análisis de la evolución de los precios.

precios de las materias primas. Sin embargo, se mantienen las proyecciones de crecimiento mundial, en especial de los países emergentes, y diversos factores estructurales, como la creciente demanda de alimentos y el desarrollo de la industria de biocombustibles, que hacen prever que las cotizaciones de los productos primarios mantengan una tendencia alcista en el mediano plazo.

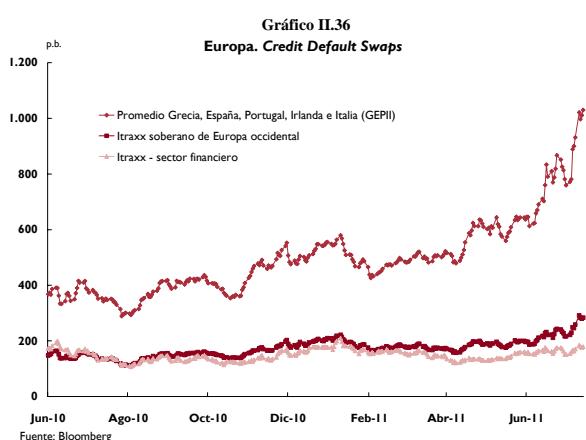
II.6 Mercados Financieros Internacionales y Flujos de Capitales

Los mercados financieros mantienen la cautela en un escenario de incertidumbre principalmente en torno a la crisis de la deuda en la zona del euro y a las perspectivas menos optimistas sobre la evolución de la economía norteamericana —a lo que se le sumó, más recientemente, la disputa en torno al techo de la deuda en Estados Unidos—. Los *spreads* de la deuda de las economías más vulnerables de la zona del euro siguieron registrando nuevos máximos, en función de la complejidad de las negociaciones entre las autoridades europeas para la instrumentación de un nuevo paquete de ayuda (ver Gráfico II.36). Si bien a mediados de julio se anunció un paquete de medidas que busca apuntalar la situación de Grecia y evitar efectos negativos sobre otras economías, el involucramiento —voluntario— de los tenedores privados de deuda genera dudas respecto al impacto sobre los balances de los bancos y al posible contagio a otros países avanzados, además de una eventual incidencia sobre mercados específicos, como el de los *Credit Default Swaps* (CDS), en el caso de que la forma de implementación de la operación pueda activar estos contratos.

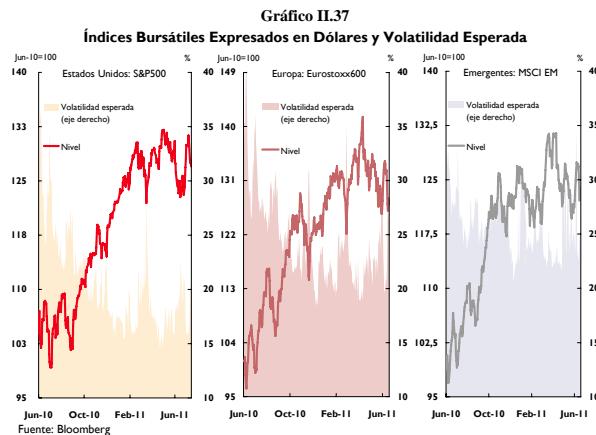
En este contexto, los mercados bursátiles mostraron cierto estancamiento, viéndose particularmente afectados los activos de las economías emergentes. Las bolsas de Estados Unidos y Europa registraron un saldo trimestral negativo en moneda local, aunque con pérdidas acomodadas. El índice bursátil S&P 500 de Estados Unidos retrocedió menos de 0,5%, mientras que el índice general europeo cedió casi 1% (ver Gráfico II.37). Este comportamiento se dio en un contexto de aún elevada volatilidad, más allá de la leve caída observada en el promedio trimestral de los principales indicadores. En julio el deterioro se profundizó, con mermas mayores a 3% en moneda local, tanto en Estados Unidos como en Europa, y subas en la volatilidad esperada. Con respecto a las bolsas de economías emergentes, el agregado medido en dólares presentó una pérdida trimestral de casi 2%. El deterioro fue más marcado para las bolsas de América Latina, con una merma entre fines de marzo y mediados de año de 3,6% (que siguió extendiéndose en julio).



Fuente: Banco Mundial y Reuters

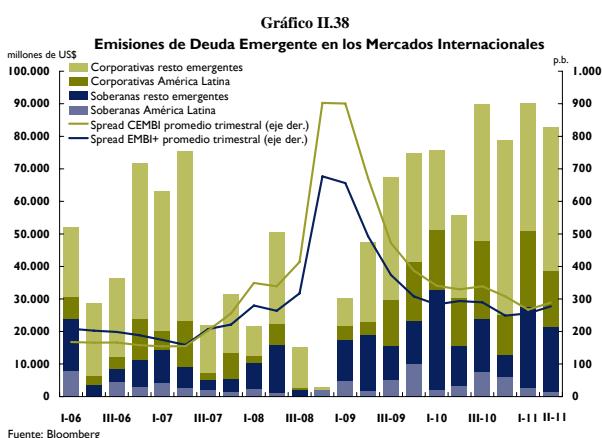


Fuente: Bloomberg



La cautela en los mercados internacionales también se vio reflejada en un comportamiento decreciente de los rendimientos de la deuda norteamericana de mayor plazo, como es el caso de los instrumentos a 10 años, que registraron recortes de alrededor de 30 puntos básicos (p.b.) en el trimestre, pasando de casi 3,45% a 3,15% —mientras que en julio llegaron a perforar el nivel de 3%—. No obstante, los *spreads* soberanos de las economías emergentes cerraron el trimestre sin grandes cambios según el *Emerging Markets Bond Index plus* (EMBI+), tanto a nivel general como para el agregado de América Latina, aunque a comienzos del tercer trimestre prevalecía una clara tendencia a la ampliación. Con respecto a las emisiones de deuda de economías emergentes en los mercados internacionales, éstas evidenciaron una caída trimestral de aproximadamente 10%, aunque todavía presentan un crecimiento cercano a 50% i.a. (ver Gráfico II.38). Las colocaciones corporativas siguen una trayectoria ascendente y más estable a nivel trimestral y un avance más marcado en términos interanuales.

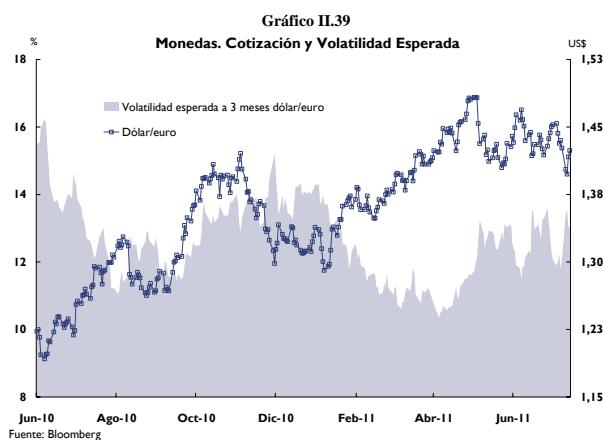
Con respecto a los movimientos de capitales, se observó un mayor flujo hacia fondos de inversión especializados en acciones de economías emergentes, revirtiendo la tendencia de los primeros tres meses del año. Cabe destacar que el mayor dinamismo estuvo concentrado al inicio del trimestre y, en particular, en fondos especializados en Asia. Distinto es el caso de los fondos de renta fija, que siguieron presentando entradas sostenidas a lo largo del período, persiguiendo básicamente los desempeños derivados de la expectativa de apreciación de la mayoría de las monedas de países emergentes.



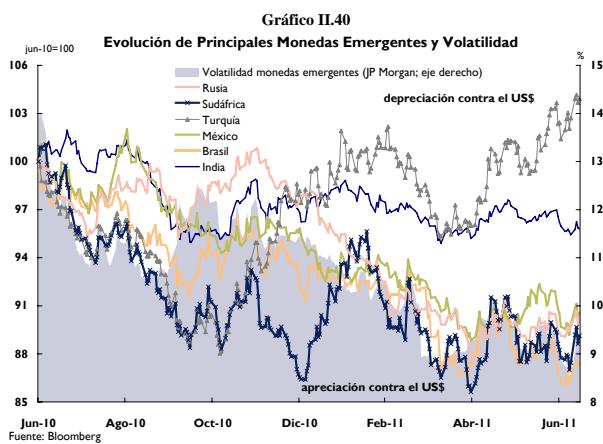
El dólar se depreció 2,4% respecto del euro durante el segundo trimestre (ver Gráfico II.39), aunque con un comportamiento mucho más volátil que entre enero y marzo. Ya en julio, el dólar pasó a corregir parte de esta depreciación. En este contexto, las principales monedas de las economías emergentes se mantuvieron relativamente estables, aunque con una leve tendencia a la apreciación respecto de la divisa norteamericana en el trimestre (ver Gráfico II.40). En particular, se destacó la apreciación trimestral de más de 4% del real brasileño respecto del dólar, que llevó a que las autoridades del país tomaran en julio nuevas medidas para frenar esta tendencia.

Frente a este escenario de cautela en los mercados financieros y elevada incertidumbre, la Fed, junto con el Banco de Canadá, el BCE, el Banco Nacional Suizo, el BoE y el BoJ anunciaron una nueva ampliación de las líneas de *swaps* de monedas hasta el 1º de agosto de 2012. Estas líneas, destinadas a garantizar la liquidez en los mer-

cados de divisas, se habían establecido por última vez en mayo de 2010, con un plazo definido hasta agosto de 2011.



Si bien existe una configuración favorable de factores macroeconómicos en las economías emergentes (mayores expectativas de crecimiento, precios de materias primas en niveles relativamente altos, tasas de interés aún bajas en las principales plazas financieras, entre otros), dado que las cotizaciones de los activos mostraron importantes incrementos en los trimestres anteriores, es previsible una mayor selectividad por parte de los inversores. Adicionalmente, la evolución de los activos de mercados emergentes seguirá estando condicionada por riesgos fundamentalmente vinculados a la situación en las economías desarrolladas. En particular, a pesar de las medidas anunciadas en julio, la crisis de deuda en la zona del euro sigue sin resolverse y esto podría implicar el resurgimiento de la volatilidad en los mercados en los próximos meses, sin descartarse eventuales alteraciones en los flujos de capitales globales.



Apartado 1 / Algunas reflexiones sobre la relación entre los términos de intercambio, el crecimiento y el desarrollo económico en América Latina

En los últimos años, el incremento de los precios internacionales de las materias primas, que llevó a que las cotizaciones de algunos productos alcancen niveles⁵ máximos históricos, permitió un alza significativa de los Términos de Intercambio (TI) en América Latina. Si bien algunos analistas afirman frecuentemente que una de las variables relevantes que explican el crecimiento económico reciente responde a las mejoras en las relaciones de precios relativos de las exportaciones, un análisis más detallado sugiere que sin medidas adecuadas de política económica, la suba de los TI no necesariamente se traduce en mayor crecimiento, y en particular, en mejores condiciones de vida para la población.

Durante los últimos 60 años, los TI para América Latina registraron, con mayor o menor volatilidad, dos fases descendentes y ascendentes, respectivamente. La primera etapa de reducción de los TI se inició en los años '50 y prevaleció hasta fines de la década del '60. En estos años, se desarrollaron varias teorías sobre el “deterioro secular” de los TI⁶, que preveían una tendencia irreversible, a partir de menores precios de los bienes primarios –de bajo valor agregado– en relación con los productos manufacturados (ver Gráfico 1). El perfil comercial de las economías latinoamericanas en estos períodos era significativamente importador de bienes manufacturados y exportador de productos primarios en el marco de un incipiente proceso de industrialización por sustitución de importaciones.

Gráfico 1 | América Latina. Términos de Intercambio y Relación de Precios de Commodities Agrícolas y Manufacturas



⁵ Cociente entre los precios de las exportaciones y los de las importaciones (canastas móviles).

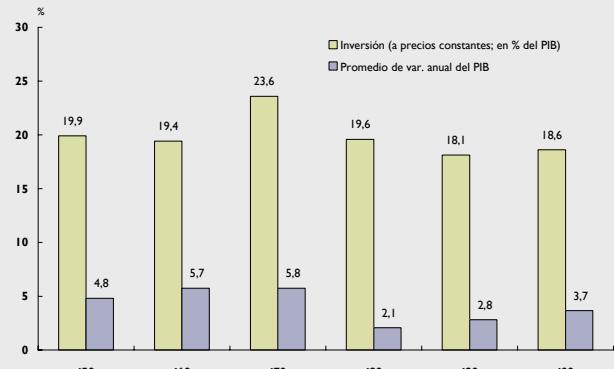
⁶ Entre las cuales se destaca la hipótesis de Prebisch-Singer y el estructuralismo latinoamericano de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre el deterioro de los TI, formulada a comienzos de los años cincuenta, y que se mantuvo en el centro de muchos debates sobre el subdesarrollo.

Posteriormente, en los '70, el *shock* del precio del petróleo llevó a un fuerte incremento de los precios de los productos energéticos. Esto originó una significativa recuperación en los TI en América Latina, que se extendió hasta inicios de la década de los '80, cuando se registró un nuevo punto de inflexión, y una significativa corrección de la relación de precios, en el marco de la crisis de la deuda latinoamericana.

Los TI retomaron su tendencia creciente a comienzos de los '90, cuando la contribución de los países emergentes al aumento de la población y al ingreso mundial, el incremento del contenido proteico de la dieta en algunos países y el desarrollo de la industria de biocombustibles, entre otros factores, configuraron un escenario de persistentes presiones alcistas sobre los precios de las materias primas.

Por su parte, la volatilidad en el crecimiento económico fue un factor presente en la historia de América Latina, especialmente en el último cuarto del siglo XX. No obstante, en promedio desde los '50 a los '70 y en la última década se observaron las mayores tasas de crecimiento de la región (ver Gráfico 2). Estos registros de expansión económica coincidieron con los niveles más elevados de inversión, tal como lo predice la teoría económica, al considerar que la acumulación de capital constituye uno de los principales factores de impulso al crecimiento económico, junto a otros, como la investigación y el desarrollo tecnológico y la capacitación de la fuerza laboral.

La inversión fue precisamente el principal sustento del proceso latinoamericano de industrialización por sustitución de importaciones que se plasmó, entre los '50 y

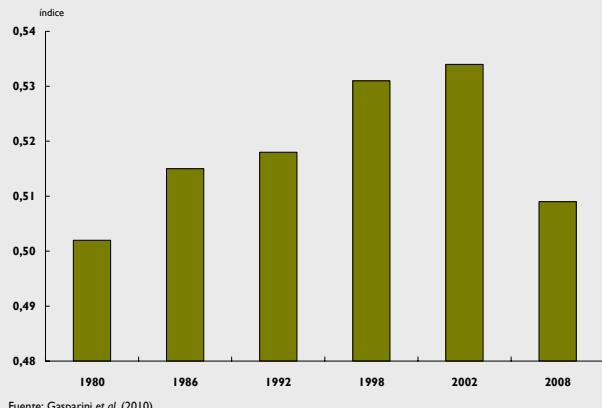


los '70, en un incremento significativo del nivel de actividad económica, con una política atenta al nivel de empleo, a la distribución del ingreso y a la asignación de

recursos para sustentar el crecimiento. Sin embargo, en los años '70, la insuficiencia de los niveles de ahorro interno, a pesar de la presencia de elevados TI, condujo al persistente uso del financiamiento externo en varios países latinoamericanos. Esto sentó las bases de vulnerabilidad que luego desencadenaron la crisis de deuda en los '80. En la región sobrevinieron años de mucha volatilidad e incluso caídas en el Producto, derivando en elevadas tasas de desempleo y dinámicas de "estanflación".

En la década de los '90, en parte por el cambio de tendencia de los TI y por la implementación en América Latina de una serie de medidas de liberalización económica -privatizaciones, desregulación de los mercados, liberalización de los sistemas financieros, comercio exterior y flujos de capitales- se retomó un sendero de crecimiento aunque con limitados avances en materia de desarrollo social. En efecto, el sistemático deterioro en la distribución del ingreso observado desde la década del '80, llevó a América Latina a configurarse como la segunda región más desigual del mundo en los años '90, después de África⁷ (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | América Latina. Coeficiente de Gini



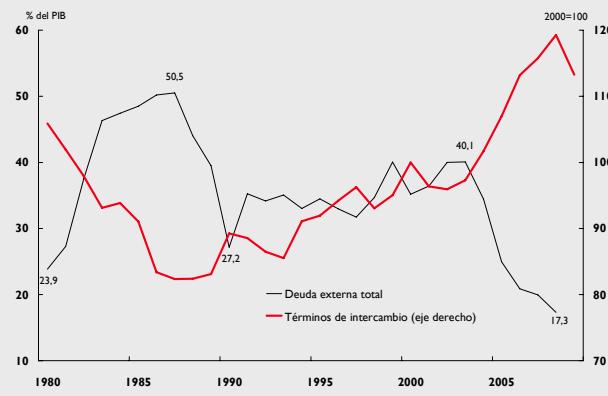
En contraste, durante la última década, una vez superadas las repercusiones de la crisis asiática, los países de América Latina, junto con otras economías emergentes, presentaron una significativa suba del ahorro interno, que permitió mejorar sustancialmente el resultado de la cuenta corriente y reducir la posición deudora internacional de la región (ver Gráfico 4). Sin embargo, a partir de la profundización de la última crisis internacional en el año 2008, se observó cierto deterioro en los saldos de comercio exterior, aunque se mantuvo el proceso de acumulación de reservas internacionales, indicando que el financiamiento del resto del mundo habría retomado un sendero creciente.

A priori, una mejora en los TI resulta favorable dado que para adquirir una cantidad determinada de importaciones se requiere una menor cantidad de ventas externas, implicando un menor esfuerzo para la economía en

⁷ Informes sobre el Desarrollo Humano (Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo).

términos agregados. No obstante, teniendo en cuenta que sólo una fracción de la población se ve favorecida directamente por la mejora en los TI, ésta última resultará efectivamente en un beneficio para la mayor parte de la sociedad en la medida en que existan mecanismos de distribución a todos los estratos sociales. A tal fin, cobran relevancia las políticas económicas que permiten difundir las ganancias en TI tales como las orientadas a la industrialización y la promoción del empleo, a la focalización del gasto público en los sectores más vulnerables o a la profundización del mercado financiero para potenciar su rol de canalizador del ahorro hacia el consumo y la inversión.

Gráfico 4 | América Latina. Deuda Externa y Términos de Intercambio



Asimismo, la asociación sencilla entre aumento del ingreso por exportaciones primarias y las mejoras en el crecimiento económico ignora las consecuentes presiones a la apreciación del tipo de cambio y la potencial pérdida de competitividad del resto de los sectores transables⁸. En particular, en la última década la suba de los TI obedeció mayormente al incremento de los precios de los productos primarios, incentivando una reprimarización económica en la región⁹.

En efecto, en la evidencia histórica latinoamericana no se observa una correlación unívoca entre los TI y el crecimiento económico y otras variables socioeconómicas. En las primeras décadas del período bajo análisis la región mostró elevadas tasas de crecimiento, incluso pese al deterioro de los TI. Por otra parte, durante las fases alcistas de las relaciones de precios de exportaciones e importaciones, la tasa del crecimiento económico per cápita fue heterogénea.

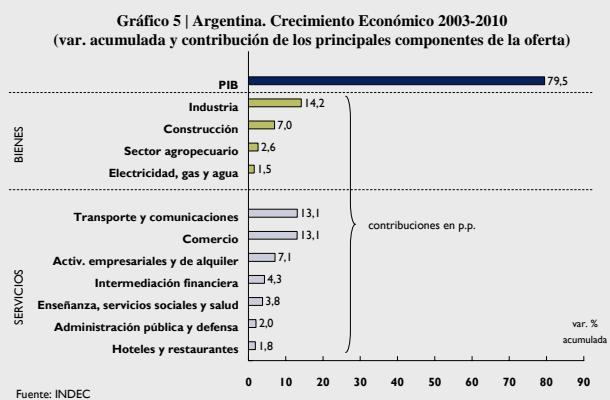
⁸ Este fenómeno se conoce como "enfermedad holandesa" y se refiere a lo ocurrido en la década del '60 en Holanda tras el descubrimiento de importantes reservas hidrocarburíferas en el Mar del Norte. El incremento de la oferta de divisas en el país produjo una importante apreciación cambiaria que afectó negativamente la producción de bienes no petroleros de la economía.

⁹ Entre 2003 y 2008 se elevó en 8,6 puntos porcentuales la participación de los productos primarios en las exportaciones de América Latina al representar el 52,9% del total de las ventas externas.

Dentro de este escenario latinoamericano, la Argentina compartió los rasgos más salientes del desempeño económico de la región desde mediados del siglo pasado. Incluso, por la significativa base agroexportadora de su perfil productivo, en los últimos años se vio beneficiada por el fuerte aumento de los TI, traccionados principalmente por el precio de los bienes agrícolas de climas templados. Si bien la última secuencia de suba de los precios internacionales de las materias primas que exporta la Argentina no fue tan elevada como el aumento que experimentaron los precios de los metales y minerales y la energía, le permitió al país relajar la restricción externa. El sostenimiento de un tipo de cambio adecuado para el desarrollo industrial limitó que este fenómeno internacional impactara negativamente sobre los sectores exportadores de productos de mayor valor agregado.

En efecto, la expansión industrial tuvo un rol significativo en el crecimiento económico argentino aportando – sólo de manera directa – en torno al 15% de la expansión acumulada durante 2003 y 2010, al crecer a una tasa del 8,1% promedio anual (87% de incremento en todo el período; ver Gráfico 5). El aumento de la actividad industrial fue ampliamente difundido entre las diversas ramas del sector, con un desempeño notablemente dinámico en los rubros no tradicionales tales como aparatos de radio, TV y comunicaciones, instrumentos médicos, vehículos automotores, maquinarias y aparatos electrónicos, sustancias y productos químicos, entre otros.

evitar la reprimarización del perfil externo a partir del estímulo a la diversificación de los sectores productivos. En este sentido, la política económica debe considerar especialmente los mecanismos que permiten aprovechar los escenarios favorables de TI para maximizar el desarrollo económico de la sociedad en su conjunto.



En los últimos años, la tasa de inversión creció sostenidamente alcanzando los niveles máximos de los últimos 28 años, si bien aún se ubica por debajo de los niveles registrados en la década de los '70. No obstante, a diferencia del pasado, el financiamiento de la acumulación de capital se originó esta vez en una fuente más estable: el ahorro interno.

En suma, si bien el aumento relativo en los precios de exportación contribuye a la generación de ingresos, también resulta acertado afirmar que se requiere de la implementación de políticas económicas adecuadas para traducir la bonanza externa en mejores condiciones de vida para todos los estratos sociales, procurando a la vez

III. Actividad Económica

III.1 Síntesis

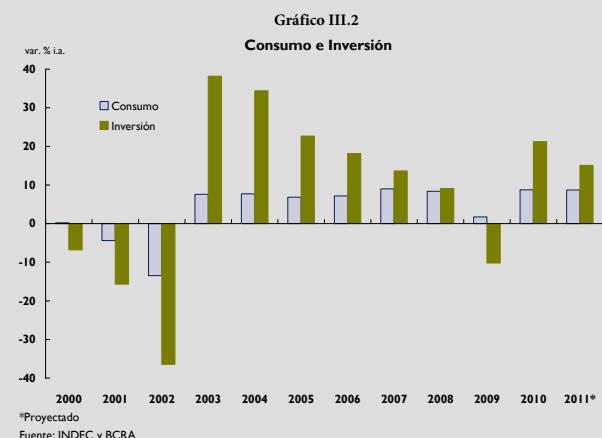
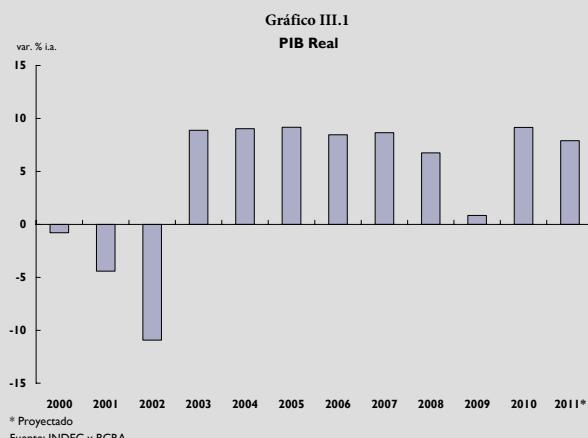
Durante el primer trimestre la economía creció por encima de lo previsto en el anterior **Informe de Inflación**, mientras que los indicadores adelantados señalan que lo mismo ha ocurrido entre abril y junio. En adelante, se espera que la actividad económica siga incrementándose y por lo tanto se estima un crecimiento del PIB para 2011 superior a 7,5%.

Analizando por el lado de la demanda, la inversión sigue siendo el rubro que presenta la tasa de crecimiento interanual más elevada entre los componentes del gasto interno por sexto trimestre consecutivo. El impulso proviene en mayor medida de las nuevas adquisiciones de Equipo durable de producción por parte de las empresas para responder a la mayor demanda interna y del resto del mundo de productos locales. La Inversión en construcción también aumentó, pero en menor magnitud que el resto de los componentes. En este marco, la Inversión bruta interna fija se ubica en valores récords y se prevé que siga expandiéndose durante 2011 a un mayor ritmo que el promedio de la economía, llevando la Tasa de inversión a más de 24% del PIB, por encima de lo esperado en el inicio del año.

El Consumo privado se mantiene como el principal impulsor de la economía, dado su dinamismo y su participación en el Producto. El mayor gasto de las familias se ve favorecido por el aumento de los ingresos a partir del incremento del empleo, de las subas salariales y de las transferencias públicas. En el mismo sentido operan las posibilidades de financiación existentes en los mercados de crédito y los planes de cuotas y promociones lanzadas por los comercios en conjunto con las entidades financieras. Por su parte, el Consumo público presenta una tendencia similar a la de los trimestres previos.

Los volúmenes de exportación permanecen en aumento en el transcurso de 2011, principalmente por el incremento en las ventas de productos industriales. Las importaciones se elevan en mayor cuantía, impulsadas por la adquisición de maquinarias y equipos y de combustibles para sostener la producción local y, en menor medida, por las compras de bienes de consumo. De este modo, como es habitual en fases expansivas del ciclo, las Exportaciones netas contribuyen de manera negativa al crecimiento de la economía, situación que se prevé persista para el resto de 2011.

Por el lado de la oferta, la producción de bienes evidencia un fuerte aumento interanual, impulsada por la industria y la construcción. Contrariamente, el sector agropecuario redujo su dinamismo, por la caída de la actividad agrícola y pecuaria con respecto al segundo trimestre de 2010. En relación a los servicios, la mayor actividad industrial y el comercio internacional favorecen al incremento del comercio mayorista y minorista y del transporte y las comunicaciones. Los servicios de intermediación financiera también exhiben un crecimiento significativo, al tiempo que crecen las actividades empresariales relacionadas con los negocios inmobiliarios.



III.2 Demanda

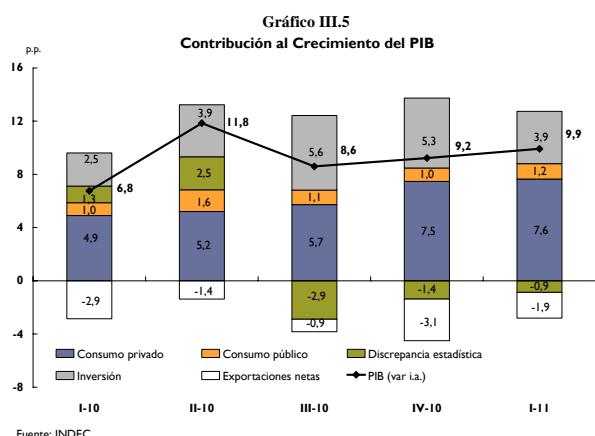
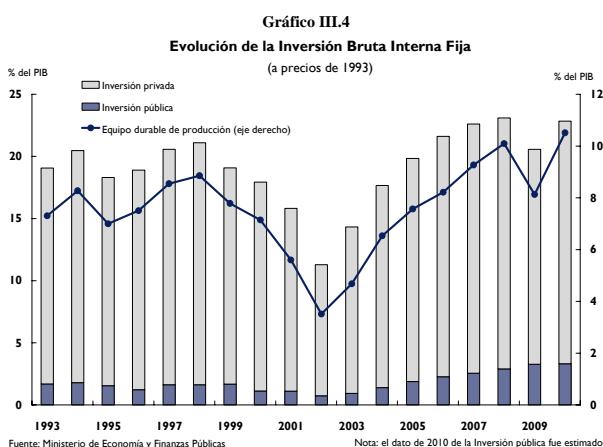
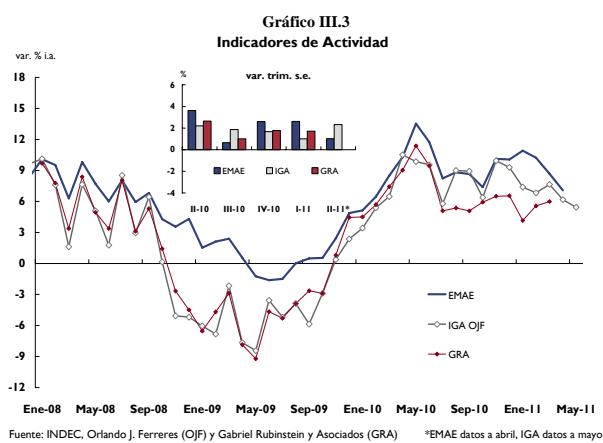
La actividad económica se expande de manera sostenida, acumulando un crecimiento en el transcurso del año superior a 8% y al previsto (Gráfico III.3). El impulso al Producto proviene de la demanda interna, por los mayores niveles de consumo y de inversión.

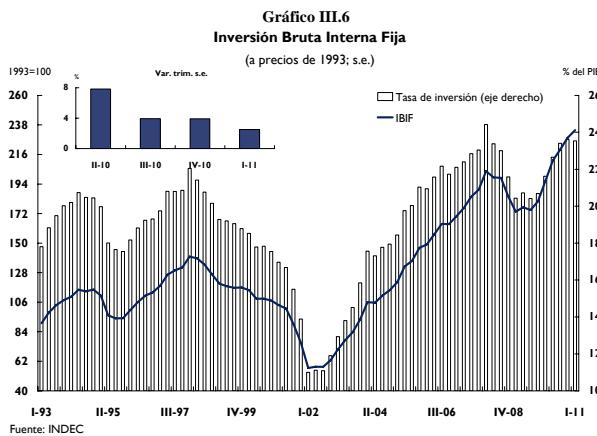
La Inversión se presenta como el componente de mayor dinamismo dentro del gasto agregado, alcanzando valores récords. Las empresas incrementaron las compras de Equipo durable de producción, principalmente importado. En tanto la inversión en Construcción crece a partir de nuevas obras públicas y privadas, aunque a un ritmo más moderado que el resto de los componentes del gasto en Inversión. Ante el sostenido aumento de la demanda local y del exterior, se espera que la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) siga creciendo a un ritmo superior al Producto, hasta alcanzar una Tasa de inversión superior a 24% del PIB (ver Gráfico III.4).

El Consumo privado se mantiene como el componente del gasto que más contribuye al crecimiento, en un marco de continuo aumento de los ingresos, apuntalados por la fortaleza del mercado laboral y las transferencias públicas. El Consumo público también exhibió una contribución positiva al crecimiento, levemente por encima de las observadas durante los últimos trimestres (ver Gráfico III.5).

El sector externo contribuyó de manera negativa al avance de la economía, aunque en menor cuantía que en períodos pasados. Las cantidades exportadas se redujeron en el segundo trimestre, a pesar de la suba de las ventas al exterior de productos industriales. En tanto, la expansión de la actividad económica impulsó al aumento de los volúmenes importados, en mayor medida de bienes intermedios y de capital, así como de combustibles, necesarios para sostener el aumento de la producción local.

Para los próximos meses, se espera que la economía se mantenga en expansión de no mediar un abrupto cambio en las condiciones internacionales. La demanda interna, favorecida por la mejor distribución del ingreso y las favorables expectativas de los empresarios, seguiría en ascenso. Teniendo en cuenta el importante arrastre estadístico, se elevaron las proyecciones para 2011, estimándose al presente una tasa de crecimiento del Producto superior a 7,5%.



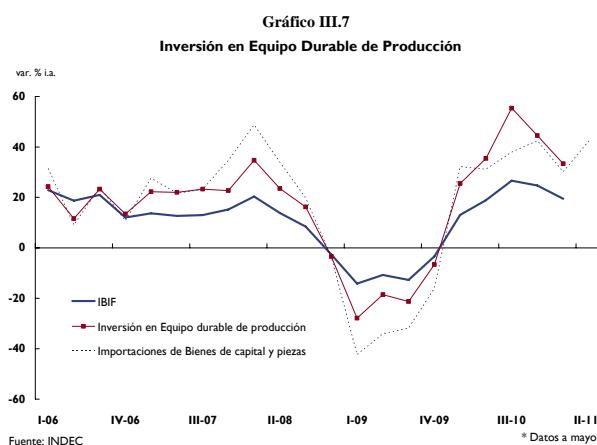


Inversión

La inversión volvió a crecer en términos interanuales en el segundo trimestre por sexto período consecutivo y exhibió el mayor incremento dentro de los componentes de la demanda (ver Gráficos III.4 y III.6).

Las empresas siguieron elevando el gasto en nuevos equipos productivos, para responder a un sostenido aumento de la demanda de bienes locales tanto por parte del mercado interno como del exterior. Se destacó nuevamente el incremento en la adquisición de maquinaria y equipo, en mayor medida de bienes importados, que aumentaron en torno a 42% interanual (i.a.) en lo transcurrido del segundo trimestre del año (ver Gráfico III.7).

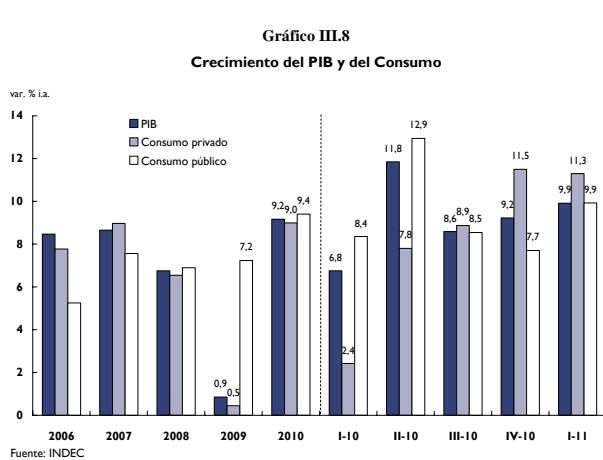
La Inversión en construcción aceleró su crecimiento en el segundo trimestre del año, aunque a un ritmo más moderado que el resto de los componentes de la IBIF. El sector privado inició una mayor cantidad de obras nuevas, al permanecer la construcción como una alternativa rentable de inversión, mientras que el sector público incrementó las obras viales y de infraestructura.



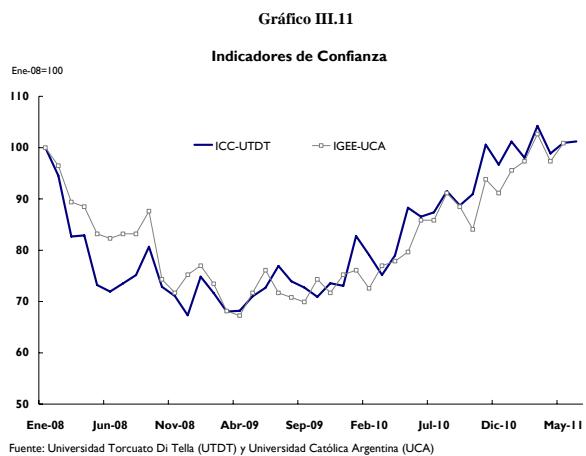
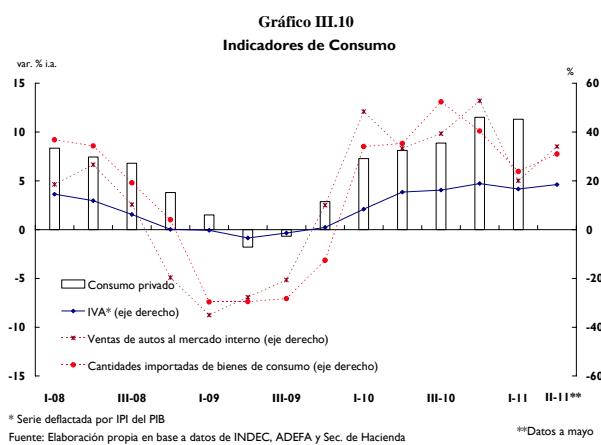
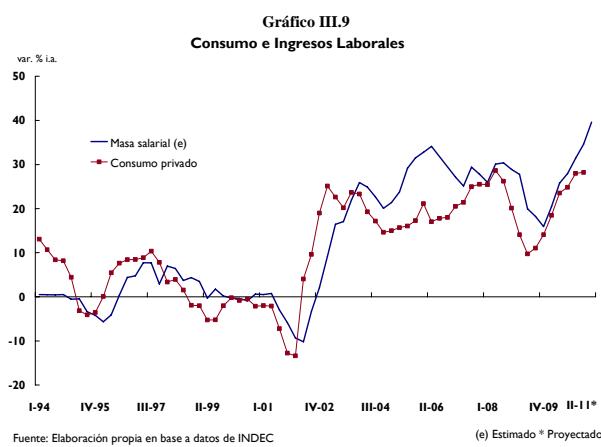
En lo que resta de 2011, se espera que la IBIF continúe creciendo y logre nuevos máximos, favorecida por el sostenido crecimiento de la economía y la aplicación de políticas públicas tales como el Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (ver Sección VII). El alza permanecería por encima del promedio de la economía, elevando la Tasa de inversión a valores superiores al 24% del PIB. El gasto en Equipo durable mantendría un alto dinamismo, al igual que la Inversión en construcción, impulsada tanto por la obra pública como privada.

Consumo

El consumo se expandió con fuerza en los últimos meses y superó la suba registrada durante 2010 (ver Gráfico III.8). Como resultado, permaneció como el principal impulsor de la economía, dado su dinamismo y su elevada participación en el Producto.



La expansión del consumo de los hogares se vio favorecida por el aumento de los ingresos, frente a los incrementos salariales acordados en las negociaciones que comenzaron a impactar en el segundo trimestre. La suba de las remuneraciones en conjunción con el aumento del empleo dio como resultado un incremento de la participación de la masa salarial en el PIB, que persistiría en lo que resta de 2011 (ver Gráfico III.9). El aumento de las transferencias públicas en concepto de asignación familiar y de Asignación Universal por Hijo para Protección



Social (AUH), sumando a esta última la ampliación de cobertura a las embarazadas, así como los aumentos otorgados a jubilados y pensionados, también contribuyeron al alza de los ingresos. A su vez impactó en el trimestre, la suba en el ingreso disponible originada en el aumento del mínimo no imponible del Impuesto a las Ganancias¹⁰ para personas físicas.

Adicionalmente, el aumento del gasto de las familias fue favorecido por los planes de cuotas y promociones lanzadas por los comercios en conjunto con las entidades financieras, así como por las posibilidades de financiación existentes en los mercados de crédito que permitieron una suba en el nivel de endeudamiento de las familias. Los préstamos personales y las financiaciones con tarjeta de crédito crecieron 7,2% y 6,6%, respectivamente, en el transcurso de 2011.

En este contexto, las ventas en supermercados en términos nominales se incrementaron 26% i.a. durante el segundo trimestre, mientras que las ventas en centros de compras aumentaron en una cuantía semejante (26,4% i.a.). Las cantidades importadas de Bienes de consumo se elevaron en torno al 30% i.a., mientras que las compras de bienes durables –tales como autos– crecieron 42% i.a. (ver Gráfico III.10).

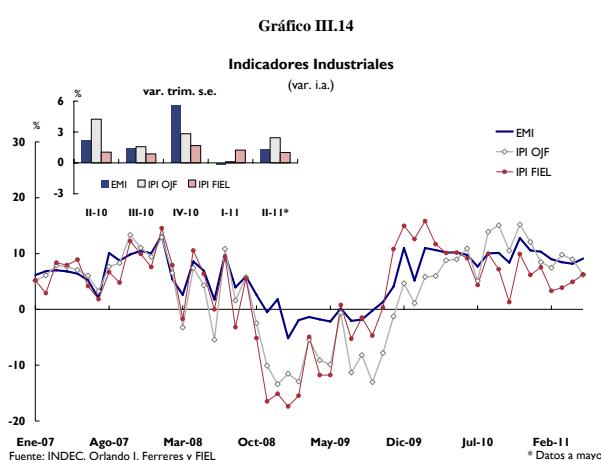
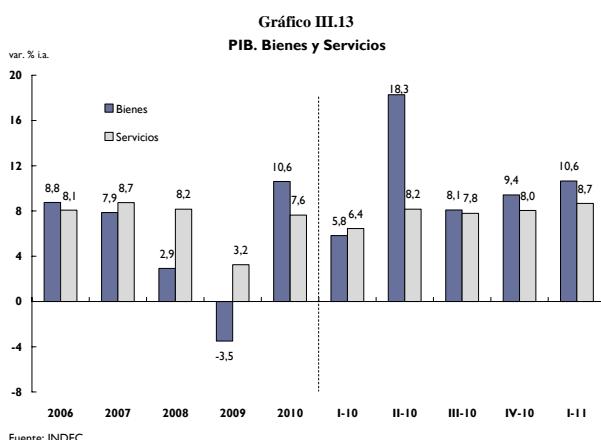
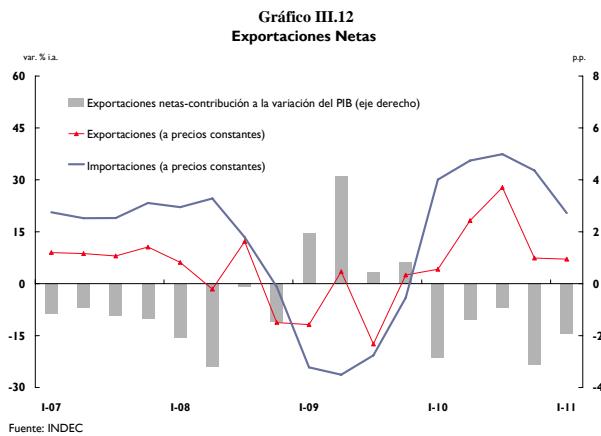
Para los próximos meses distintos indicadores de confianza del consumidor anticipan que el Consumo privado seguirá incrementándose, frente a un escenario macroeconómico favorable, con un mercado laboral robusto e ingresos en alza (ver Gráfico III.11). No obstante, el elevado nivel de incertidumbre en los mercados financieros internacionales y sus eventuales consecuencias sobre la economía mundial, entre otros factores, podría dar lugar a cierto aumento en el ahorro precautorio, moderando el crecimiento del gasto de las familias.

Exportaciones Netas

Durante el segundo trimestre, las Exportaciones netas medidas en cantidades redujeron su contribución negativa al aumento del Producto en relación a los períodos pasados (ver Gráfico III.12).

Las cantidades exportadas disminuyeron durante el segundo trimestre en torno al 2% i.a.. La caída respondió principalmente a los menores envíos de Productos Primarios (PP; -22,3% i.a.), con una baja en las ventas de cereales y semillas y frutos oleaginosos, mientras que también disminuyeron las exportaciones de Combustibles en 44% i.a.. Contrariamente, se incrementaron las

¹⁰ Resolución General N° 3.073/2011.



cantidades exportadas de productos con mayor valor agregado. Las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) aumentaron 16,5% i.a. en el período, ligadas al alza en las ventas de vehículos automóviles, metales básicos y productos químicos y plásticos, mientras que las exportaciones de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) permanecieron estables, ante una menor oferta excedente (ver Sección V).

El sostenido aumento de la actividad local favoreció a la suba de las cantidades importadas, que crecieron 30% i.a. en el segundo trimestre, aunque desacelerándose con respecto los trimestres previos. Las empresas elevaron con fuerza las compras de Bienes de capital y sus piezas (42% i.a.) así como de Bienes intermedios (19,3% i.a.), ante los mayores requerimientos de inversión, mientras que las importaciones de Combustibles y lubricantes se incrementaron 37% i.a., para sostener la producción local. En tanto, la cantidad importada de Bienes de consumo creció en torno al 30% i.a..

En lo que resta de 2011, se prevé que las importaciones sigan en alza, impulsadas por la inversión y el consumo, con un mayor dinamismo que las cantidades exportadas. Así, se espera que este año el sector externo contribuya nuevamente de manera negativa al aumento del Producto Interno Bruto.

III.3 Comportamiento de la Oferta

Tanto la producción de bienes como de servicios siguen reflejando la expansión económica, aunque a un menor ritmo que en los primeros tres meses del año (ver Gráfico III.13).

La industria y la construcción permanecen como los principales impulsores de la producción de bienes. Contrariamente, el sector agropecuario exhibe una baja en su actividad, ante la caída de la agricultura que es compensada sólo parcialmente por el aumento del sector ganadero y los productos de granja.

En relación a los servicios, la mayor actividad industrial y el comercio internacional favorecen el incremento del comercio tanto mayorista como minorista junto con el transporte y las comunicaciones. Los servicios de intermediación financiera también registran un crecimiento significativo, mientras que se dinamizan las actividades empresariales relacionadas a los negocios inmobiliarios.

Industria

El sector industrial fue uno de los principales impulsores del alza de la actividad económica local en el segundo

Gráfico III.15
Contribución Sectorial al Crecimiento

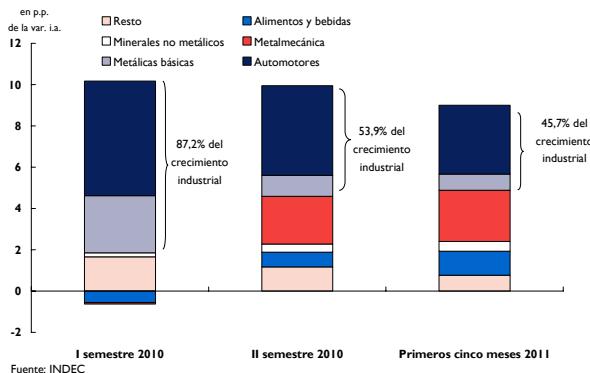


Gráfico III.16
EMI. Evolución Sectorial

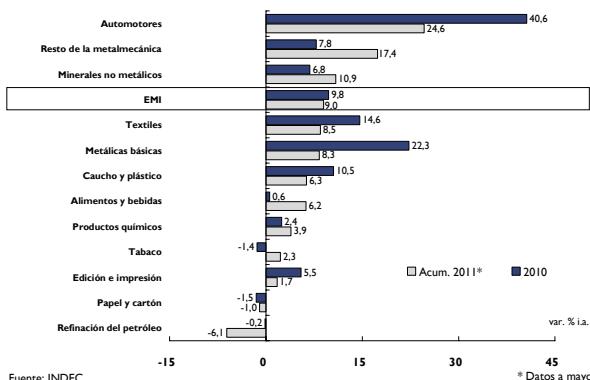
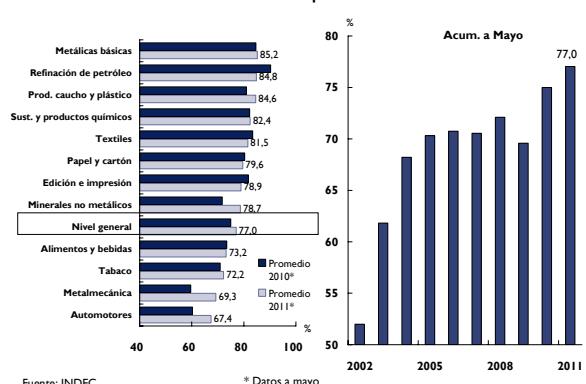


Gráfico III.17
Utilización de la Capacidad Instalada



trimestre, frente al sostenido aumento del gasto de las familias y de la demanda del exterior, que alentaron a las empresas a seguir elevando los niveles de producción (ver Gráfico III.14).

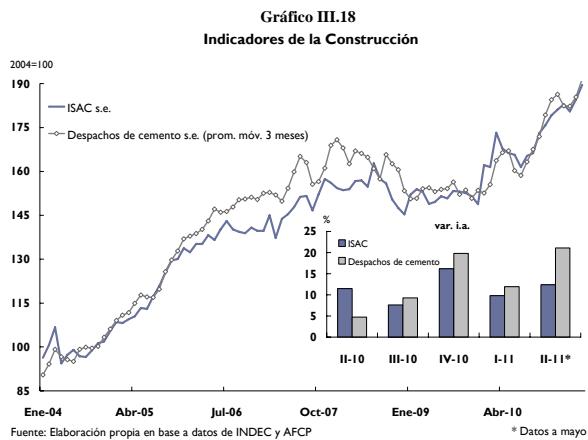
El crecimiento de la industria fue difundido a los diversos sectores, con una contribución al crecimiento más balanceada entre los distintos bloques que el año pasado. La mayoría exhibió un incremento en el trimestre y en el acumulado de 2011, a excepción de refinación de petróleo –afectado por conflictos gremiales– y papel y cartón (ver Gráficos III.15 y III.16).

El sector automotor evidenció la expansión más elevada en el año (24,6% i.a.) y alcanzó niveles máximos de producción. El impulso provino fundamentalmente del sector externo (33,2% i.a.), ligado al incremento de las exportaciones a Brasil, mientras que las ventas al mercado local de producción nacional se elevaron en menor cuantía (18,6% i.a.). La industria metalmecánica también evidenció un marcado dinamismo (17,4% i.a.), con aumentos en la producción de maquinaria y equipo, autopartes, y artefactos eléctricos y electrónicos.

Los minerales no metálicos se ubicaron dentro de los sectores de crecimiento más elevado (10,9% i.a.), alentados por la construcción. El mayor aumento fue el exhibido por el cemento, seguido por las subas de la producción de vidrio y de otros materiales como cerámicos y ladrillos. También creció la producción en el sector textil (8,5% i.a.) y en las industrias de metales básicos (8,3% i.a.), aunque aminorando el ritmo con respecto al de 2010. La industria de alimentos mantuvo su tendencia positiva, resultado del incremento en la molienda de cereales y oleaginosas y la elaboración de lácteos y de bebidas, mientras que la producción de carnes rojas volvió a descender.

La Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) siguió incrementándose y alcanzó un nuevo récord en lo que va del año (ver Gráfico III.17). A nivel sectorial, la industria automotriz superó el récord de UCI del año previo, situación semejante a la experimentada por la industria metalmecánica, los minerales no metálicos y la producción de caucho y plástico.

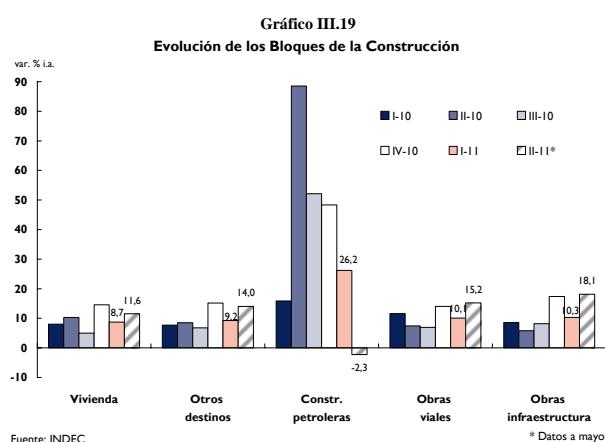
En este contexto, el empleo formal en la industria manufacturera aumentó como lo viene haciendo desde mediados de 2010. La cantidad de puestos laborales registrados exhibió en el primer trimestre de 2011 un alza de 2,4% i.a., de manera que la recuperación sostenida llevó la ocupación del sector a niveles cercanos a los máximos alcanzados en 2008 (ver Sección IV).



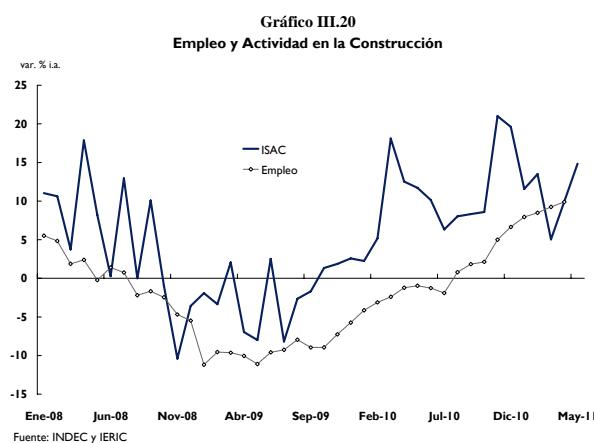
En el resto de 2011 la industria continuaría creciendo, frente a un sostenido aumento de la demanda agregada. No obstante, el ritmo de expansión podría reducirse, ante la mayor base de comparación del año anterior y en respuesta a la adecuación de los procesos productivos a la estacionalidad de la oferta energética.

Construcción

El sector de la construcción aceleró su crecimiento en el trimestre y alcanzó un nuevo récord en su nivel de actividad (ver Gráfico III.18). Para lo que resta de 2011, se prevé que siga expandiéndose a un ritmo elevado y permanezca como otro de los sectores dinamizadores de la economía.



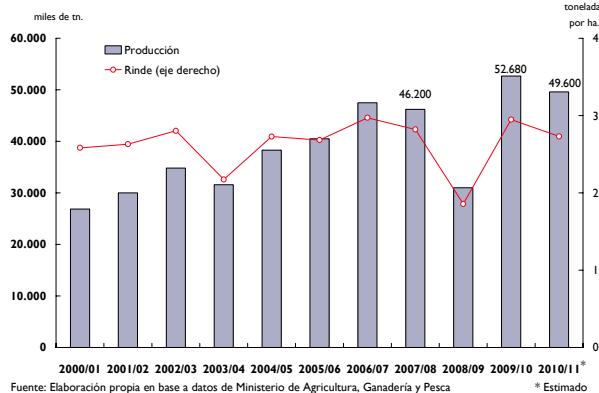
Todos los bloques de la construcción, a excepción de las construcciones petroleras, presentaron un incremento de la actividad en el segundo trimestre y en el acumulado de 2011, continuando con la tendencia favorable del año pasado. Las construcciones públicas fueron las que se incrementaron en mayor medida, alcanzando tanto las obras de infraestructura como las viales nuevos récords de actividad en el trimestre, al crecer 18,1% i.a. y 15,2% i.a., respectivamente (ver Gráfico III.19). Las construcciones vinculadas principalmente al sector privado evidenciaron un comportamiento mixto. El inicio de nuevas viviendas recuperó dinamismo (11,6% i.a.), al presentarse el sector como una alternativa de inversión; las edificaciones con fines industriales y comerciales aumentaron con más fuerza (14% i.a.), acompañando la expansión de la actividad en esos sectores, mientras que las construcciones petroleras presentaron una baja (-2,3% i.a.), interrumpiendo cinco trimestres de subas, en línea con la evolución del sector.



En este contexto, el empleo formal en la construcción se elevó nuevamente en el trimestre, manteniendo la tendencia positiva iniciada a mediados de 2010. La cantidad de puestos laborales registrados exhibió en abril pasado una variación interanual positiva por noveno mes consecutivo, acelerando el ritmo de crecimiento a 9,9% i.a., reflejando la solidez del crecimiento de la construcción (ver Gráfico III.20). Sin embargo, el nivel de empleo de este sector todavía no alcanzó los valores máximos registrados a fines de 2007.

Los indicadores adelantados dan señales alentadoras para el desempeño futuro del sector. Los permisos de edificación otorgados para la ejecución de obras privadas, en una nómina representativa de 42 municipios, crecieron en términos interanuales en el trimestre y acumularon una suba de 9,9% i.a. en los primeros cinco meses de 2011. Por su parte, la encuesta cualitativa efectuada

Gráfico III.21
Evolución de la Cosecha de Soja



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca

por el INDEC señala que la generalidad de los empresarios del sector, tanto los que realizan obras públicas como privadas, espera estabilidad en el nivel de actividad en los próximos meses.

Sector Agropecuario

A diferencia de los primeros meses del año, el sector agropecuario disminuyó su actividad en el segundo trimestre, con un cambio en la dinámica y un comportamiento divergente entre los rubros que lo componen. Si bien la producción agrícola se redujo en términos interanuales en el período, aún se mantienen las estimaciones de cosecha récord para esta campaña. Asimismo, creció la actividad del sector lácteo y de productos de granja.

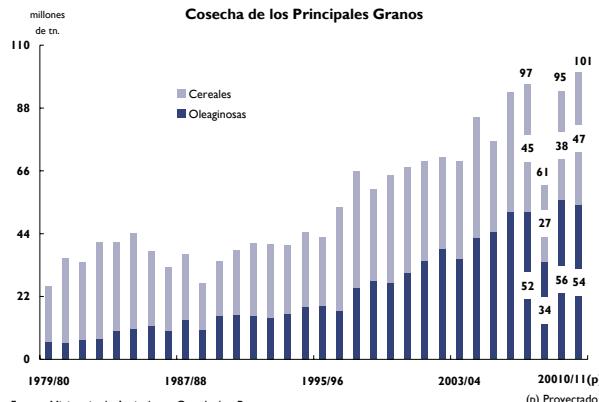
El desempeño del sector agrícola en el segundo trimestre estuvo vinculado a la caída en la producción de maíz y soja, cuya incidencia en el valor agregado repercute mayoritariamente en este período. Las condiciones climáticas desfavorables provocadas por el efecto de “La Niña”, con precipitaciones por debajo de lo normal entre octubre y enero pasado, impactaron sobre el desarrollo de estos cultivos.

De acuerdo con las proyecciones recientes, la cosecha de soja de la campaña 2010/11 está finalizando en torno a 49,5 millones de toneladas, mostrando una disminución de 5,8% con respecto al volumen obtenido en el ciclo previo (ver Gráfico III.21). Esta caída responde a una reducción en los rendimientos esperados de 7,4%, al tiempo que la superficie sembrada creció 1,7%, elevándose a 18.650.000 hectáreas. Por su parte, la cosecha de maíz alcanzaría las 21,6 millones de toneladas, 4,8% inferior a la campaña pasada, con una disminución de los rendimientos (-19,4%) que no pudo ser compensada por el aumento del área implantada (18,2%).

De todos modos, se espera que la cosecha de la campaña actual sea superior a las 100 millones de toneladas y alcance niveles récords, al superar al máximo previo registrado en el ciclo 2007/08 (ver Gráfico III.22). El aumento sería resultado principalmente de la suba en la producción de trigo a 14,72 millones de toneladas, 68,2% por encima de los volúmenes obtenidos en la recolección previa.

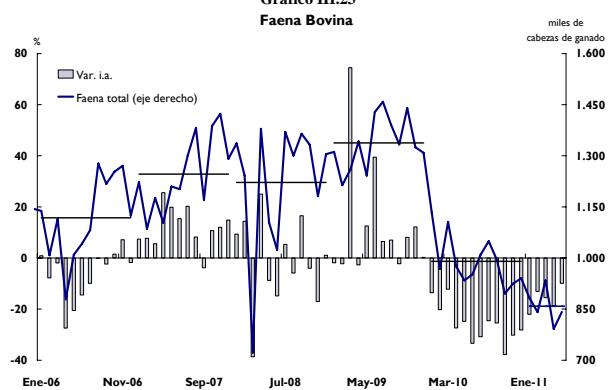
El sector pecuario siguió disminuyendo la actividad en el segundo trimestre de 2011, exhibiendo una caída del 14% i.a. de la cantidad de animales faenados (ver Gráfico III.23). A la reducida oferta de animales para enviar al matadero, producto de la faena máxima de los años previos, su sumó la decisión de los productores de retener las hembras a fin de aumentar la producción de ter-

Gráfico III.22
Cosecha de los Principales Granos

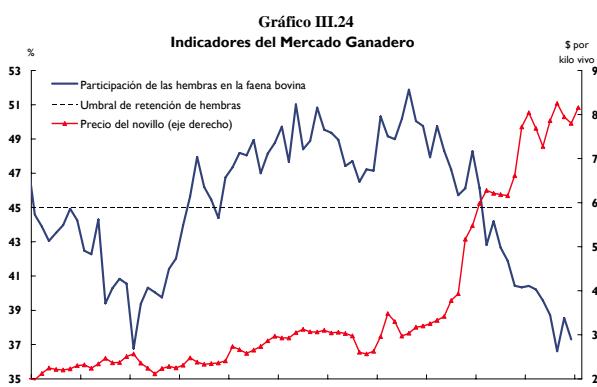


Fuente: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca

Gráfico III.23
Faena Bovina



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ONCCA y Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca



neros a mediano plazo, en un contexto de precios crecientes (ver Gráfico III.24). Por este motivo, se espera que la actividad continúe en baja en los próximos meses de 2011.

Contrariamente, la producción de leche creció en el segundo trimestre de 2011, continuando con la evolución favorable desde mediados de 2010. Esta situación estaría beneficiada por las condiciones climáticas propicias en el período, con temperaturas y precipitaciones adecuadas, que permitieron el desarrollo de las pasturas para alimentar a los animales. Adicionalmente, operarían en igual sentido, las inversiones en infraestructura de tambos realizadas por los productores, que alentarían una suba continua de la producción en los próximos meses.

Servicios

El consumo de servicios públicos volvió a exhibir un fuerte avance en el segundo trimestre de 2011, a un ritmo en torno al 12% i.a. (ver Gráfico III.25). La mayor actividad industrial y el comercio internacional favorecieron al dinamismo de este sector, que se prevé se mantenga en lo que resta de 2011.

Las comunicaciones volvieron a impulsar a los servicios, con un alza en torno al 20% i.a. en el trimestre (ver Gráfico III.26). La telefonía celular permaneció como el motor principal del avance, con una marcada suba de las llamadas y del envío de mensajes de texto. La telefonía fija siguió siendo desplazada por la telefonía móvil y perdiendo participación dentro del sector, al crecer en menor cuantía que esta última, tanto en el caso de las llamadas urbanas como en las comunicaciones interurbanas.

El resto de los servicios evidenció una suba interanual de menor magnitud en el trimestre, en torno al 5,5% i.a.. El transporte de pasajeros fue el que más se elevó en el período (8% i.a.), impulsado por la aeronavegación de cabotaje y principalmente por el servicio internacional. En tanto, el tránsito de vehículos por rutas con peajes ganó dinamismo a 7,1% i.a., con un alza marcada de la circulación de los automotores livianos. También se incrementó el ritmo de crecimiento del suministro de electricidad, gas y agua a 4,3% i.a., frente a una mayor demanda de energía eléctrica.

Contrariamente, y a diferencia de los períodos previos, el transporte de carga disminuyó en torno al 5% i.a. en el segundo trimestre. Este comportamiento podría obedecer a la menor actividad de los sectores agrícola y pecuario en el período, que generaron un comercio más reducido de los productos de los sectores destinados tanto

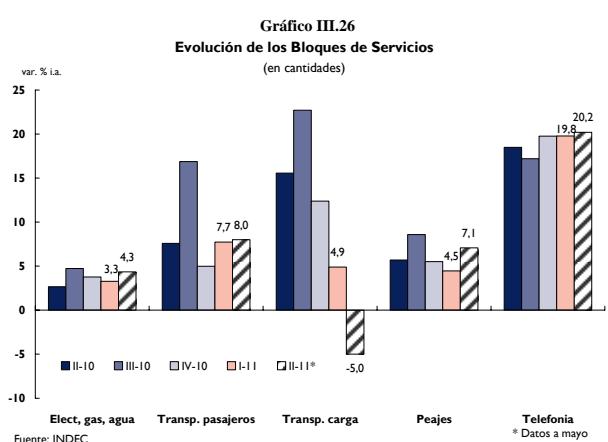
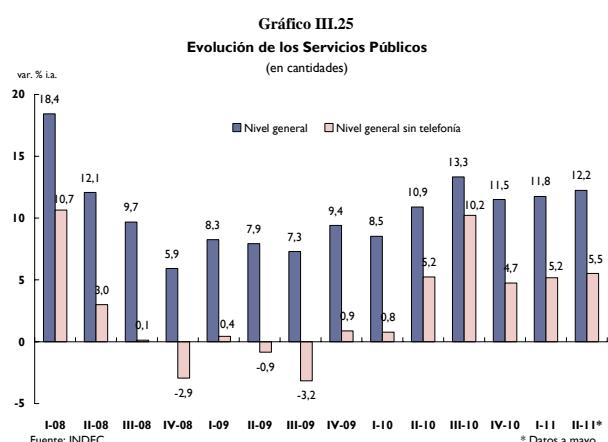
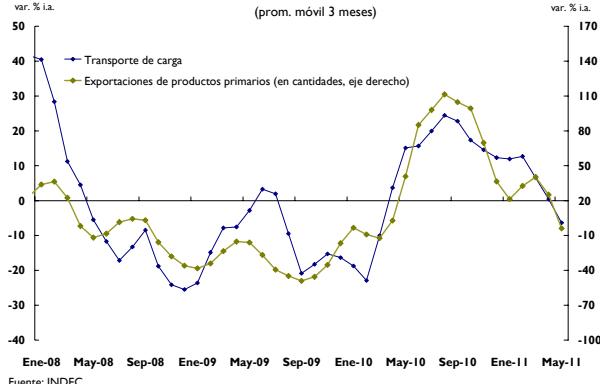


Gráfico III.27
Transporte de Carga y Exportaciones de Productos Primarios
 (prom. móvil 3 meses)



Fuente: INDEC

al mercado local como a la exportación, a pesar del aumento de la actividad en la industria (ver Gráfico III.27).

En lo que resta de 2011, el consumo de servicios seguiría creciendo, impulsado por la mayor actividad en la industria, en la construcción y en el comercio internacional, los que repercutirían favorablemente sobre las actividades comerciales y empresariales y de alquiler, la demanda de energía y la intermediación financiera, entre otras.

IV. Empleo y Salarios

IV.1 Síntesis

En un contexto de sostenido crecimiento económico y ante perspectivas favorables, se mantiene el progreso en el mercado laboral con un persistente descenso en la tasa de desempleo. Continúa también la tendencia de la mejora de la calidad del empleo, con reducciones tanto del número de subocupados – más que compensados por la creación de puestos de pleno empleo – como de la tasa de informalidad.

En particular, en el primer trimestre del año la Tasa de Desocupación disminuyó 0,9 puntos porcentuales (p.p.) respecto al año previo llegando a 7,4% de la Población Económicamente Activa (PEA), el nivel más bajo desde inicios de los noventa. A su vez, dada la importante disminución en la subocupación, también se redujo la Tasa de Desocupación abierta (desocupados + subocupados demandantes), llegando a 13,2% de la PEA, exhibiendo la cuarta caída consecutiva en términos interanuales.

La Tasa de Empleo mostró una leve mejoría en el primer trimestre hasta 42,4%, permaneciendo en torno al mayor valor de la serie que se inicia en 2003. El avance fue más marcado al analizar la calidad de ocupación, ya que se acentuó el incremento en la cantidad de empleos plenos (de 2,7% interanual -i.a.-) junto con una reducción en la subocupación (de -10,6% i.a.). Así, los subocupados actualmente alcanzan la menor participación en la PEA desde el inicio de la serie en 2003. La relación laboral formal consolidó su crecimiento, elevándose por quinto período consecutivo y superando en 5% la dotación alcanzada en el cuarto trimestre de 2008. Esto condujo a una disminución significativa de la tasa de informalidad de la economía, hasta 34,1% de los ocupados asalariados desde el 49,5% de fines de 2003.

Por su parte, la Tasa de Actividad bajó 0,2 p.p. i.a. hasta 45,8%, en un marco donde el ingreso de personas al mercado laboral fue leve, marcando un alza de la PEA de 0,4% i.a., que se concentró principalmente en los Aglomerados del Interior del País (AIP; 1,2% i.a.).

En cuanto a los ingresos, en los primeros meses del año los salarios en el promedio de la economía presentaron una estabilización en el ritmo de crecimiento en tasas similares a las de fin de 2010, aunque con una leve aceleración en el margen. Por otro lado, las negociaciones salariales, que en gran medida terminaron de cerrarse durante el segundo trimestre, estuvieron signadas en algunos casos por un mayor escalonamiento en las subas y en ciertos sectores con tasas de aumento superiores a las del año anterior. Así, el efecto de la entrada en vigencia de estos nuevos acuerdos sumados a las actualizaciones y a la ampliación de la cobertura de las transferencias gubernamentales y de los haberes jubilatorios, hacen prever nuevas alzas en los ingresos nominales con impacto positivo en la distribución del ingreso.

Para el resto del año se prevén continuas mejoras de las condiciones laborales alcanzando una mayor calidad del empleo y una moderada caída de la desocupación. Las diversas encuestas de expectativas de empleo y de demanda laboral dan cuenta de perspectivas favorables para la demanda de nuevas posiciones laborales.

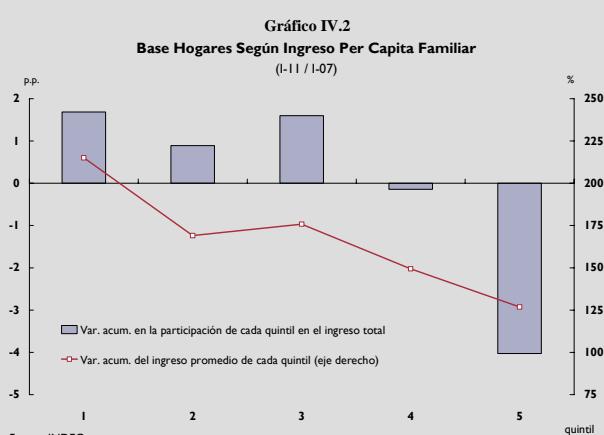
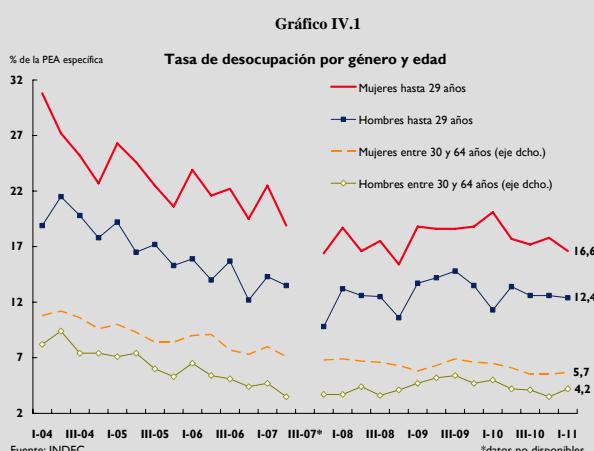
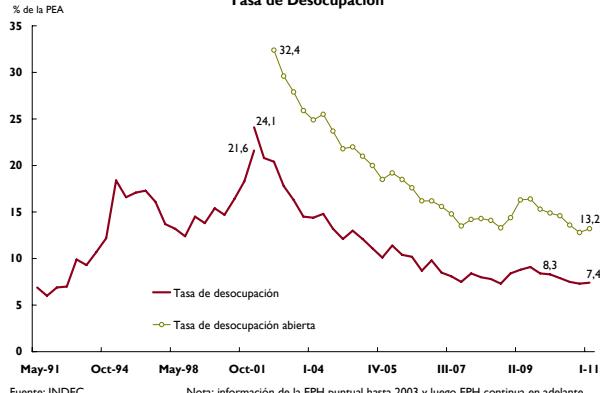


Gráfico IV.3
Tasa de Desocupación



IV.2 Empleo

El contexto de fuerte crecimiento económico junto con perspectivas favorables continúa dando impulso al mercado laboral. Se observa una sostenida creación de nuevos puestos de trabajo con las mejoras concentradas en la calidad del empleo, por lo que se destaca el descenso en la tasa de desocupación abierta y del empleo informal.

Los últimos datos disponibles de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) marcaron una Tasa de Desocupación de 7,4% de la Población Económicamente Activa¹¹ (PEA) en el primer trimestre de 2011, con un descenso de 0,9 puntos porcentuales (p.p.) con respecto a la observada un año atrás, marcando el cuarto trimestre consecutivo por debajo de 8% (ver Gráficos IV.3 y IV.4).

Los desocupados totales en el primer trimestre alcanzaron a 846 mil personas en los 31 aglomerados urbanos relevados, implicando una baja de 98 mil desempleados respecto de un año atrás. A su vez, se verificó una caída de 0,8 p.p. en términos interanuales (i.a.) en la subocupación demandante, que llegó hasta 5,8% de la PEA. De este modo, la tasa que computa a los desocupados más los subocupados demandantes bajó hasta 13,2% de la PEA, una reducción de 1,7 p.p. frente a igual período de 2010, en lo que fue la cuarta caída interanual consecutiva (ver Gráfico IV.5).

El descenso del desempleo con relación a un año atrás fue más significativo en los Aglomerados del Interior del País (AIP), con una baja de 1,3 p.p., mientras que en el Gran Buenos Aires (GBA) la reducción fue de 0,5 p.p. (ver Gráfico IV.6). En el interior el desempleo se ubicó en 6,8%, en un contexto de aumento del empleo por sobre la expansión de la fuerza laboral. En tanto, dentro del GBA el desempleo se redujo hasta 7,9%, pero en este caso en un marco de disminución de la participación de la población en la fuerza laboral.

Observando la evolución entre las distintas regiones, se aprecian reducciones interanuales en todos los casos pero de magnitudes dispares. Por un lado, el Noreste siguió exhibiendo la Tasa de desocupación más baja (2,9%), resultando 0,4 p.p. menor que un año atrás, seguida por Cuyo (4,6%) con la mayor mejoría al retroceder 1,6 p.p. i.a.. Por otro lado, la región Pampeana también disminuyó su tasa 1,6 p.p. i.a., pero mantiene uno de los registros más altos, de 7,8%. El GBA continuó exhibiendo una tasa de desocupación más elevada. En tanto, los aglomerados de menos de 500 mil habitantes, que repre-

Gráfico IV.4
Tasa de Desocupación

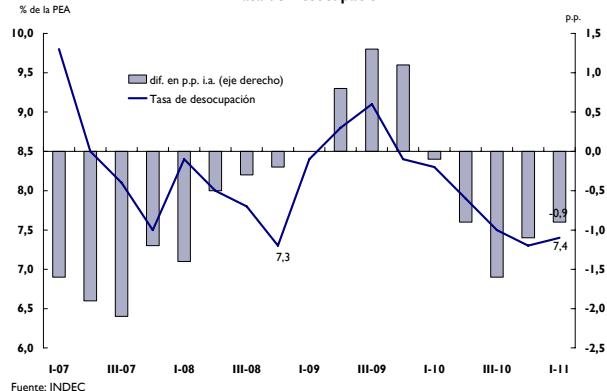
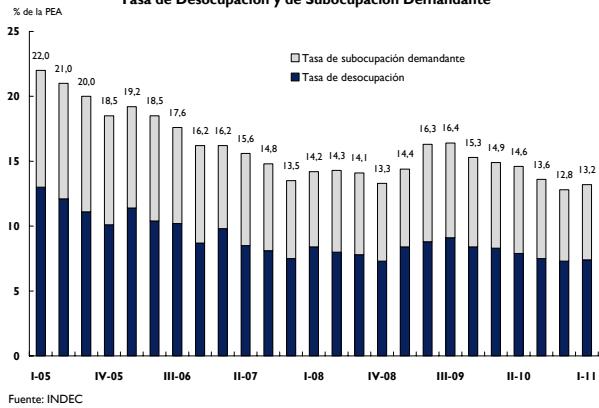
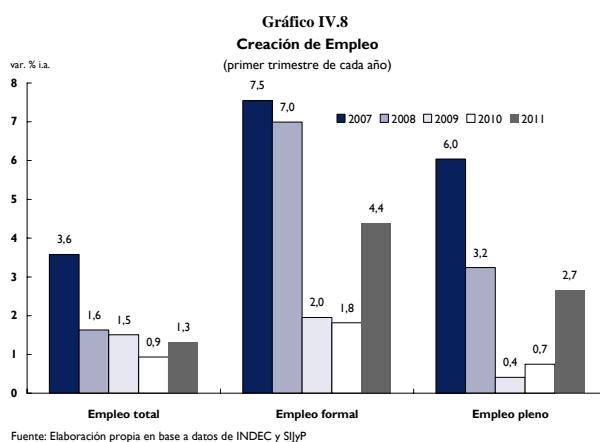
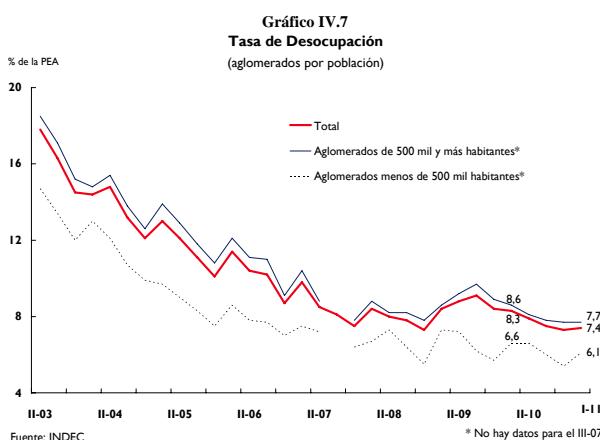
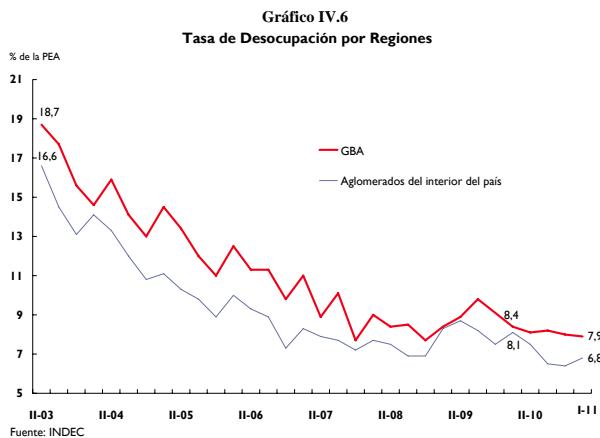


Gráfico IV.5
Tasa de Desocupación y de Subocupación Demandante



¹¹ Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.



sentan cerca de 20% de la población total relevada en la EPH, mostraron una Tasa de desocupación que bajó 0,5 p.p. i.a., a 6,1%, resultando inferior a la de los aglomerados con más de 500 mil habitantes, que con una baja de 0,9 p.p. i.a. ascendió a 7,7% de la PEA (ver Gráfico IV.7).

Analizando la desocupación por tramos de edad poblacional, la mayor concentración de desocupados se ubicó en las personas menores de 30 años (16,6% en mujeres y 12,4% en hombres), aunque se debe destacar la mejoría en el segmento femenino, cuya tasa disminuyó 3,5 p.p. i.a. en el primer trimestre. En tanto, el segmento de edad entre 30 y 64 años registró tasas de desempleo significativamente inferiores (5,7% en mujeres y 4,2% en hombres).

El incremento de la ocupación fue algo superior al crecimiento poblacional, de manera que la Tasa de Empleo¹² se ubicó en 42,4% de la población, marcando un leve incremento respecto de un año atrás, manteniéndose así en un nivel elevado. La ocupación totalizó 10,6 millones de personas en los 31 aglomerados relevados por la EPH, subiendo 1,3% respecto de un año atrás. Si bien esto implicó una baja elasticidad empleo-PIB (0,13), respondería en parte a un aumento de la productividad que sustituye parcialmente incorporación de nuevos trabajadores¹³. En tanto, si se considera la creación de empleo pleno¹⁴ se verificó un alza significativamente mayor, de 2,7% i.a. (+250 mil puestos), marcando una elasticidad empleo pleno-PIB de 0,27 (ver Gráficos IV.8 y IV.9).

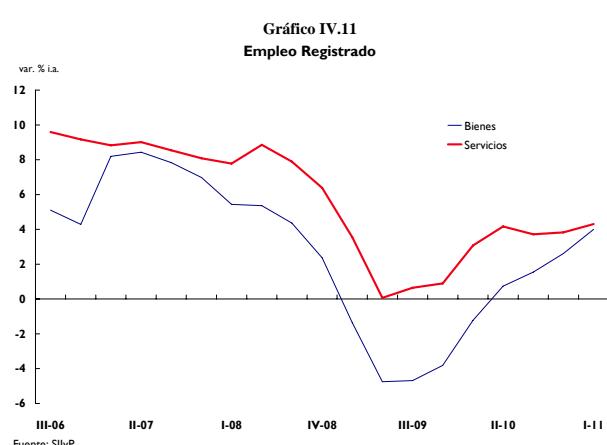
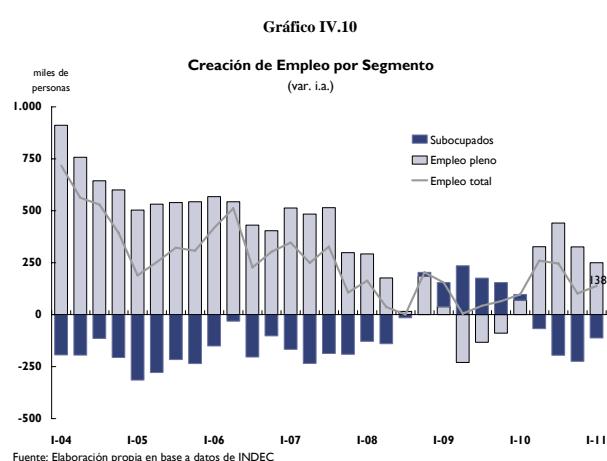
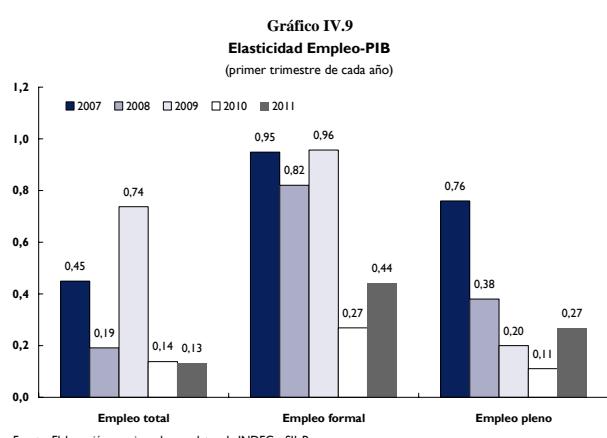
En relación con la calidad del empleo se siguen observando mejoras, mediante la continuidad de la creación de empleos plenos en la economía, que al sobrepasar la expansión de empleo total, determinan reducciones en la subocupación. En particular, de acuerdo con los datos del INDEC en el primer trimestre, el empleo total se incrementó en 138 mil ocupados, como consecuencia de un alza de 250 mil empleos de tiempo completo y una caída de 112 mil puestos de medio tiempo (ver Gráfico IV.10). Así, los subocupados actualmente representan el 8,2% de la PEA, marcando una disminución persistente que los llevó a alcanzar la menor participación desde el inicio de la serie en 2003.

A su vez, se redujo nuevamente la tasa de informalidad de la economía (-0,5 p.p. i.a.) a 34,1% de los ocupados asalariados, dado un renovado crecimiento del empleo

¹² Cociente entre la población ocupada y la población total.

¹³ Para mayor información ver **Informe de Inflación** Segundo Trimestre de 2011, Capítulo III. Actividad Económica. Apartado 2.

¹⁴ Total de ocupados neto del total de subocupados (aquellos que trabajan menos de 35 horas semanales por causas involuntarias y que están dispuestos a trabajar más horas).



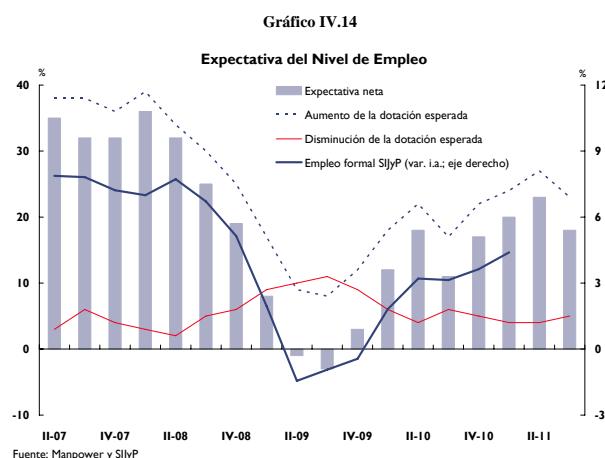
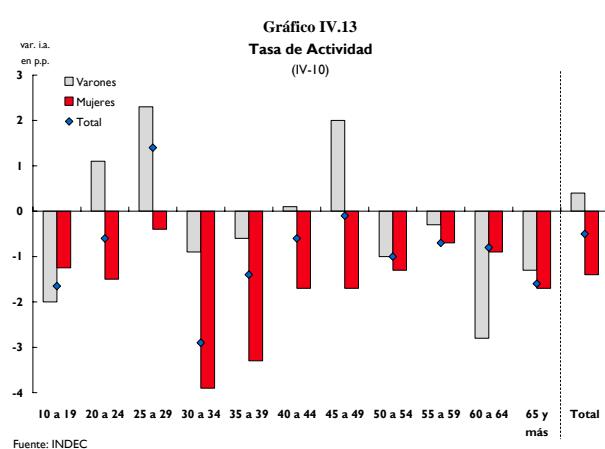
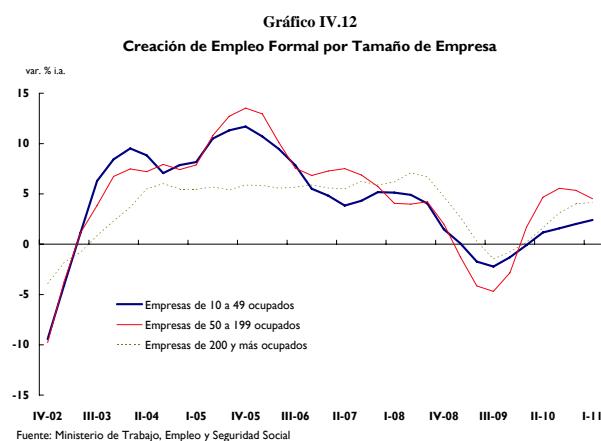
formal. Según datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP), en el primer trimestre el empleo formal mostró un incremento de 4,4% i.a., lo cual representa una elasticidad empleo formal-PIB de 0,44. Dentro del sector privado registrado, nuevamente los sectores productores de servicios¹⁵ fueron los principales impulsores, con un alza de 4,3% i.a., aunque disminuyó significativamente la brecha respecto de la evolución del sector productor de bienes, que está ganando dinamismo al acelerar el aumento de su dotación de ocupados formales por cuarto período consecutivo (+4,0% i.a. en el primer trimestre; ver Gráfico IV.11). En tanto, la ocupación del sector público también contribuyó al incremento del empleo con una tasa interanual de 4,5% en el primer trimestre, superando el ritmo de aumento del segmento privado.

El crecimiento alcanzado en los sectores de servicios en el primer trimestre fue otra vez generalizado. En particular, se destacó la contratación de personal dentro de las actividades empresariales, seguida por la creación de empleo en comercio, transporte, enseñanza y salud, que conjuntamente explicaron más de la mitad del incremento de los servicios en el sector registrado. En tanto, la administración pública recuperó dinamismo en el primer trimestre y explicó un cuarto del alza del empleo en los servicios. Del lado de los sectores productores de bienes, la construcción fue la que mayores incorporaciones registró en su nómina (marcando un alza de 8,5% i.a.), seguida por la industria, que también elevó marcadamente su dotación pero con tasas de aumento más acotadas (+2,3% i.a. en el primer trimestre). En ambos casos se evidencia una recuperación sostenida, llegando a niveles de ocupación cercanos a los máximos de 2008 previos a la profundización de la crisis internacional.

Con respecto al crecimiento de la ocupación por tamaño de la empresa, los datos de la Encuesta de Indicadores Laborales¹⁶ (EIL) revelan que en el primer trimestre las empresas de tamaño mediano (50 a 199 ocupados) siguieron siendo las más dinámicas, con un alza en su ocupación de 4,5% i.a., habiendo recuperado los niveles de empleo previos a la profundización de la crisis internacional (ver Gráfico IV.12). Por su parte, la ocupación en las empresas de mayor porte (200 o más ocupados) actualmente está ganando dinamismo, por lo que tras aumentar 4,2% en forma interanual, este segmento tiene un registro récord de su ocupación. En el caso de las empresas de menor tamaño (10 a 49 ocupados), si bien también están elevando su ritmo de creación de empleo, aún exhiben la menor suba interanual (2,4%) no recupe-

¹⁵ Al primer trimestre el sector productor de servicios concentró aproximadamente el 72% del empleo registrado del SIJyP, mientras que el sector de bienes representó el 27%.

¹⁶ Datos publicados por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.



rando hasta el momento la dotación previa a la profundización de la crisis internacional de fines de 2008.

La Tasa de Actividad¹⁷ bajó 0,2 p.p. hasta 45,8%, respondiendo a un incremento poblacional que superó a la expansión de la fuerza laboral. El alza de la PEA en el primer trimestre fue de sólo 0,4%, dado el descenso captado en el GBA (-0,4% i.a.) que contrarrestó parcialmente el alza de la PEA en los AIP (+1,2% i.a.). Los microdatos de la EPH disponibles al cuarto trimestre de 2010 señalan que el descenso de la Tasa de Actividad se concentra mayormente en las mujeres (-1,4% i.a.) y en los hombres menores de 19 años y mayores de 60 años (ver Gráfico IV.13).

El escenario de crecimiento económico esperado para el presente año hace prever que la demanda de nuevas posiciones laborales siga en ascenso (ver Gráfico IV.14). A este respecto, diversas encuestas de expectativas de empleo y de demanda laboral muestran requerimientos de empleo en niveles relativamente elevados, destacándose las búsquedas en las empresas dedicadas a la intermediación financiera y hotelera y restaurantes, y una demanda laboral insatisfecha aún reducida¹⁸.

Para el resto del año se mantendría la tendencia de moderado descenso en la Tasa de desocupación, previéndose se profundice la mejora en la calidad del empleo. En este sentido, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) señala una Tasa de desocupación para fin de año en 7,2%, levemente por debajo de la registrada en cuatro trimestres de 2010.

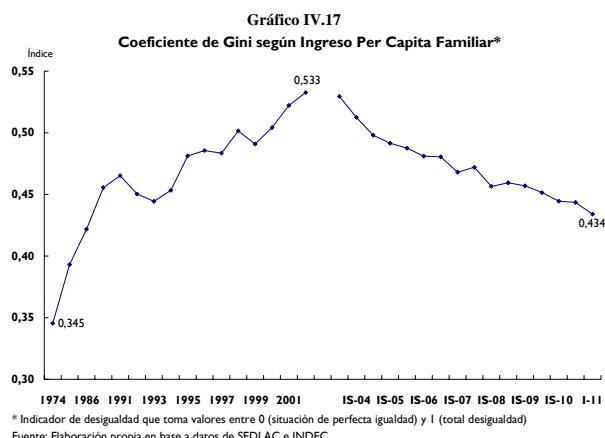
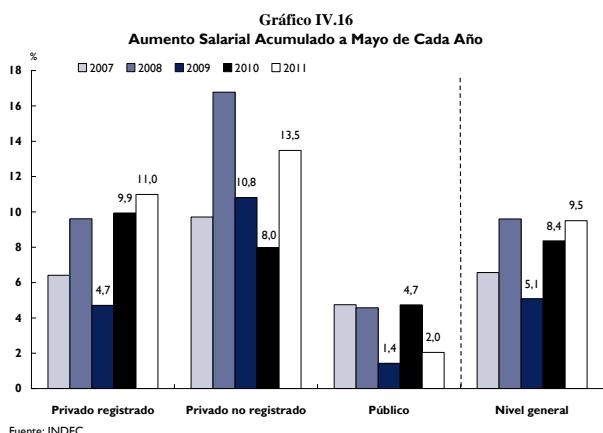
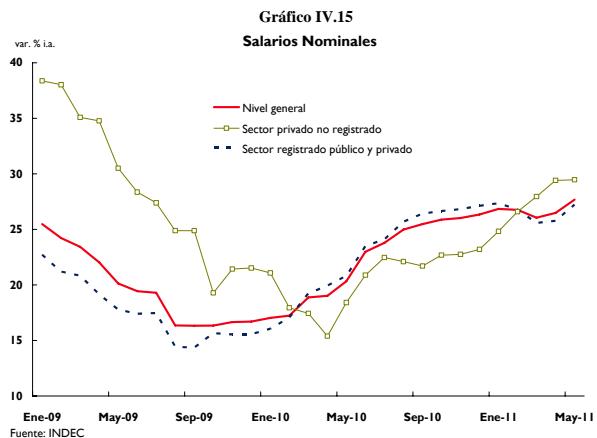
IV.3 Ingresos

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

En cuanto a las remuneraciones, en los primeros meses del año el Índice de Salarios del INDEC, que mide los salarios para el promedio de la economía, exhibió una relativa estabilización de los incrementos interanuales en tasas similares a las captadas a fin de 2010. En particular, en el sector formal, tanto público como privado, luego de una ligera desaceleración en el primer bimestre se observó una recuperación, marcando actualmente tasas similares a las de fin del año previo. En cambio, en el

¹⁷ Cociente entre la PEA y la población total.

¹⁸ En los trimestres recientes algunos sectores, tales como fabricación de metales básicos y producción de maquinaria y equipos registraron un incremento en la demanda laboral insatisfecha.



¹⁹ Para el segmento informal, el índice de salarios se estima sobre la base de la información obtenida en la EPH, que se conoce con posterioridad al índice de salarios, por lo que la evolución de las remuneraciones del sector no registrado tiene un rezago de entre 3 y 6 meses con respecto al sector registrado.

²⁰ Se enmarca bajo la Ley de Movilidad Previsional.

²¹ Base hogares según escala de ingreso per capita familiar.

sector informal¹⁹ se verificó una aceleración sostenida en su tasa de incremento i.a., que finalmente se estabilizó por sobre el nivel general y en adelante podría presentar cierta moderación (ver Gráficos IV.15 y IV.16).

Para lo que resta del año se estima un nuevo impulso en las remuneraciones a partir de la entrada en vigencia de los acuerdos firmados en los meses recientes.

En cuanto a los demás ingresos familiares, las transferencias gubernamentales como la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH) junto con la actualización de los haberes jubilatorios²⁰ permitirían nuevas mejoras en la distribución del ingreso a favor de los sectores de más bajos recursos. En efecto, en el primer trimestre de 2011 se observó una suba de la participación del primer quintil²¹, alcanzando 8,3% del ingreso total, tras haberse ubicado en 6,6% en el primer trimestre de 2007. En contraposición, la participación en el ingreso del quintil superior, que en 2007 era de 41,9%, actualmente se ubica en 37,9%.

Con todo, se espera que continúe en alza el ingreso de las familias, ante un mercado laboral más sólido con elevados niveles de ocupación y mayor formalización. Adicionalmente, las negociaciones salariales nominales junto con el incremento en el empleo se traducirán en una mayor participación del trabajo en el ingreso, mientras que las políticas de transferencias de recursos a los sectores más vulnerables darán lugar a nuevas mejoras en la distribución del ingreso (ver Gráfico IV.17).

V. Sector Externo

V.1 Síntesis

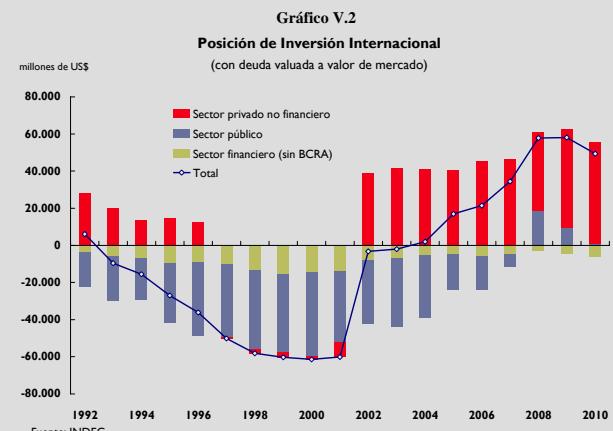
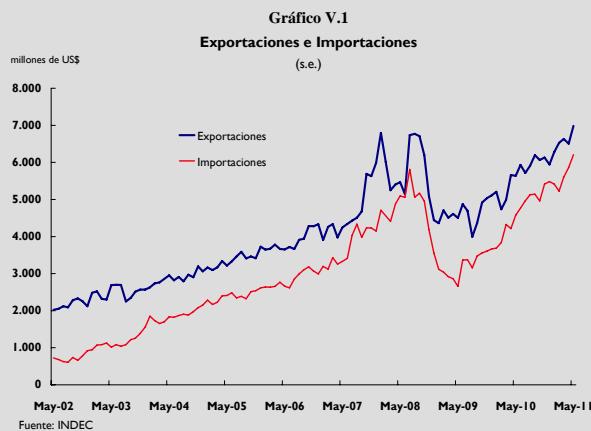
Las exportaciones de bienes continúan en alza (24,7% interanual –i.a.– en los primeros cinco meses de 2011; 6% i.a. en cantidades y 18% i.a. en precios), prolongando el crecimiento registrado en 2010. Los precios de exportación muestran un importante aumento, impulsados en gran medida por las cotizaciones internacionales de las materias primas. En tanto, se observa un destacado crecimiento de las cantidades exportadas de productos manufacturados, en particular de las industrias automotriz, aceitera y química.

Las importaciones siguen creciendo con fuerza (38,4% i.a.), a partir del aumento en los volúmenes importados. Sobresalen las mayores compras de combustibles, maquinaria, autopartes y otros insumos industriales, destinados en buena medida a abastecer la expansión de la producción de la industria nacional y la inversión.

Para 2011 se espera un nuevo incremento de los flujos de intercambio comercial, con lo cual se alcanzarían nuevos máximos históricos de exportaciones e importaciones. Se proyecta que las ventas externas de productos industriales continúen creciendo a buen ritmo, con una destacada participación de las exportaciones automotrices. En cuanto a las importaciones, se espera que el crecimiento de la inversión y el consumo siga impulsando el aumento de las compras externas, que también reflejarían el alza de los precios de importación, en especial de los combustibles y de los insumos industriales derivados del petróleo. De este modo, en 2011 el superávit comercial se ubicaría en torno a US\$8.000 millones, disminuyendo con respecto al año pasado, aunque manteniéndose en niveles históricamente elevados.

En la balanza de servicios el saldo se mantendría en terreno negativo, previéndose mayores egresos en concepto de fletes, derivados del incremento de las importaciones de mercancías, que serían parcialmente compensados por un aumento de los ingresos por viajes y por servicios empresariales, profesionales y técnicos. Con relación a la cuenta de Rentas de la inversión, se espera que el déficit se mantenga sin grandes cambios, más allá de un leve aumento de pagos en concepto de Utilidades y dividendos, a partir del crecimiento económico. El superávit comercial de Mercancías compensaría los resultados negativos de Servicios y Rentas, manteniéndose como el sostén del saldo de la Cuenta corriente, que en 2011 tendería a equilibrarse.

La Cuenta capital y financiera exhibió en el primer trimestre del año, por cuarto período consecutivo, un saldo positivo. Para el resto del año, la evolución de la formación de activos externos estará condicionada principalmente por la elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales y, temporalmente, por la incertidumbre propia de períodos electorales. A fin de junio, las Reservas internacionales se ubicaron en torno a US\$51.700 millones, lo que implica un importante incremento interanual, aún considerando los pagos realizados para atender vencimientos de deuda pública.



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

	2009	II-10	III-10	IV-10	2010	I-11	Vsr. I-11 / I-10
Cuenta corriente	11.127	3.156	856	-445	3.081	-673	-187
Cta. Corr., acum. 4 trim. (% del PIB)	3,6	2,3	1,4	0,8	0,8	0,7	-2,2
Mercancías	18.528	5.988	3.680	2.116	14.267	2.460	-23
Exportaciones fob	55.669	19.074	18.720	17.294	68.134	17.104	4.060
Importaciones fob	37.141	13.087	15.039	15.181	53.868	14.644	4.083
Servicios reales	-1.059	-339	-258	111	-852	-510	-144
Exportaciones de servicios	11.029	2.978	3.177	3.789	13.214	3.533	263
Importaciones de servicios	12.088	3.317	3.435	3.678	14.066	4.043	407
Rentas	-9.011	-2.409	-2.464	-2.558	-9.973	-2.475	67
Renta de la inversión	-8.944	-2.396	-2.445	-2.543	-9.912	-2.462	66
Intereses	-2.317	-645	-703	-748	-2.751	-773	-118
Ganados	2.139	435	440	417	1.685	406	13
Pagados	4.455	1.079	1.144	1.165	4.436	1.179	131
Utilidades y dividendos	-6.627	-1.751	-1.795	-1.795	-7.213	-1.689	183
Ganados	1.292	187	196	221	940	318	-18
Pagados	7.919	1.938	1.938	2.016	8.100	2.007	-201
Otras rentas	-67	-14	-19	-15	-62	-12	3
Transferencias corrientes	2.669	-83	-103	-113	-360	-149	-88

Fuente: INDEC

V.2 Cuenta Corriente

Los flujos de intercambio comercial de nuestro país continúan en alza, en un contexto de expansión de la actividad económica local y crecimiento de la demanda externa. Prolongando la fase ascendente iniciada en la segunda mitad de 2009, las exportaciones y las importaciones de mercancías alcanzaron nuevos máximos históricos, en tanto que el saldo comercial positivo sigue constituyendo la base del resultado superavitario de la Cuenta corriente (ver Cuadro V.1).

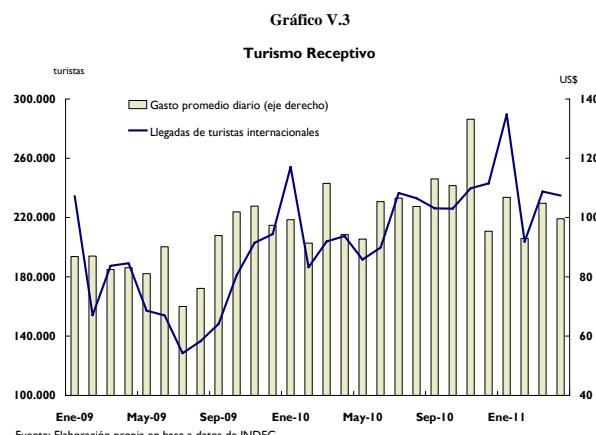
En relación a la balanza de Servicios reales, el aumento de las importaciones de mercancías trae aparejado un alza de los pagos por fletes y seguros, que es parcialmente compensada por el incremento de los ingresos netos en concepto de servicios empresariales, profesionales y técnicos, y de las divisas generadas por el turismo. En este sentido, durante el primer cuatrimestre de 2011 siguió aumentando el arribo de turistas extranjeros (13,4% interanual; i.a.), a lo que se suma un alza del gasto promedio diario de los mismos durante su estadía en el país (ver Gráfico V.3). No obstante, estos datos no capturan todavía el efecto que pueda haber tenido la suspensión de vuelos derivada de la erupción del volcán chileno Puyehue a principios de junio.

En cuanto a la cuenta de Rentas de la inversión, en los últimos años el saldo negativo se explica principalmente por los pagos en concepto de Utilidades y dividendos, que alcanzan niveles máximos históricos a partir de la sólida expansión de la economía doméstica y la consecuente mejora de los resultados operativos de las empresas. Por su parte, el saldo negativo de Intereses muestra un leve aumento (ver Gráfico V.4).

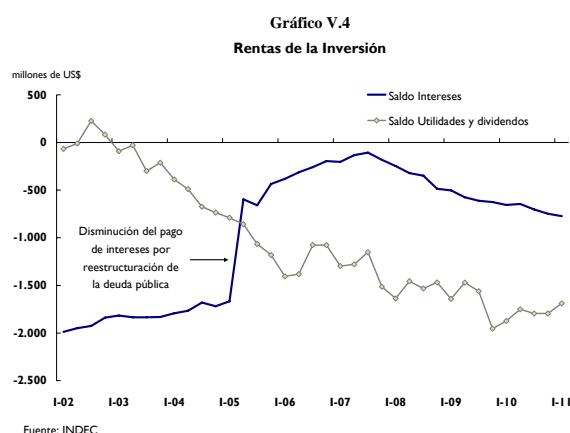
Se prevé que en 2011 el saldo de Cuenta corriente tienda a ser ligeramente positivo o equilibrado. El excedente comercial de Mercancías continuaría compensando los resultados negativos de Servicios y Rentas, manteniéndose como el principal sostén de las cuentas externas.

Balanza Comercial²²

Las exportaciones de bienes siguen en ascenso, y en mayo alcanzaron un nuevo récord histórico al ubicarse por primera vez por encima de los US\$8.000 millones mensuales. En los primeros cinco meses del año las ventas externas acumularon un aumento de 24,7% i.a., a



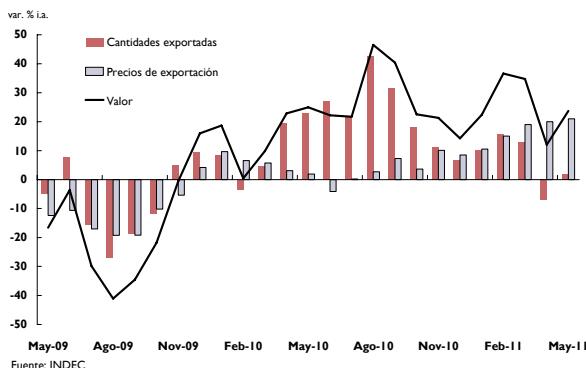
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



Fuente: INDEC

²² En esta sección de Balanza Comercial se consideran las importaciones en términos *Cost, Insurance and Freight* (CIF; incluyendo costos, seguro y flete) mientras que en el Balance de Pagos son contabilizadas en términos *Free on Board* (FOB; puesto a bordo), ya que los gastos de transporte se registran en la balanza de servicios.

Gráfico V.5
Precios y Cantidad de Exportación



Fuente: INDEC

Cuadro V.2
Exportaciones por Grandes Rubros

Rubro	Primeros 5 meses					
	millones de US\$		Variación % i.a.		Contribución % a la var. i.a.	
	2010	2011	Total	Precios		
Productos primarios	6.088	7.769	27,6	29	-1	26,5
MOA	7.993	11.115	39,1	28	8	49,2
MOI	8.780	10.625	21,0	9	11	29,1
MOI sin Material de transporte	6.187	6.981	12,8			12,5
Material de transporte	2.593	3.644	40,5			16,6
Combustibles y energía	2.891	2.591	-10,4	27	-29	-4,7
TOTAL	25.752	32.100	24,7	18	6	100

Fuente: INDEC

partir de un incremento conjunto de las cantidades exportadas (6% i.a.) y de los precios (18% i.a.; ver Gráfico V.5 y Cuadro V.2).

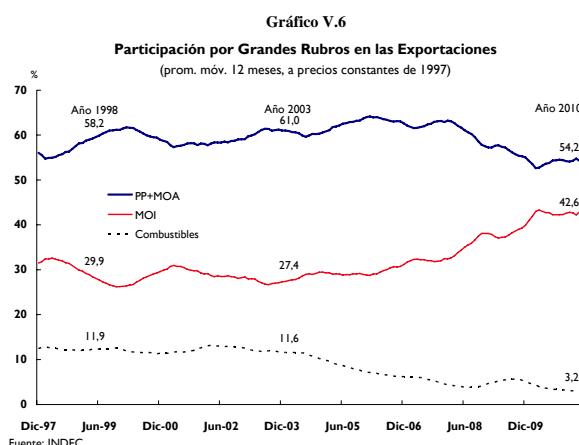
Las ventas externas de Productos Primarios (PP) mostraron un crecimiento de 27,6% i.a. en los primeros cinco meses del año, explicado por el incremento de los precios de exportación (29% i.a.). A nivel de productos, se destaca por su contribución el aumento de las exportaciones de trigo (174% i.a.), que refleja el fuerte repunte de la cosecha en el ciclo 2010/2011 y la mejora de las cotizaciones. Por su parte, la disminución de la cosecha de granos gruesos derivó en una caída de los volúmenes embarcados de maíz y soja, que fue compensada por los mayores precios internacionales de estos productos.

Las exportaciones de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) aumentaron 39,1% i.a. en lo que va del año, impulsadas en gran medida por la expansión de los despachos de derivados oleaginosos (aceites y pellets de soja y girasol), que crecen más de 40% i.a., principalmente por precios. Entre los productos de menor peso relativo, sobresalen los envíos de lácteos (78% i.a.) y hortalizas y frutas procesadas (36% i.a.).

En cuanto a los productos industriales (MOI), en los primeros cinco meses de 2011 las exportaciones acumularon un incremento de 21% i.a. (11% i.a. de cantidades y 9% i.a. de precios), impulsadas nuevamente por los despachos del sector automotor (40,5% i.a.). Las ventas externas de automotores y autopartes alcanzaron un récord histórico en 2010, y las perspectivas para este año apuntan a una prolongación del crecimiento del sector. Los envíos a Brasil siguen concentrando la mayor parte de las exportaciones automotrices (73%), a pesar de las demoras en las autorizaciones de operaciones derivada de la reciente introducción de licencias no automáticas de importación por parte de Brasil. No obstante, en los últimos meses se observó un mejor desempeño de las ventas al resto de los destinos, que incluyen Alemania, México y Sudáfrica, entre otros. También sobresalen las exportaciones de biodiesel, que crecieron 58% i.a. y alcanzaron niveles históricos.

Los productos industriales se mantienen como el componente más dinámico de las exportaciones medidas en cantidades, lo que se refleja en el incremento de su participación relativa a lo largo del ciclo iniciado en 2003 (ver Gráfico V.6).

En tanto, las ventas externas de Combustibles y energía continúan en baja. La disminución acumulada en los



Cuadro V.3
Importaciones por Uso Económico

Uso económico	Primeros 5 meses					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2010	2011	Total	Precios	Cantidades	
Bienes de capital	4.103	5.533	34,9	0	35	18,8
Equipo de transporte industrial	1.187	1.198	0,9			0,1
Otros bienes de capital	2.916	4.335	48,7			18,7
Bienes intermedios	6.346	8.343	31,5	14	15	26,3
Combustibles y lubricantes	1.390	2.885	107,6	27	64	19,7
Piezas y acc. para bienes de capital	3.899	5.248	34,6	3	31	17,8
Bienes de consumo	2.382	3.051	28,1			8,8
Vehículos automotores de pasajeros	1.557	2.202	41,4	6	26	8,5
Resto	67	72	7,5	-	-	0,1
TOTAL	19.743	27.332	38,4	9	27	100

Fuente: INDEC

primeros cinco meses fue de 10,4% i.a., y respondió a la fuerte caída de los volúmenes exportados (-29% i.a.), que no alcanzó a ser compensada por el favorable escenario de precios, que crecieron 27% i.a. (ver Apartado 2). El incremento del consumo energético, asociado a la expansión económica doméstica, viene generando en los últimos años una progresiva retracción del saldo exportable de combustibles en un contexto de caída de la oferta local de hidrocarburos.

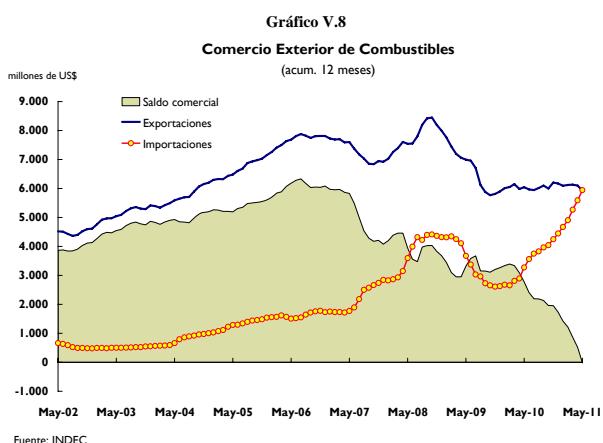
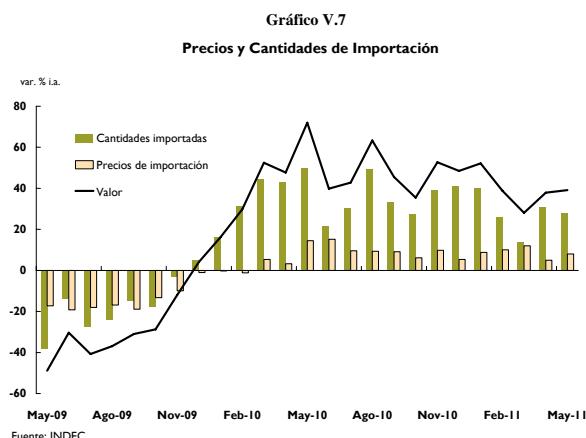
Las importaciones de bienes siguen en sostenida suba, acumulando un aumento de 38,4% i.a. en los primeros cinco meses del año (ver Cuadro V.3). El incremento de las cantidades (27% i.a.) explicó buena parte del crecimiento, a lo que se sumó un alza de 9% i.a. en los precios de importación, concentrada principalmente en los derivados del petróleo y los minerales y metales (Gráfico V.7).

Las compras externas de Bienes de capital, que excluyendo el equipo de transporte industrial crecieron a una tasa cercana a 50% i.a., reflejan la favorable evolución de la inversión, el componente más dinámico de la demanda agregada. También sobresale el aumento de las importaciones de Vehículos automotores de pasajeros (41,4% i.a.), de la mano del fuerte crecimiento del mercado interno, y de autopartes (incluidas en el rubro de Piezas y accesorios para bienes de capital, que creció 34,6% i.a.), que son la contracara de la sostenida expansión de la industria automotriz.

En cuanto a los Bienes intermedios, el incremento de 31,5% i.a. en las compras externas incluye una importante recuperación de las importaciones de fertilizantes, de insumos para la industria siderúrgica y de materias primas plásticas. En relación con los Bienes de consumo, la suba de las importaciones acumulada en los primeros cinco meses del año fue de 28,1% i.a., y abarcó aumentos en las compras de motos, medicamentos y calzado, entre otros.

Los Combustibles y lubricantes se mantienen como el rubro de importación más dinámico, con un crecimiento de 107,6% i.a. en lo que va de 2011. Además de la suba de precios (27% i.a.), influye el significativo aumento de las cantidades importadas de gasoil, gas natural y gas natural licuado (GNL), destinadas a abastecer el creciente consumo de la industria, el transporte y los hogares (ver Gráfico V.8).

Para lo que resta del año se espera que tanto las exportaciones como las importaciones continúen en alza, finalizando 2011 en niveles máximos históricos. Las exportaciones industriales liderarían la expansión de las



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

	2009	II-10	III-10	IV-10	2010	I-11	Var. I-11 / I-10
Cuenta capital y financiera	-9.330	481	970	1.284	2.722	-137	-124
Cta. capital y fin. (c/errores y omisiones)	-9.780	-1.052	424	1.522	1.077	-486	-669
Cta. capital y fin. acum. 4 trim. (% del PIB)	-3.0	-1,1	-0,3	0,7	0,7	0,7	3,3
Cuenta capital	74	4	55	3	68	16	10
Cuenta financiera	-9.404	477	915	1.282	2.655	-153	-134
Sector bancario	-986	-1.421	-798	-1.322	-2.566	35	-940
BCRA	-1.404	-1.470	-530	-1.550	-2.910	0	-640
Otras entidades financieras	417	49	-268	228	344	35	-300
Sector público no financiero	-727	1.127	131	939	2.740	-225	-268
Sector privado no financiero	-7.690	772	1.581	1.665	2.981	37	1.074
Errores y omisiones netos	-451	-1.533	-546	238	-1.645	-349	-545
Variación de reservas internacionales	1.346	2.104	1.279	1.078	4.157	-1.159	-855

Fuente: INDEC

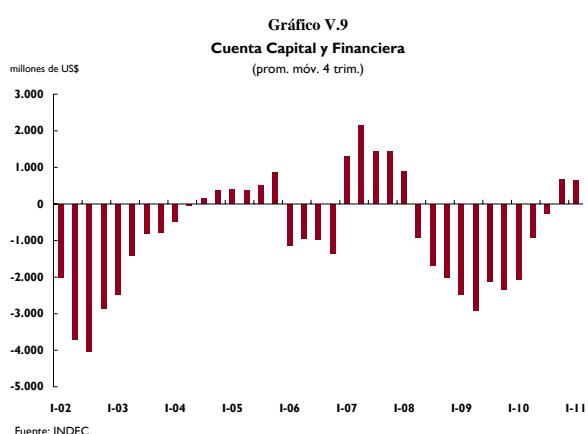
cantidades despachadas, con una destacada participación del sector automotor. Adicionalmente, se prevé que las elevadas cotizaciones internacionales continúen impulsando las exportaciones de productos agrícolas, tanto primarios como manufacturados. Por su parte, la sostenida expansión económica local vendría acompañada por un aumento de los volúmenes de importación, a partir de mayores compras externas de insumos industriales y de bienes de consumo e inversión. En este contexto, el excedente comercial de mercancías disminuiría con respecto a 2010, aunque seguiría siendo históricamente elevado y se ubicaría en torno a US\$8.000 millones.

V.3 Cuenta Capital y Financiera

En el último año la Cuenta capital y financiera revirtió la tendencia de significativos resultados negativos que había exhibido a partir de la crisis internacional (ver Cuadro V.4). La reducción de la incertidumbre y la mejora de las perspectivas para la economía local promovieron su favorable evolución (Gráfico V.9).

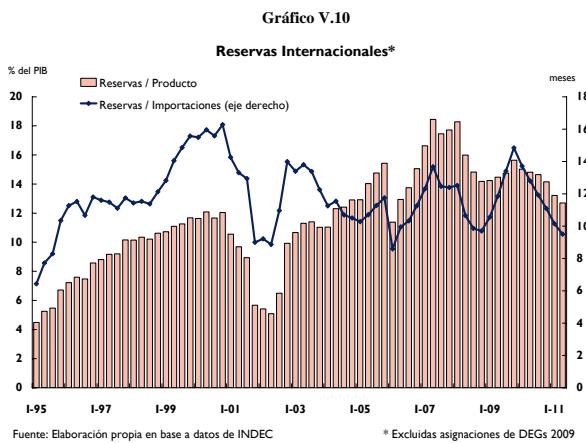
En el primer trimestre de 2011, la cuenta del sector privado no financiero mostró un saldo ligeramente positivo, revirtiendo el déficit de US\$1.037 millones observado en igual período del año pasado, en gran medida debido a la reducción en la formación de activos externos y a la recuperación de la Inversión extranjera directa tras la crisis internacional. Para lo que resta del año se espera que la formación de activos externos esté condicionada por la volatilidad en los mercados financieros internacionales y, temporalmente, por la incertidumbre propia de períodos electorales.

Por su parte, la deuda externa total ascendió a US\$130.827 millones a fin de marzo de 2011, con US\$70.656 millones correspondientes al sector público y US\$60.171 millones del sector privado. En la comparación interanual se registró un incremento de US\$13.200 millones en el stock de deuda total explicado por la colocación de títulos públicos correspondientes al canje de deuda de 2010²³ y por el mayor endeudamiento privado con proveedores, asociado al aumento de las importaciones de bienes. No obstante la suba en términos nominales, el sólido crecimiento económico permitió que continuara disminuyendo la deuda externa total medida en relación al Producto, que se ubicó en 33,7% (18,2% es pública y 15,5% es privada), el nivel más bajo de los últimos 15 años.



²³ La colocación de títulos del Canje 2010 implica contablemente un incremento de la deuda externa debido a que la deuda elegible pero no presentada al Canje 2005 no estaba contabilizada.

A fin de 2010 la Posición de Inversión Internacional (PII) ascendió a US\$49.314 millones, reafirmando el carácter de acreedor neto de nuestro país, en gran medida fruto de los saldos positivos de Cuenta corriente acumulados en los últimos años. El Sector Privado no Financiero sumó activos netos por US\$54.687 millones, en tanto que el Sector Público mantuvo su posición neta acreedora que, principalmente por el efecto contable del Canje 2010, se redujo hasta los US\$820 millones.



V.4 Reservas Internacionales

Las Reservas internacionales se ubicaron en torno a US\$51.700 millones a fin de junio de 2011, equivalentes a 12,7% del PIB y a más de 9 meses de importaciones (ver Gráfico V.10). En los últimos doce meses acumularon un aumento interanual de US\$2.500 millones, aún considerando los pagos realizados para atender los vencimientos de la deuda pública a través del Fondo de desendeudamiento argentino y de la cuenta de Pagos a organismos internacionales (con un monto previsto para todo 2011 de cerca de US\$9.600 millones²⁴, de los cuales hasta el momento se utilizó aproximadamente 40%).

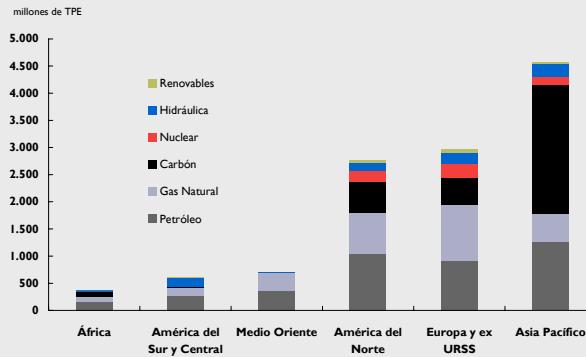
²⁴ Decreto N°2.054/2010 y Decreto N°276/2011.

Apartado 2 / Caracterización del mercado mundial de petróleo

El petróleo crudo constituye el principal *commodity* transado en los mercados internacionales, y su influencia sobre los precios de las materias primas agrícolas resulta significativa por varios motivos. En particular, se destaca la relevancia de los derivados del crudo en la estructura de costos de producción y transporte del sector agrícola (combustibles y fertilizantes). Adicionalmente, repercute sobre la situación de la industria de biocombustibles, de creciente importancia como factor de demanda de granos, y sobre el comportamiento de los fondos de inversión de materias primas, que cuentan con un peso cada vez mayor. Por este motivo, la evaluación del funcionamiento del mercado petrolero representa un elemento fundamental para el análisis de los mercados agrícolas.

El consumo energético global aumentó cerca de 60% en los últimos 25 años y se espera que crezca otro 35% en el próximo cuarto de siglo. En 2010 el consumo mundial de energía alcanzó 12.000 millones de toneladas de petróleo equivalentes (TPE²⁵). Considerando las fuentes primarias de energía²⁶, el petróleo aporta un tercio del total consumido, seguido por el carbón (30%) y el gas natural (24%), con lo cual la participación conjunta de los combustibles fósiles llega a 87% (ver Gráfico N° 1).

Gráfico 1| Consumo Global de Energía Primaria
Año 2010



Fuente: BP Statistical Review

La combinación de altos precios del petróleo y preocupaciones ambientales viene impulsando el desarrollo de nuevas fuentes de energía renovables (biocombustibles, solar, eólica, geotérmica y mareomotriz, entre otras). Sin embargo, en la actualidad representan en conjunto sólo 1,3% del consumo energético global. Aún considerando un rápido incremento de la producción de combustibles alternativos, se prevé que la economía mundial siga siendo fuertemente dependiente de los combustibles fósiles en las próximas décadas.

²⁵ Unidad de medida que implica un aporte energético similar al de 1 tonelada de petróleo crudo.

²⁶ Constituyen las fuentes originarias de la energía utilizada, que pueden consumirse directamente o transformarse en formas secundarias (naftas, electricidad, etc.).

El comportamiento del mercado mundial de petróleo está determinado por una serie de factores, entre los que se destacan el consumo de energía, la producción de crudo, la situación de inventarios, la capacidad ociosa de extracción, los nuevos descubrimientos de yacimientos, los riesgos geopolíticos, las oscilaciones en los tipos de cambio de las principales monedas y la actuación de los fondos de inversión de materias primas.

La distribución geográfica de la producción de crudo muestra que buena parte de los yacimientos se encuentran alejados de los principales centros de consumo. Esto explica que más de 60% de la producción mundial se destina a la exportación.

Rusia es el principal país productor y exportador de crudo, seguido en ambas categorías por Arabia Saudita (ver Cuadro N° 1). Aún siendo el tercer productor mundial, Estados Unidos es también el mayor importador, representando más de 20% del comercio internacional de petróleo. Un papel especial en la dinámica de la oferta global es desempeñado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), grupo de las principales naciones exportadoras de crudo que coordina sus políticas de producción²⁷. La OPEP trata de influenciar en los precios y opera a través de un sistema de cuotas de extracción para cada uno de los miembros, que si bien no siempre se cumplen estrictamente, son un importante parámetro para la formación de expectativas. Con una producción de 34,3 millones de barriles diarios, actualmente la OPEP es responsable de alrededor de 40% de la oferta mundial (ver Gráfico N° 2). Su relevancia es aún mayor considerando que concentra buena parte de las reservas y de la capacidad ociosa de extracción existente, indispensable para hacer frente a cualquier interrupción del suministro.

Cuadro 1| Principales Participantes del Mercado Mundial de Petróleo
Año 2010

Productores	millones de barriles / día	% del total	Exportadores	millones de barriles / día	% del total
Rusia	10,45	12,0	Rusia	7,4	13,7
Arabia Saudita	9,76	11,2	Arabia Saudita	7,1	13,2
EEUU	7,8	8,9	Irán	2,45	4,5
Irán	4,26	4,9	Emiratos Árabes Unidos	2,25	4,2
China	4,1	4,7	Nigeria	2,15	4,0
Consumidores	millones de barriles / día	% del total	Importadores	millones de barriles / día	% del total
EEUU	19,53	23,2	EEUU	11,72	21,7
China	9,38	11,2	China	5,27	9,8
Japón	4,42	5,3	Japón	4,4	8,2
India	3,34	4,0	India	2,47	4,6
Brasil	2,72	3,2	Alemania	2,41	4,5

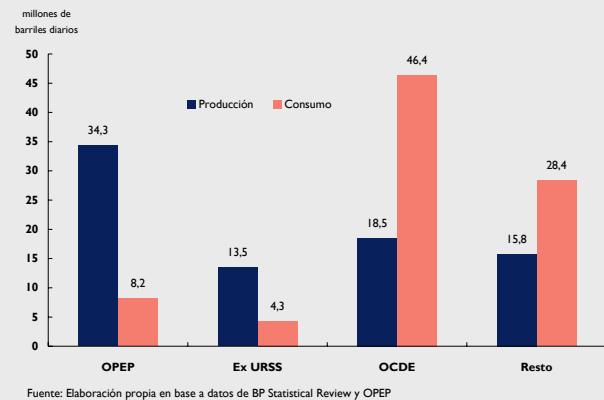
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Agencia Internacional de Energía

Del lado de la demanda, los países agrupados en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

²⁷ Creada en 1960, actualmente cuenta con 12 miembros: Arabia Saudita, Argelia, Angola, Ecuador, Emiratos Árabes Unidos, Irán, Irak, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar y Venezuela.

mico (OCDE) eran tradicionalmente responsables de la mayor parte del consumo global de petróleo. En los últimos años, sin embargo, el rápido crecimiento económico en diversas regiones en desarrollo derivó en un sustancial incremento del consumo de petróleo, constituyendo el componente más dinámico del aumento de la demanda global. Entre 2000 y 2010, el consumo en la OCDE sufrió una leve declinación, mientras que en el resto del mundo creció más de 40%. De todas formas, en la actualidad los países de la OCDE explican todavía alrededor de la mitad de la demanda mundial de crudo, y sigue siendo el mayor consumidor, concentrando más de 20% de la demanda total. A nivel sectorial, la mayor parte del consumo global corresponde al transporte (55%), seguido por la industria (31%), los hogares y comercios (8%) y la generación eléctrica (6%).

Gráfico 2| Balance de Oferta y Demanda Mundial de Petróleo
Año 2010



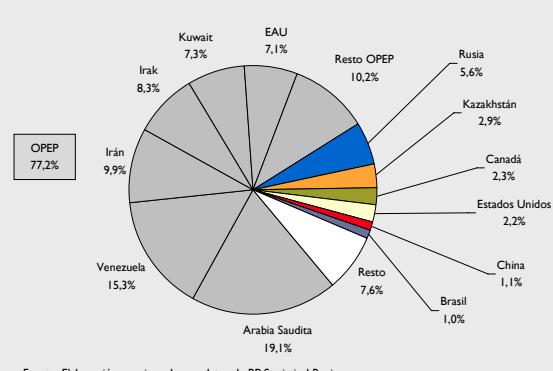
La refinación del petróleo permite separar los hidrocarburos de diferente complejidad presentes en el crudo y obtener una amplia gama de productos derivados: gases licuados de petróleo (GLP), naftas, gasolinas, kerosene, gas oil, fuel oil, asfaltos y coque, entre los más importantes. La proporción de derivados obtenidos puede modificarse en un cierto rango en base a la configuración de la refinería y al tipo de crudo procesado, permitiendo un ajuste de la producción frente a cambios en la demanda de los diferentes subproductos. La capacidad mundial de refinación fue de 91,8 millones de barriles diarios en 2010. En la última década acumula un crecimiento de 11,3%, impulsado principalmente por las nuevas refinerías construidas en países emergentes con acelerado crecimiento del consumo de combustibles, mientras que la capacidad en los países avanzados se mantuvo prácticamente sin cambios²⁸. Entre 2000 y 2010, China e India expandieron su capacidad de refinación en 6 millones de barriles diarios, explicando dos tercios del incremento de la capacidad mundial.

El nivel y la distribución geográfica de las reservas de crudo son otro elemento central que determina la estruc-

²⁸ La última inauguración de una refinería de tamaño considerable en EE.UU. fue en 1977.

tura del mercado petrolero mundial, ya que constituyen un indicador del potencial de producción futura. Las diferentes definiciones de reservas (probadas, probables y posibles) son estimaciones alternativas del volumen de crudo que podrá ser extraído de un yacimiento dado, con las condiciones tecnológicas y económicas vigentes. En este sentido, las reservas probadas son una estimación conservadora y comúnmente utilizada de la producción futura de un pozo²⁹. Actualmente, los países de la OPEP concentran más de 70% de las reservas probadas de crudo, lo que resalta la importancia a futuro de la organización para atender el crecimiento de la demanda e incrementa su potencial para influir sobre las cotizaciones (ver Gráfico N° 3). En los últimos años, los elevados precios del petróleo incrementaron los incentivos para la exploración y búsqueda de nuevos yacimientos. Esto derivó en el desarrollo de fuentes de suministro consideradas “no convencionales”, como los yacimientos en aguas ultraprofundas en Brasil y el Golfo de México y las arenas bituminosas³⁰ en el oeste de Canadá, que poseen altos costos de extracción y, por consiguiente, son rentables sólo con cotizaciones elevadas.

Gráfico 3| Reservas Probadas de Petróleo
A fin de 2010



Las grandes distancias que separan las principales regiones petrolíferas de los mayores centros de refinación y consumo resaltan la importancia del transporte de hidrocarburos. De acuerdo a la *Energy Information Administration* (EIA) de Estados Unidos, el transporte marítimo de crudo fue en 2009 de aproximadamente 42 millones de barriles diarios (cerca de la mitad de la producción mundial). El resto se mueve principalmente a través de oleoductos, y una pequeña fracción lo hace en ferrocarril y camiones. La ubicación de los mayores productores determina que una elevada proporción del comercio de petróleo utilice rutas marítimas que atraviesan puntos críticos de tránsito, en los cuales la inestabilidad geopolítica constituye un factor de incertidumbre para el normal suministro de petróleo y en consecuencia, para las cotizaciones.

²⁹ Aunque no existe una única definición universalmente aceptada, en general se consideran reservas probadas al volumen de petróleo que tiene al menos 90% de probabilidad de ser producido.

³⁰ Arenas con alto contenido de hidrocarburos, que permiten obtener petróleo usando técnicas para reducir la viscosidad (vapor, solventes).

La cadena productiva del petróleo abarca diferentes etapas: exploración, desarrollo de yacimientos, extracción, transporte y almacenamiento, refinación y distribución. Las grandes compañías suelen estar integradas y abarcan todas las fases de la cadena. Sin embargo, existen también empresas dedicadas a eslabones específicos, como por ejemplo las dedicadas exclusivamente a la exploración y los contratistas de servicios de perforación y desarrollo de yacimientos.

Los inventarios de petróleo crudo y derivados actúan compensando desequilibrios transitorios de oferta y demanda. Los países industrializados usualmente publican regularmente estadísticas de inventarios, que son seguidas con atención por los participantes del mercado. En cambio, la información de otros países, incluyendo emergentes con consumo en fuerte crecimiento y grandes productores, suele difundirse con menor frecuencia, y en algunos casos ni siquiera está disponible. La falta de información completa sobre *stocks* es una fuente de incertidumbre en los mercados, lo que influye en las cotizaciones.

Además de los inventarios con fines comerciales, los grandes países consumidores e importadores de petróleo poseen “reservas estratégicas”, destinadas a afrontar casos de interrupción abrupta del suministro. Los países miembro de la Agencia Internacional de Energía³¹ mantienen en conjunto alrededor de 1.600 millones de barriles de crudo como *stocks* estratégicos, de los cuales más de 700 millones de barriles corresponden a la *Strategic Petroleum Reserve* de Estados Unidos.

Cuadro 2| Principales Futuros Energéticos
Año 2010

Producto	Mercado	Volumen negociado millones de contratos
Petróleo WTI	NYMEX	186,7
Petróleo Brent	ICE	100,0
Gas Natural	NYMEX	64,3
Petróleo WTI	ICE	52,6
Gas Oil	ICE	52,3
Gasolina	NYMEX	27,9
Heating Oil	NYMEX	27,0
Fuel Oil	Shanghai	10,7

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los mercados

Las características del petróleo varían considerablemente entre las diferentes cuencas productoras. Las variedades más apreciadas son los crudos livianos con bajo contenido de azufre, ya que son más eficientes al momento de la refinación.

Las cotizaciones de referencia para el petróleo corresponden a los principales mercados de negociación. Los

contratos operados en cada mercado difieren no sólo en la variedad específica de crudo sino también en las condiciones de negociación y el lugar y la fecha de entrega. El futuro de WTI del *New York Mercantile Exchange* (NYMEX) es el contrato con mayor volumen operado (ver Cuadro N° 2). No obstante, según diversos analistas, en los últimos tiempos la cotización del Brent operado en la *Intercontinental Exchange* (ICE) viene siendo vista como el indicador más representativo de las condiciones globales del mercado, y se estima que actualmente es la referencia a partir de la cual se determina el precio de dos tercios del petróleo comerciado internacionalmente. Otras cotizaciones de petróleo habitualmente consideradas de referencia son el Dubai Fateh y la canasta de crudos de la OPEP.



El mercado petrolero mundial presenta una elevada volatilidad, derivada de diversos *shocks* de oferta, de los ciclos económicos y de cambios en las perspectivas de oferta y demanda. En las últimas décadas se destacan los cambios abruptos de precios generados por la Revolución iraní, la guerra Irán-Irak, la guerra del Golfo y las crisis financieras de principios de los 80, 1998 y 2008, entre otros (ver Gráfico N° 4). Por otro lado, la fase alcista iniciada a fines de los noventa estuvo originada principalmente por la expansión de la demanda en China, India y otras naciones emergentes, que se espera continúen liderando el crecimiento del consumo mundial en los próximos años.

El mercado mundial de petróleo crudo, que ejerce una significativa influencia sobre el desempeño de la economía global y sobre los precios de las demás materias primas, está sujeto a una serie de factores estructurales de oferta y demanda que determinan su comportamiento. Adicionalmente, en los últimos años viene incrementándose el impacto sobre el precio del crudo de las oscilaciones en el valor del dólar y de la creciente participación de agentes especulativos en los mercados de *commodities*, fenómeno conocido como *financialización*.

³¹ Organismo intergubernamental integrado por la mayor parte de los miembros de la OCDE.

VI. Finanzas Públicas

VI.1 Síntesis

La Recaudación tributaria nacional sigue creciendo a tasas elevadas, acumulando entre enero y junio una expansión de 33% interanual (i.a.), en un marco de fuerte aumento de las transacciones nominales. Los tributos mayormente asociados a la evolución de la demanda interna continúan impulsando la suba de la recaudación total. Se prevé que los ingresos tributarios mantengan esta trayectoria para lo que resta del año, de modo que la relación recaudación/PIB alcanzaría un nuevo máximo histórico.

Las erogaciones primarias del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) sostienen el ritmo de crecimiento en los últimos meses, con una suba superior a 30% i.a. en el primer semestre del año. La tasa de incremento interanual se mantiene en línea con la evolución de los ingresos, permitiendo sostener el superávit primario. El ascenso del gasto público continúa impulsado principalmente por las Prestaciones previsionales, las Transferencias corrientes al sector privado y las Remuneraciones a los empleados públicos. Para lo que resta de 2011, se proyecta que el gasto primario crezca a un ritmo similar al de la primera mitad del año, representando 30% del PIB considerando la Coparticipación federal de impuestos, las Leyes especiales y otros recursos afectados a las provincias.

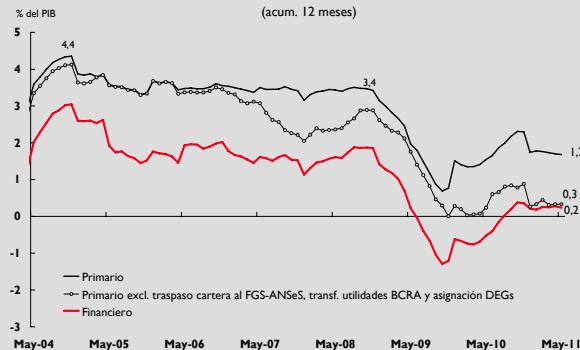
En este contexto, el resultado primario del SPNF registra un nivel nominal ligeramente superior al del primer semestre de 2010, con una dinámica relativamente estable en términos del PIB desde principios de año. Se estima que en lo que queda del año, el saldo primario siga siendo superavitario.

El Sector público continúa afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes domésticas intra sector público. Entre enero y junio de 2011 se aplicó una parte de las Reservas internacionales de libre disponibilidad para la atención de los servicios con Organismos financieros internacionales y con tenedores privados de deuda pública, utilizando aproximadamente el 40% de los fondos asignados para el año en curso. En el primer semestre de 2011 el Sector público fue factor de expansión de la Base monetaria, si bien generó un efecto monetario contractivo sobre el agregado monetario M2, a partir de la constitución de depósitos a plazo fijo.

El stock de deuda pública sigue reduciéndose en términos del Producto hasta representar, a fines de marzo de 2011, cerca de 45,9%, 3,1 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de la relación alcanzada en igual período de 2010. Es importante destacar que sólo 36% de la deuda (equivalente a 16,6% del PIB) corresponde a obligaciones con el sector privado, y por consiguiente implica un acotado riesgo de refinanciamiento. Este ratio continuaría decreciendo dada la política de financiamiento intra sector público llevada a cabo.

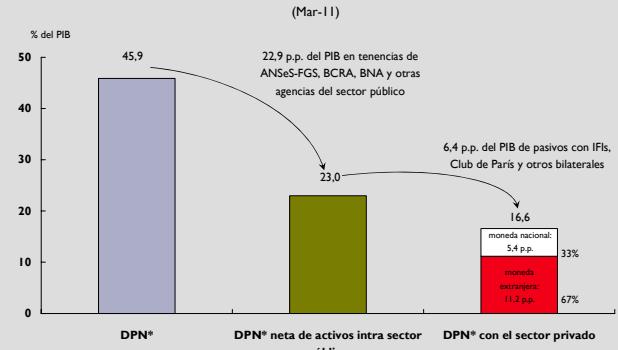
Finalmente, la situación fiscal de las provincias continúa mejorando, de acuerdo con los datos preliminares, en respuesta tanto al crecimiento de los recursos coparticipados como de los ingresos tributarios propios de los distritos.

Gráfico VI.1
Resultado del SPNF*
(acum. 12 meses)



*Sector Público Nacional no Financiero

Gráfico VI.2
Deuda Pública Nacional
(Mar-11)



*Deuda Pública Nacional
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Finanzas e INDEC

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

Impuesto	Acum. a Junio		Diferencia		Contrib. Acum. %
	2010 (A)	2011 (B)	Absoluta (B)-(A)	% (B)/(A)	
Ganancias	38.850	54.043	15.193	39,1	24,4
IVA Total (1)=(2)+(3)	54.440	73.088	18.648	34,3	
IVA DGI (2)	35.590	46.182	10.592	29,8	
IVA DGA (3)	18.850	26.907	8.057	42,7	
Devoluciones de IVA (4)	1.644	1.932	288	17,5	
IVA (5)=(1)-(4)	52.796	71.156	18.360	34,8	29,4
Ganancia Mínima Presunta	959	621	-338	-35,2	-0,5
Bienes Personales	3.008	3.380	372	12,4	0,6
Derechos de Importación	4.668	6.510	1.841	39,4	3,0
Derechos de Exportación	20.724	24.926	4.202	20,3	6,7
Combustibles	6.829	8.003	1.173	17,2	1,9
Internos	4.621	5.351	730	15,8	1,2
Seguridad Social	46.120	62.617	16.496	35,8	26,5
Créditos y Débitos en Ctas. Bancarias	12.067	16.533	4.466	37,0	7,2
Otros (incluye reintegros)	1.037	899	-138	-13,3	-0,2
TOTAL	191.680	254.038	62.359	32,5	

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

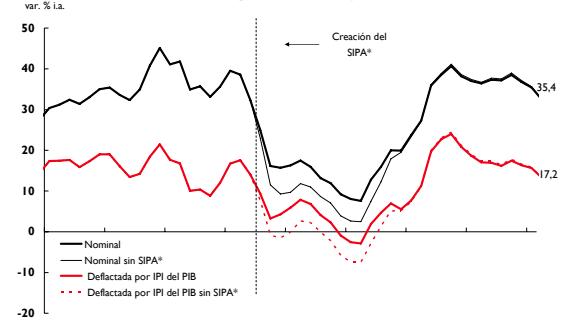
VI.2 Situación Fiscal

Ingresos

La Recaudación tributaria nacional continúa creciendo a tasas elevadas, impulsada fundamentalmente por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la Seguridad social y el Impuesto a las ganancias, en un marco de significativo aumento de las transacciones nominales (ver Cuadro VI.1 y Gráfico VI.3). En el primer semestre los recursos tributarios subieron 33% interanual (i.a.), representando, en el acumulado de los últimos 12 meses, cerca de 29% del PIB, constituyendo un nuevo máximo histórico.

Se proyecta que en los próximos meses continúe el elevado ritmo de crecimiento de la Recaudación tributaria nacional, impulsado por los impuestos mayormente asociados a la evolución de la demanda interna.

Gráfico VI.3
Recaudación Tributaria Nacional
(prom. móv. 3 meses)



* Sistema Integrado Previsional Argentino

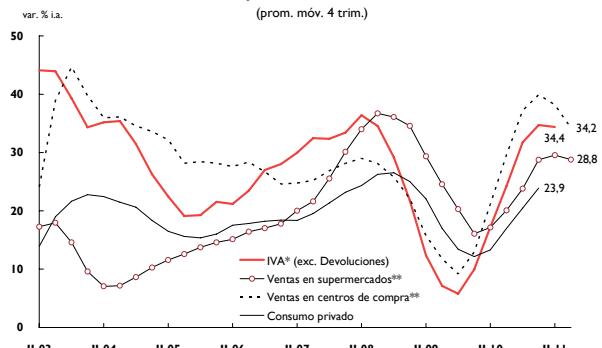
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

Los ingresos del IVA siguen exhibiendo un importante alza (35% i.a. entre enero y junio), en línea con la evolución de las transacciones nominales internas y del comercio internacional (ver Gráfico VI.4). El componente del IVA ligado a las importaciones (IVA DGA —Dirección General de Aduanas—) marcó cierta desaceleración en el ritmo de suba en los últimos meses, efecto que también se observó en el resto de los tributos vinculados a las compras externas (ver Gráfico VI.5). Más allá de la moderación en la tasa de aumento reciente, el IVA total representó en el acumulado de los últimos 12 meses alrededor de 8,3% del PIB, evidenciando un aumento de 0,6 puntos porcentuales (p.p.) respecto de igual período de 2010 y alcanzando un máximo histórico.

Los ingresos de la Seguridad social se mantienen en ascenso (36% i.a. en la primera mitad del año), alcanzando en los últimos 12 meses 7,2% del PIB (+0,4 p.p. respecto del mismo período del año pasado). El comportamiento obedece principalmente al alza de los salarios, y a la evolución del empleo registrado. Para lo que queda del año se espera que estos recursos permanezcan relativamente estables en términos del Producto (ver Gráfico VI.6).

Los recursos asociados al Impuesto a las ganancias muestran un importante crecimiento (39% i.a. en el semestre) y totalizan cerca de 5,7% del PIB en los últimos 12 meses (+0,4 p.p. i.a.). El desempeño del rubro obedece a los mayores anticipos y retenciones de sociedades, así como a la tributación de las personas físicas de acuerdo con el aumento de las remuneraciones, más allá de la suba del mínimo no imponible para personas físicas que opera desde de abril de 2011³².

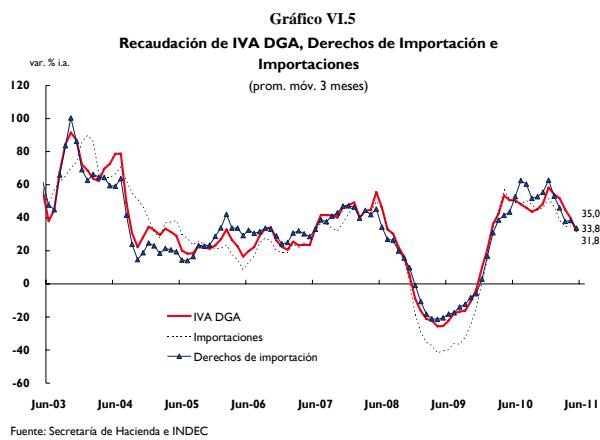
Gráfico VI.4
Recaudación de IVA* y Consumo Privado a Precios Corrientes
(prom. móv. 4 trim.)



*Dirección General Impositiva y Dirección General de Aduanas; **Datos a May-11.

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

³² Resolución General N°3.073/2011.



En tanto, los Derechos de exportación acumulan un crecimiento de 20% i.a. entre enero y junio, impulsados por los incrementos de harinas de torta de soja, aceites y frutos oleaginosos. En los últimos 12 meses, los gravámenes sobre las exportaciones representaron aproximadamente 3,1% del PIB (+0,2 p.p. i.a.). Para el resto del año se espera un comportamiento similar, en línea con los resultados previstos para la cosecha del ciclo 2010/11, influidos por las cotizaciones internacionales de los principales productos gravados, que se ubican en niveles significativamente superiores a los verificados un año atrás (ver Gráfico VI.7 y Sección II).

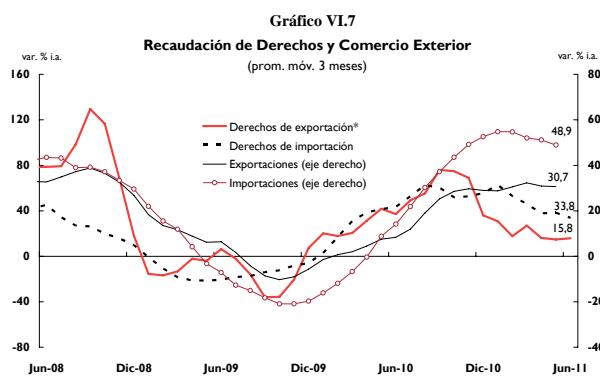
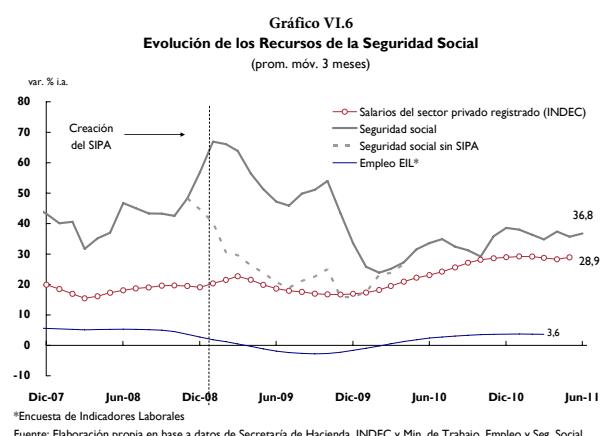
Por su parte, los Derechos de importación mostraron una expansión de 40% i.a. en el primer semestre del año, exhibiendo cierta desaceleración en el ritmo de aumento en los últimos meses, en función de la evolución de las compras externas.

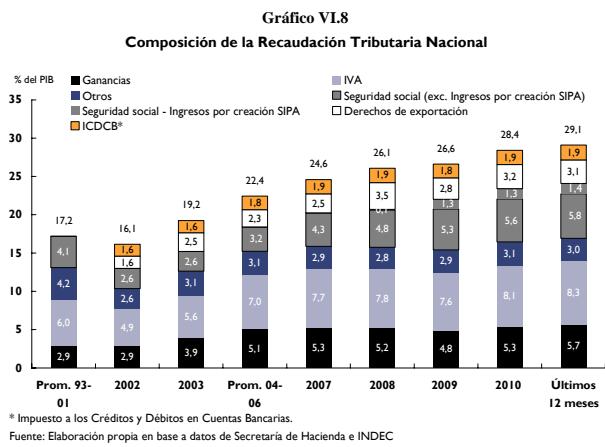
Los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) mantienen desde el segundo semestre de 2010 un elevado ritmo de aumento, con un alza de 37% i.a. en el primer semestre. La recaudación del tributo entre julio de 2010 y junio de 2011 representó alrededor de 1,9% del PIB, ratio similar al registrado en los últimos 8 años (ver Gráfico VI.8).

Respecto de los ingresos no tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), en lo que va de 2011 el BCRA transfirió al Tesoro Nacional (TN) \$3.500 millones en concepto de utilidades correspondientes al período 2010. Además, se contabilizaron alrededor de \$2.800 millones en concepto de rentas de la propiedad del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) administrado por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS). Así, los Ingresos totales del SPNF (considerando la Coparticipación federal de impuestos, las Leyes especiales y otros recursos afectados a las provincias) alcanzan aproximadamente 31,7% del PIB.

Gasto y Resultado

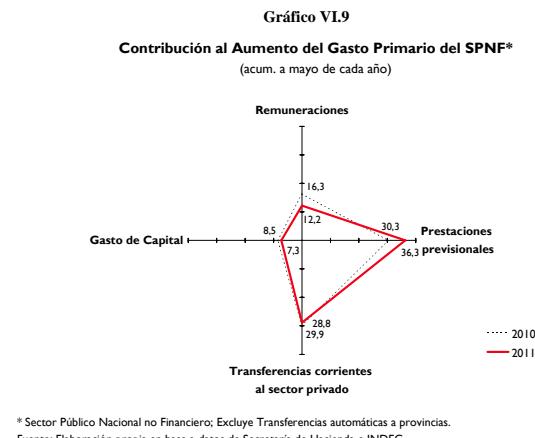
Las erogaciones primarias del SPNF sostienen una tasa de crecimiento superior a 30% i.a. El incremento interanual de los gastos se mantiene en línea con la evolución de los ingresos, permitiendo que el resultado primario nominal se ubique en niveles similares a los de un año atrás. La suba es impulsada principalmente por las Prestaciones previsionales y las Transferencias corrientes al sector privado (ver Gráfico VI.9). De este modo, las erogaciones primarias acumuladas en los últimos 12 meses (incluyendo la Coparticipación federal de impuestos, las Leyes especiales y otros conceptos de afectación automática a las provincias) representan 30% del PIB (ver Gráfico VI.10).





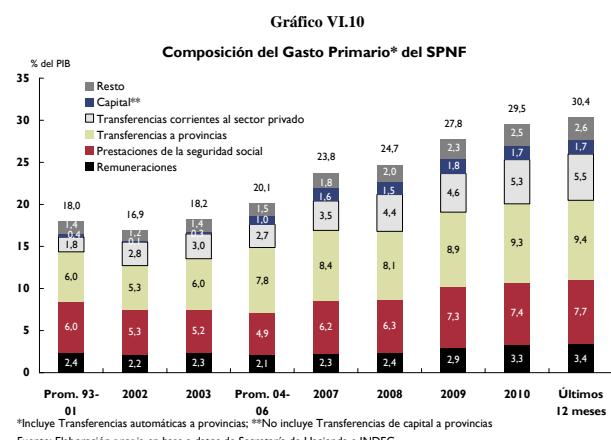
El gasto previsional acumula un alza cercana a 35% i.a., debido a las subas de los haberes otorgadas en marzo de 2011 y septiembre de 2010³³ y al crecimiento de la cantidad de beneficiarios. Así, el gasto correspondiente a este rubro representó alrededor de 7,7% del PIB en los últimos 12 meses, con un alza de 0,4 p.p. i.a. En lo que resta del año, las prestaciones previsionales continuarán exhibiendo una importante dinámica, en función de la movilidad jubilatoria y la incorporación de beneficiarios.

Las Transferencias corrientes al sector privado crecieron alrededor de 41% i.a. en el primer semestre del año, manteniendo el ritmo de incremento del año pasado (ver Gráfico VI.11). Los mayores giros están asociados fundamentalmente a la suba de 22% en los montos de las asignaciones familiares por hijo³⁴ a partir de septiembre de 2010 (que contemplan la Asignación Universal por Hijo para Protección Social —AUH—), al crecimiento de la cobertura asistencial administrada por el Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSSyP; ex-PAMI) y a los mayores subsidios al sector energético y, en menor medida, al transporte público de pasajeros. De esta forma, en los últimos 12 meses, los giros corrientes al sector privado representaron alrededor de 5,5% del Producto (+0,7 p.p. i.a.).



En tanto, las erogaciones de Capital continúan creciendo a tasas cercanas al 20% i.a. Este comportamiento obedece principalmente a la moderación en la suba de las Transferencias de capital a provincias, compensada parcialmente por una mayor Inversión real directa. Excluyendo los giros correspondientes al Fondo Federal Solidario³⁵ (FFS; que distribuye entre los distritos subnacionales el 30% de los Derechos de exportación de la soja y sus derivados), el gasto de Capital se mantiene prácticamente en los mismos niveles que en igual período del año anterior. Este rubro representó alrededor de 3,4% del Producto durante los últimos 12 meses (ver Gráficos VI.12 y VI.13).

Del análisis previo de la evolución de los ingresos y gasto se desprende que el resultado primario del SPNF se mantiene en terreno positivo y estable en relación al Producto desde comienzos de este año. Así, entre enero y mayo alcanzó un superávit cercano a \$10.000 millones, nivel ligeramente superior al registrado en igual período de 2010.

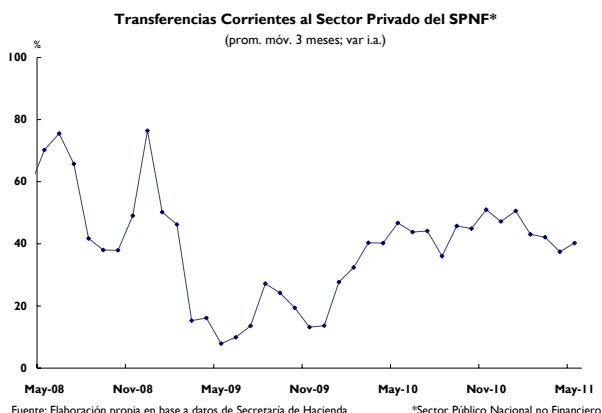


³³ Según la Ley N°26.417 de Movilidad Previsional se dispusieron subas de 17,33% en marzo de 2011 y 16,9% en septiembre de 2010.

³⁴ Decreto N°1.388/2010.

³⁵ Decreto N°206/2009.

Gráfico VI.11



Financiamiento y Deuda Pública

El Tesoro Nacional continúa afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes intra sector público. Se siguieron atendiendo los vencimientos de deuda con organismos internacionales y con tenedores privados de deuda pública con Reservas Internacionales de libre disponibilidad, utilizando en el primer semestre del año cerca del 40% de los fondos asignados para la atención de esas obligaciones. En igual período, el BCRA no otorgó financiamiento neto al TN a través de Adelantos transitorios. En tanto, como se mencionó anteriormente, en ese período se transfirieron \$3.500 millones al TN en concepto utilidades, sobre una ganancia neta del ejercicio 2010 de \$8.896 millones.

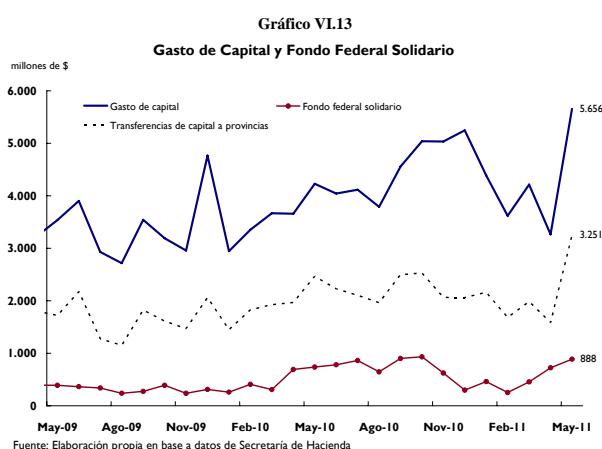
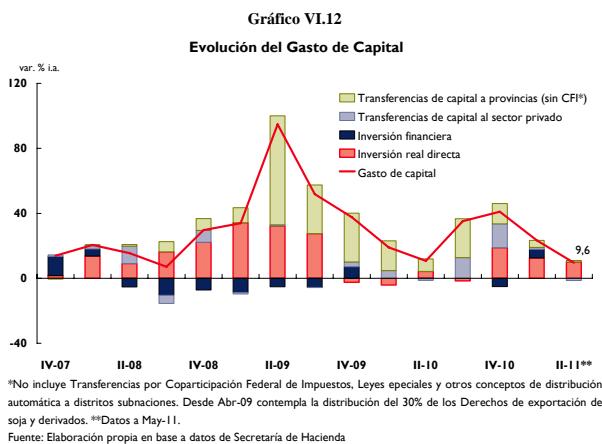
El Sector público fue factor de expansión de la Base monetaria, aunque tuvo un efecto monetario contractivo sobre el agregado monetario M2, debido a la constitución de depósitos a plazo fijo (ver Sección VII).

La Deuda Pública Nacional³⁶ (DPN), que excluye la porción no presentada a los canjes 2005 y 2010 (*holdouts*), totalizó US\$173.147 millones a marzo de 2011, reduciéndose en términos del Producto hasta ubicarse cerca de 45,9%, 3,1 p.p. por debajo de la relación alcanzada en igual período de 2010 (ver Gráfico N° VI.14). Es importante destacar que sólo 36% de la deuda (16,6% del PIB) corresponde a obligaciones con el sector privado, implicando un acotado riesgo de refinanciamiento. Este ratio continuaría decreciendo dada la política de financiamiento intra sector público llevada a cabo. El resto de la DPN se asocia principalmente con deuda intra sector público y con organismos internacionales.

En términos nominales el stock de la deuda aumentó US\$8.817 millones en relación con el saldo a diciembre de 2010 básicamente debido a la instrumentación, mediante la colocación de letras intransferibles al BCRA, del uso de las Reservas Internacionales de libre disponibilidad para pagos a Organismos Financieros Internacionales y a tenedores privados de deuda en 2011³⁷, por Valor Nominal Residual (VNR) US\$9.625 millones (ver Gráfico VI.15).

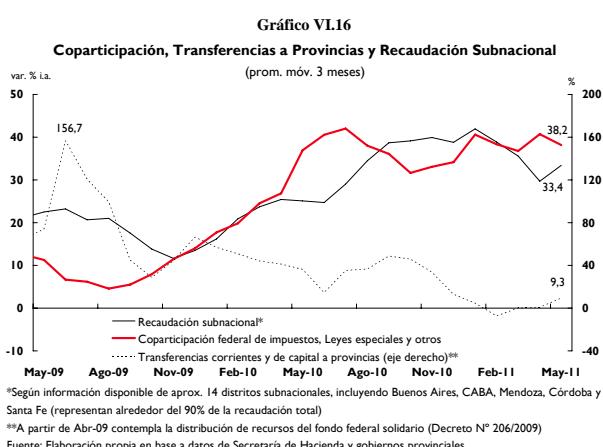
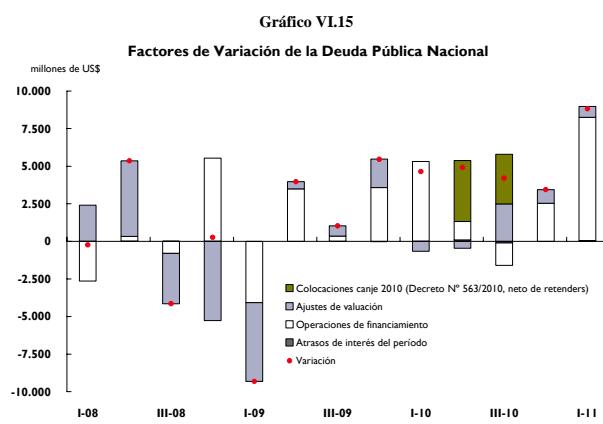
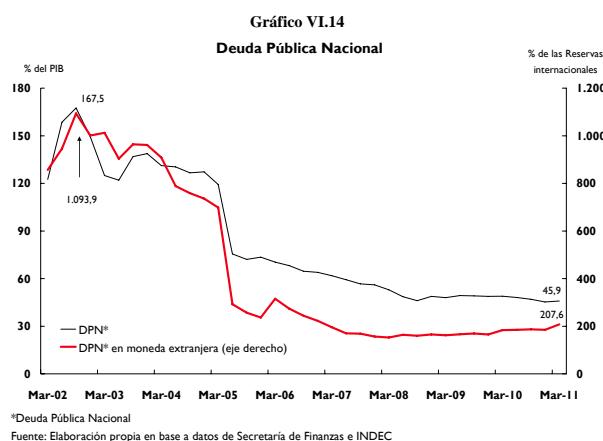
Finanzas Públicas Subnacionales

La situación fiscal de las provincias continúa mejorando, principalmente a partir del desempeño de los recursos coparticipados (básicamente por la incidencia del IVA y del Impuesto a las ganancias; ver Gráfico VI.16).



³⁶ Se mantiene el criterio de exposición de la Deuda Pública Nacional utilizado por la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas mediante el cual se publica la información de la Deuda no ingresada al canje de 2005 y 2010 de manera separada.

³⁷ Cabe destacar que las colocaciones de letras intransferibles al BCRA se produjeron durante el primer trimestre del año, mientras que los servicios se irán cancelando durante el transcurso del ejercicio fiscal. Así, al 31 de marzo, se acumulaban US\$7.315 millones de activos financieros que aún no habían sido utilizados.



Además, de acuerdo con los datos preliminares, la recaudación tributaria subnacional crece a tasas elevadas (en torno a 36% i.a. en el primer semestre). Entre el impuesto a los Ingresos brutos y el de Sellos se explica más del 80% del incremento acumulado a junio de la recaudación subnacional. En este escenario de fuerte suba de los ingresos tributarios, tanto de origen nacional como subnacional, las transferencias del Gobierno central a los estados subnacionales se mantuvieron en niveles similares a los de un año atrás, creciendo 5% i.a. en los primeros 5 meses y sólo 1% i.a al excluir los giros asociados al FFS.

Adicionalmente al financiamiento proveniente del TN y de los Organismos financieros internacionales, durante el trimestre dos jurisdicciones emitieron deuda. La Provincia de Neuquén colocó instrumentos —garantizado con regalías petroleras— por US\$260 millones en el mercado de crédito, con un rendimiento anual de 8% a un plazo de 10 años. En tanto, la Provincia de Buenos Aires amplió la emisión realizada a principios de 2011 en US\$250 millones, con un rendimiento de 10,9% a un plazo de 4 años. Así, entre las dos provincias colocaron deuda por US\$1.260 millones en lo que va de 2011.

VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

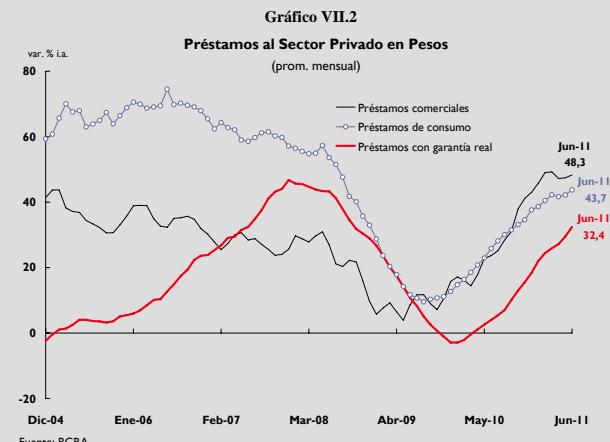
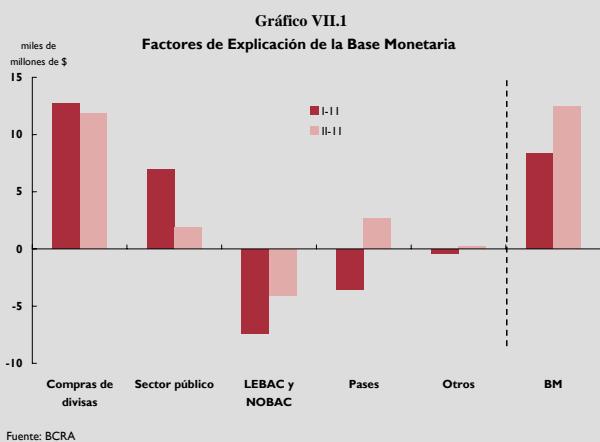
VII.1 Síntesis

En el primer semestre de 2011 se cumplió la meta establecida en el Programa Monetario (PM). El M2 acumuló un crecimiento de 12,5% respecto a diciembre 2010, 0,8 puntos porcentuales (p.p.) por encima del escenario base proyectado en el PM para este mes y 3,6 p.p. por debajo del límite superior previsto. También resulta compatible con su meta anual el aumento acumulado por el M2 privado en el primer semestre del año (en el escenario base del Programa se establece un crecimiento de 29,2% para el M2 Privado para todo el 2011). A su vez continuó observándose un fortalecimiento de la demanda de dinero asociada al ahorro. En efecto, la expansión registrada por los depósitos a plazo en el trimestre resultó la más elevada de los últimos seis años, si bien el período se caracteriza por la elevada demanda de liquidez de las empresas para hacer frente a los vencimientos impositivos y al pago del medio salario anual complementario, lo que normalmente reduce el crecimiento de esas imposiciones.

Durante los primeros seis meses del año el Banco Central absorbió el equivalente al 50% de las compras de divisas, mediante la colocación de LEBAC y NOBAC y la concertación de pases. Así, la Base Monetaria (BM) registró un crecimiento trimestral de 7,6% (\$12.490 millones), mostrando un saldo promedio mensual en junio de \$176.930 millones (39,6% i.a.). Cabe destacar que la absorción monetaria fue llevada a cabo sin generar presiones sobre las tasas de interés. Por otra parte, el Banco Central mantuvo las tasas de interés de sus operaciones de pase en los niveles vigentes desde octubre de 2009 (9,0% y 9,5% para los pases pasivos a 1 y 7 días de plazo, y 11,0% y 11,5% para los pases activos a iguales plazos).

Por su parte, en el segundo trimestre del año, los préstamos en pesos al sector privado crecieron \$19.490 millones (11,3%), acelerando su tasa de variación interanual, que alcanzó en junio el 43,4%, 1,8 p.p. más que en marzo. El crecimiento de los préstamos sigue siendo liderado por los créditos comerciales, que desde septiembre de 2010 están creciendo por encima de las líneas destinadas a financiar el consumo de los hogares. Aún con este notable crecimiento, el nivel de crédito respecto al PIB es de 12,7%. El Banco Central continuó realizando licitaciones dentro del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB). Durante el segundo trimestre se adjudicaron \$280 millones, con lo que el total adjudicado desde el comienzo del PFPB asciende a \$1.537 millones. Estos recursos se destinaron a financiar diversos proyectos orientados a aumentar la capacidad productiva de la economía y su competitividad, favoreciendo así la sustitución de importaciones, la inserción internacional de las empresas locales y la generación de empleo.

El Banco Central viene impulsando un mayor grado de bancarización, promoviendo la utilización de nuevos instrumentos y generando facilidades en el uso de los existentes. En abril entró en vigencia la acreditación inmediata de las transferencias bancarias. En junio de 2011 se efectuaron 900 mil transferencias inmediatas (por un monto total de \$3.200 millones), presentando un incremento de 9% con respecto a mayo.



VII.2 Política Monetaria

Agregados Monetarios y Metas Cuantitativas

Como consecuencia de la crisis internacional reciente, los principales Bancos Centrales del mundo han adoptado medidas extraordinarias con el objeto de evitar una profundización aún mayor de la disrupción económica global, quedando evidenciadas en la evolución registrada de los balances contables de las diferentes entidades (ver Apartado 3). Las acciones del Banco Central están orientadas a que tanto la emisión primaria de dinero, asociada principalmente a su intervención cambiaria, como la creación secundaria, motorizada por el vigoroso crecimiento del crédito, resulten compatibles con el aumento de la demanda de dinero, para así mantener equilibrado el mercado monetario.

En junio se cumplió la meta fijada en el Programa Monetario (PM) para el segundo trimestre de 2011 en un entorno cercano al escenario base. El saldo promedio mensual del M2, compuesto por el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y los depósitos en cuentas corrientes y en cajas de ahorro en pesos de los sectores privado y público no financieros, acumuló un crecimiento de 12,5% respecto a diciembre 2010, 0,8 puntos porcentuales (p.p.) por encima del escenario base proyectado en el PM para este mes y 3,6 p.p. por debajo del límite superior previsto (ver Gráfico VII.3). Cabe recordar que, además de las metas trimestrales para el M2, el PM estableció una meta anual para el M2 privado, que en su escenario base implica un crecimiento de 29,2% para todo el 2011. En el primer semestre del año en curso el aumento acumulado por el M2 privado también resulta compatible con dicha meta anual.

El agregado en pesos más amplio, M3, que incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos en pesos, registró en el trimestre un crecimiento de 7,3% (\$32.000 millones) y un aumento de 39,7% interanual (i.a.). El incremento del M3 estuvo explicado por la expansión que mostraron en el trimestre tanto el circulante en poder del público como los depósitos a la vista y las colocaciones a plazo fijo.

El principal factor de expansión de los agregados monetarios en pesos en lo que va de 2011 fue el crecimiento del crédito al sector privado (ver Gráfico VII.4). En el segundo trimestre de 2011 los préstamos en pesos al sector privado aumentaron 10,9% (\$18.800 millones), liderados por las financiaciones comerciales, que explicaron el 50% del incremento.

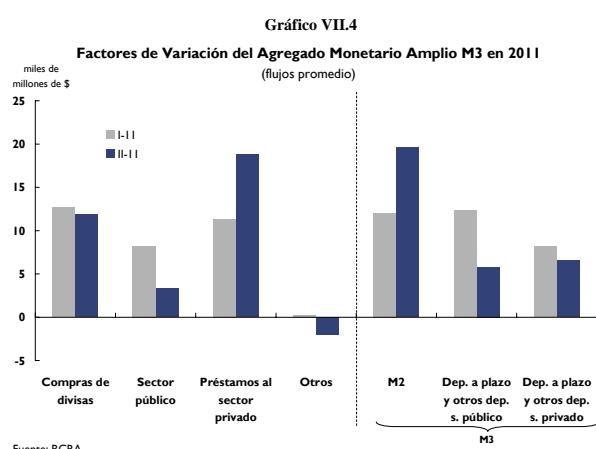
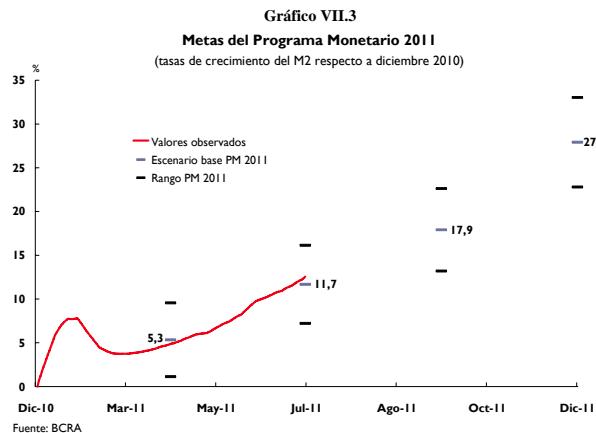
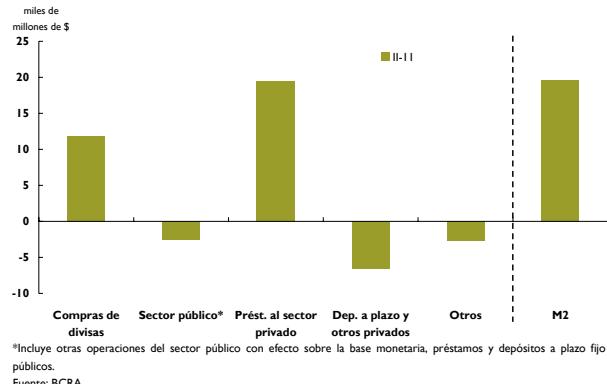


Gráfico VII.5
Factores de Explicación de la Variación del M2



Otros factores que contribuyeron a explicar el incremento trimestral de los agregados monetarios fueron las compras de divisas del Banco Central en el mercado (\$11.870 millones) y, en menor medida, las operaciones del sector público (\$3.320 millones).

Los depósitos en pesos del sector público fueron impulsados por la recaudación impositiva, y acumularon en el segundo trimestre de 2011 un aumento de 6,5%, con un incremento de 3,6% de las colocaciones a la vista y de 7,8% de los depósitos a plazo. Cabe señalar que el efecto contractivo generado por el aumento de los depósitos a plazo del sector público superó ampliamente el efecto expansivo del mismo sobre los medios de pago, por lo que el total de las operaciones del sector público tuvo un efecto neto contractivo sobre el M2 (Ver gráfico VII.5)

Por su parte, los depósitos a plazo fijo privados acumulan durante el primer semestre de 2011 la mayor expansión de los últimos 6 años (ver Gráfico VII.6). Estacionalmente, el segundo trimestre del año se caracteriza por una desaceleración en el crecimiento de este tipo de colocaciones que se explica fundamentalmente por la elevada demanda de liquidez de las empresas para hacer frente a los vencimientos impositivos de mayo y junio y al pago del medio salario anual complementario.

En el segmento en moneda extranjera, el total de depósitos mostró un incremento entre marzo y junio de 2% (US\$310 millones), explicado esencialmente por las colocaciones del sector privado que más que compensaron la caída en las del sector público.

De esta forma, en el segundo trimestre el agregado más amplio, M3*, que incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios y el total de depósitos, en pesos y en moneda extranjera (expresados en pesos) de los sectores público y privado no financieros, mostró un aumento de 6,8% (\$34.160 millones).

Esterilización

El Banco Central esteriliza la expansión monetaria excedente, de forma de mantener el crecimiento de los agregados monetarios dentro del rango establecido en su Programa Monetario. En el primer semestre, mediante la colocación de Letras y Notas (LEBAC y NOBAC), y la concertación de pases, el Banco Central esterilizó el equivalente al 50% de las compras de divisas. Así, la Base Monetaria (BM) registró un crecimiento trimestral de 7,6% (\$12.490 millones), mostrando un saldo promedio mensual, en junio, de \$176.930 millones (39,6% i.a.).

Gráfico VII.6
**Depósitos a Plazo Fijo del Sector Privado en Pesos
(var. prom. mensual)**

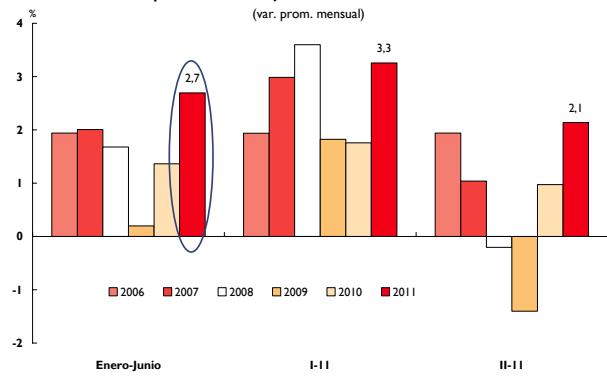
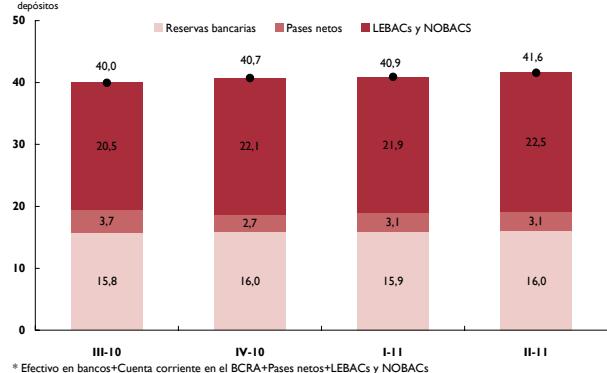
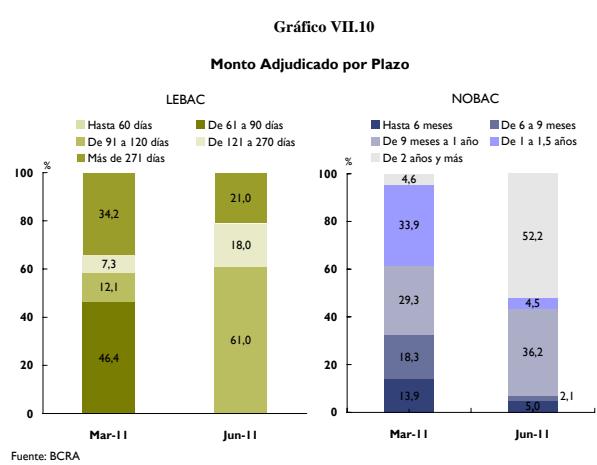
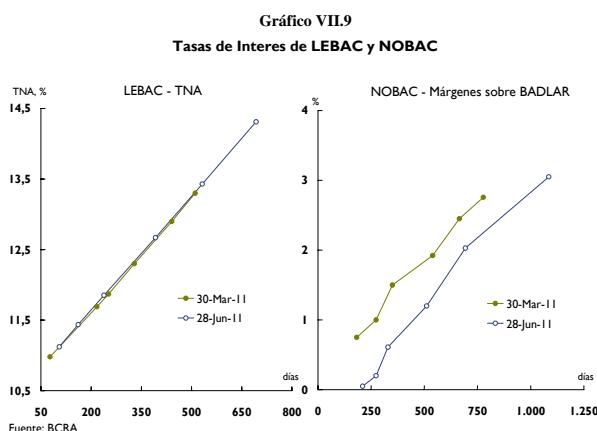
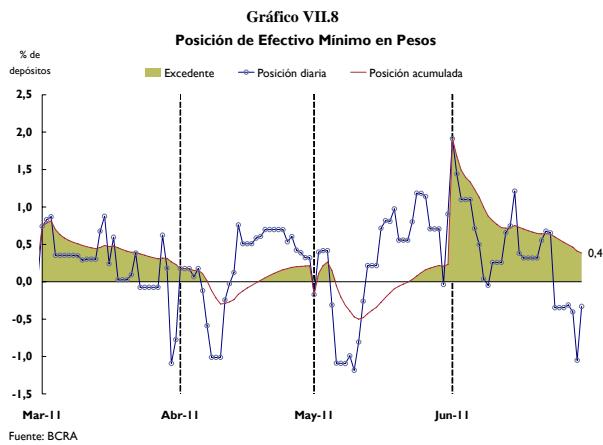


Gráfico VII.7
Liquidez Bancaria en Pesos*





La esterilización que viene llevando a cabo el BCRA tiene su correlato en la composición de la liquidez bancaria. La denominada “liquidez amplia” de las entidades financieras está compuesta por una parte regulatoria, asociada al cumplimiento de los requerimientos de Efectivo Mínimo (EM) o encajes (que integran con dinero en efectivo y con sus saldos en cuentas corrientes en el BCRA), y otra voluntaria (constituida por las tenencias de instrumentos de regulación monetaria³⁸ y por las reservas bancarias excedentes). En efecto, la liquidez amplia en pesos de las entidades, en porcentaje de los depósitos en esa moneda, aumentó 0,7 p.p. en el segundo trimestre y pasó a ser de 41,6% (ver Gráfico VII.7). Los activos que se computan como integración de los encajes se elevaron 0,2 p.p., mientras que las tenencias de instrumentos de regulación monetaria se incrementaron en 0,5 p.p..

La posición de EM en abril y mayo arrojó un excedente de 0,2% del total de los depósitos en pesos, mientras que en junio fue de 0,4%, y a diferencia de los meses anteriores la integración acumulada resultó mayor a la exigencia durante todo el mes (ver Gráfico VII.8).

Para el segmento en moneda extranjera, el excedente de la posición de efectivo mínimo fue en junio de 39,5% de los depósitos totales en dólares. Si bien el excedente continúa en niveles elevados, gracias a la continua aplicación de recursos en moneda extranjera al otorgamiento de préstamos destinados a las actividades ligadas al sector exportador, la posición se redujo 4,4 p.p. en el trimestre y 9,2 p.p. en lo que va del año.

Tasas de Interés³⁹

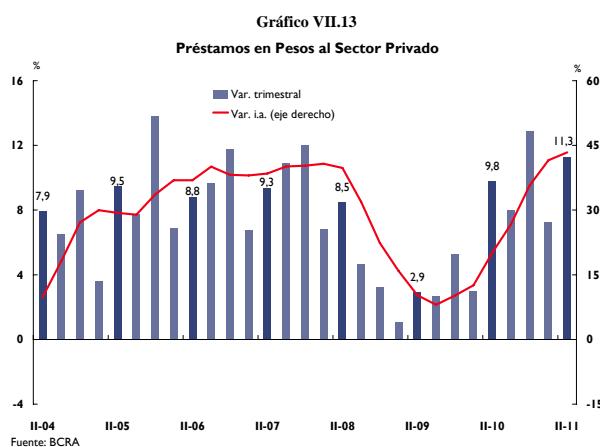
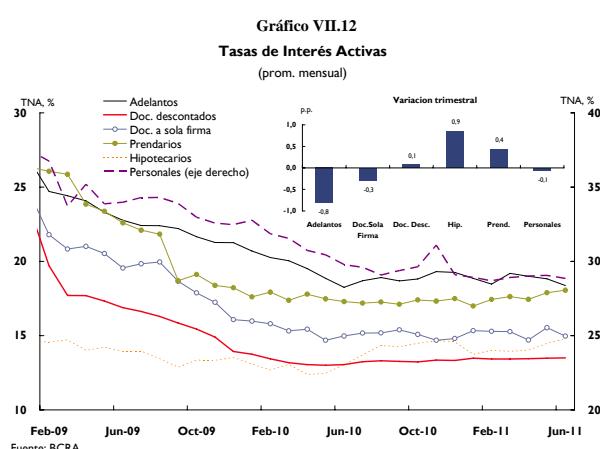
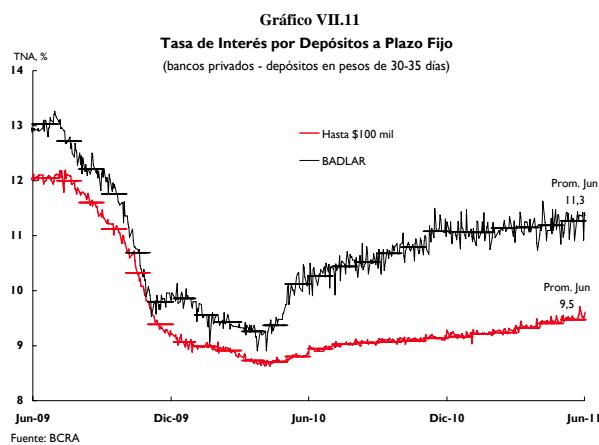
La absorción monetaria fue llevada a cabo sin generar presiones sobre las tasas de interés (ver Gráfico VII.9).

A su vez continuó observándose un alargamiento de los plazos de las especies adjudicadas. En el caso de las LEBAC, se redujo gradualmente la colocación de las especies más cortas, mientras que los plazos de las NOBAC adjudicadas fueron incrementándose con el correr del trimestre. Al comparar marzo contra junio se observa que más del 50% de las especies se colocaron a más de dos años de plazo (Gráfico VII.10).

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

³⁸ Se trata de las LEBAC, las NOBAC y sus operaciones de pase.

³⁹ Las tasas de interés a las que se hacen referencia en esta sección se refieren a tasas nominales anuales (TNAs).



Las tasas de interés del mercado interfinanciero se mantuvieron en línea con las establecidas por el BCRA como referencia en sus operaciones de pase. Tanto la tasa de interés de los préstamos interbancarios como la de las operaciones de pase entre entidades a 1 día hábil finalizaron en 9,5% registrando, en ambos casos, una reducción de 0,2 p.p. respecto al trimestre pasado.

Las tasas de interés pasivas tampoco mostraron variaciones significativas. En efecto la tasa BADLAR promedio mensual se ubicó en 11,3%, 0,1 p.p. superior que el trimestre previo. Mientras que la correspondiente al tramo minorista (hasta \$100 mil) alcanzó un 9,5% (0,2 p.p.), (ver Gráfico VII.11).

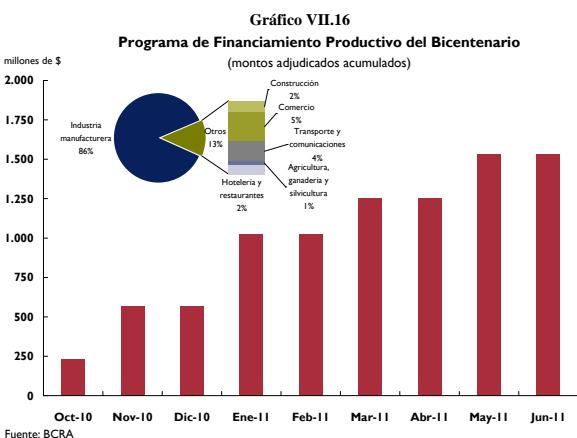
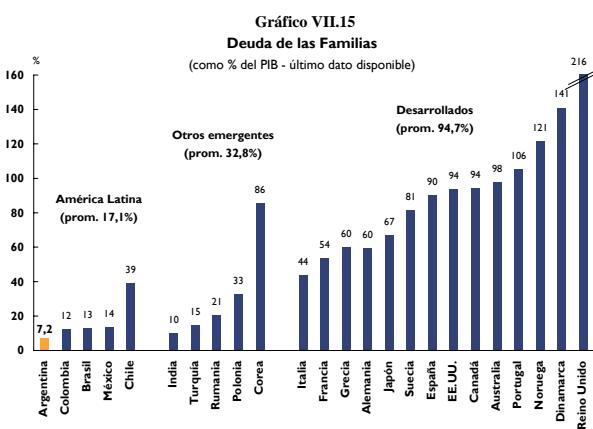
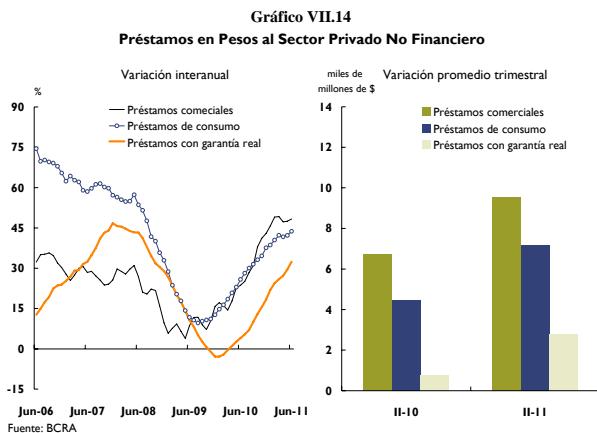
Las tasas de interés activas presentaron mayor heterogeneidad, registrándose subas en algunas líneas y descensos en otras. Mientras la tasa de interés promedio de los préstamos hipotecarios a las familias aumentó 0,9 p.p., la de los adelantos en cuenta corriente se redujo 0,8 p.p. (ver Gráfico VII.12).

Políticas de Financiamiento Productivo y Crédito al Sector Privado⁴⁰

En el segundo trimestre del año, los préstamos en pesos al sector privado crecieron \$19.490 millones (11,3%), acelerando su tasa de crecimiento trimestral y registrando el mayor aumento de los últimos años para un segundo trimestre. Así, su tasa de variación interanual continuó en ascenso, alcanzando en junio un 43,4%, 1,8 p.p. más que en marzo (ver Gráfico VII.13). Aún con estas tasas de crecimiento, el nivel de crédito al sector privado respecto al PIB sólo alcanza a 12,7%, muy por debajo de otros países con niveles de ingreso per cápita y de bancarización similares.

El crecimiento de los préstamos está siendo liderado por los créditos comerciales, que desde septiembre de 2010 están creciendo por encima de las líneas destinadas a financiar el consumo de los hogares (ver Gráfico VII.14). A su vez, en el segundo trimestre las líneas comerciales (adelantos en cuenta corriente y documentos) tuvieron un impulso adicional, debido a la mayor demanda de liquidez por parte de las empresas para afrontar el pago de vencimientos impositivos y del medio salario anual complementario. Así, el aumento de estas líneas del último trimestre fue \$9.545 millones (13,7%), cerca de la mitad del aumento total. Por su parte, el crédito orientado fundamentalmente al consumo (préstamos personales y financiaciones con tarjetas de crédito) se incrementó 10,1% (\$7.180 millones), mientras los préstamos con

⁴⁰ Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros que, si bien altera los saldos contables, no afectan al financiamiento otorgado.



⁴¹ Incluye préstamos bancarios, fideicomisos financieros con créditos al consumo como activos subyacentes y financiaciones mediante tarjetas de crédito no bancarias.

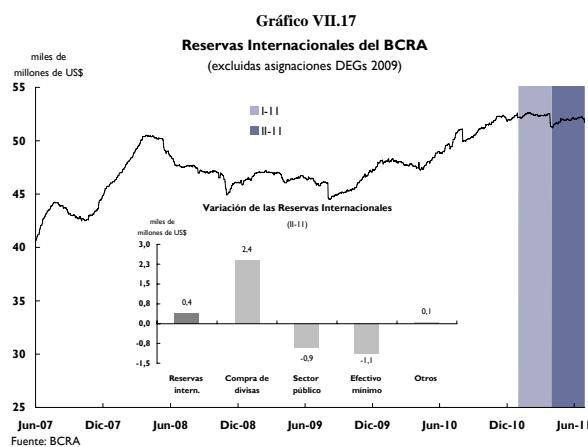
⁴² Para un análisis más detallado de los niveles de endeudamiento de los distintos agentes de la economía, ver el Capítulo III (Situación de Deudores) del Boletín de Estabilidad Financiera (BEF) del primer semestre de 2011.

garantía real (prendarios e hipotecarios) registraron una variación de 8,7% (\$2.765 millones), más que duplicando la tasa de crecimiento del mismo período de 2010.

Las mejoras evidenciadas en el mercado laboral, combinadas con el contexto de sostenida recuperación del dinamismo del crédito del sistema financiero luego del impacto local de la crisis financiera internacional, han llevado a que los hogares observen un incipiente incremento en sus niveles de endeudamiento total⁴¹ en los últimos períodos. Así, a mediados de 2011 el endeudamiento total de las familias alcanzó poco más de 7% del PIB, valor inferior al registrado localmente durante décadas anteriores y significativamente por debajo de los observados tanto a nivel regional (poco más de 17% del PIB en promedio), en otras economías emergentes (aproximadamente 33% del PIB en promedio) como en países desarrollados (con un promedio de casi 95% del PIB; ver Gráfico VII.15). Cabe considerar que en los últimos años se ha verificado localmente un crecimiento gradual del endeudamiento de los hogares mediante las líneas destinadas a financiar consumo (tarjetas y personales), reduciéndose la ponderación de las obligaciones de más largo plazo (hipotecarios y prendarios)⁴².

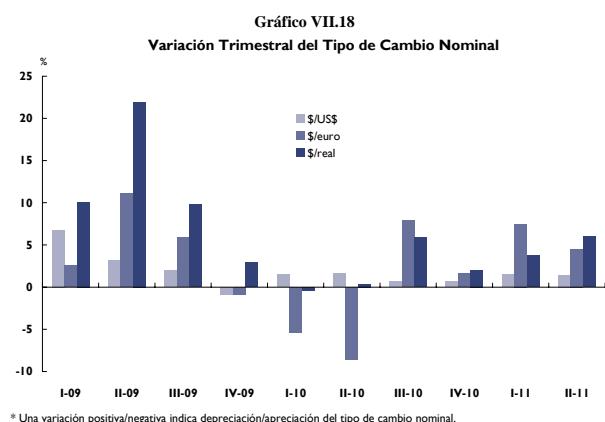
Por su parte, los préstamos en moneda extranjera al sector privado, esencialmente al sector exportador, continuaron creciendo, registrando en el segundo trimestre del año un aumento de US\$605 millones (7,4%).

El Banco Central continuó realizando licitaciones dentro del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB), para otorgar fondos a largo plazo a las entidades financieras con el objetivo de mejorar la oferta de crédito a la inversión. Durante el segundo trimestre se adjudicaron \$280 millones, con lo que el total adjudicado desde el comienzo del PFPB asciende a \$1.537 millones (ver Gráfico VII.16). Estos recursos se destinaron a financiar una diversidad de proyectos orientados a aumentar la capacidad productiva de la economía y su competitividad, favoreciendo así la sustitución de importaciones, la internacionalización de las empresas locales y la generación de empleo. Los fondos ya desembolsados fueron destinados a diversas empresas industriales, constructoras, comerciales o de transporte, con proyectos ubicados en siete jurisdicciones (provincias de Santa Fe, Mendoza, Jujuy, Córdoba, Corrientes y Buenos Aires, y Ciudad Autónoma de Buenos Aires).



Reservas Internacionales y Mercado Cambiario

En el segundo trimestre del año, las compras de divisas realizadas en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) alcanzaron a US\$2.409 millones, monto algo inferior al observado el trimestre anterior. Este constituyó el principal factor de aumento de las reservas internacionales, aunque fue parcialmente compensado por la disminución de las cuentas en moneda extranjera de las entidades financieras (de US\$1.145 millones) y del sector público (de US\$918 millones) en el Banco Central. Las mencionadas caídas tuvieron su origen, por una parte, en el firme aumento de los préstamos en moneda extranjera al sector privado y, por la otra, en la disminución de los saldos de los Fondos de desendeudamiento y para Pagos a organismos, a fin de afrontar pagos en moneda extranjera (ver Gráfico VII.17).



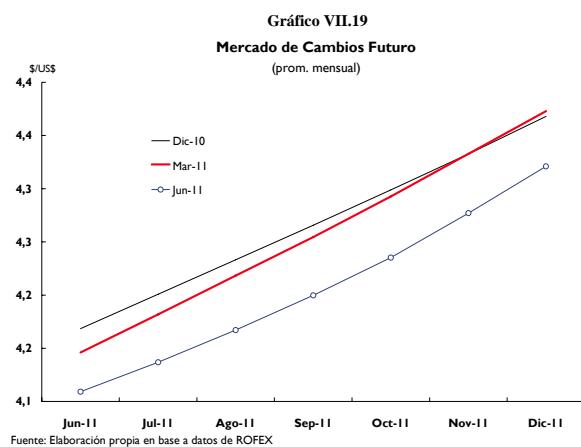
Así, el saldo de reservas internacionales ascendió a US\$51.695 millones a fin del segundo trimestre, cifra US\$397 millones (0,8%) mayor al nivel de marzo. En el primer semestre, período en el que se utilizaron los Fondos de desendeudamiento y por Pago a Organismos internacionales por US\$4.032 millones, el saldo de reservas internacionales disminuyó US\$495 millones.

El peso volvió a depreciarse en el trimestre tanto respecto al Dólar Estadounidense como frente al Real y al Euro. En el primer caso el aumento de la cotización fue de 1,5% (promedio de junio respecto al promedio de marzo), al igual que en trimestre anterior. Para el Real el aumento fue 6%, mientras que para el Euro fue 4,5% (ver Gráfico VII.18). Por otra parte, el valor actual del TCR multilateral deflactado por salarios resulta superior al promedio de los últimos 15 años (ver Apartado 4).

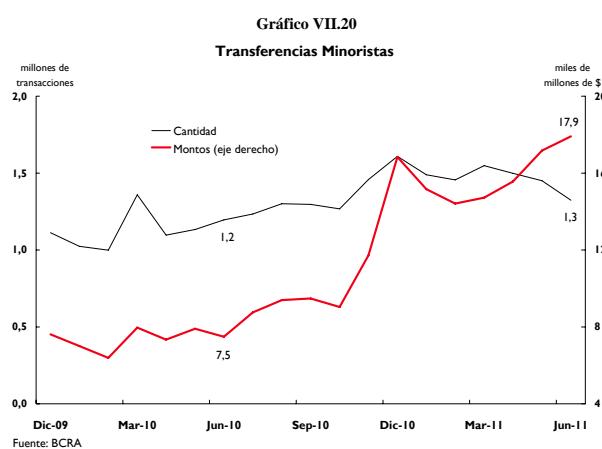
En lo que respecta en el mercado a futuro (ROFEX), entre marzo y junio los contratos marcaron un descenso en la depreciación esperada para los próximos meses. Por su parte, el monto negociado se recuperó 47,5% en el trimestre, siendo el promedio del segundo trimestre de \$893 millones (ver Gráfico VII.19).

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

El BCRA ha venido implementando una serie de medidas tendientes a favorecer la bancarización, universalizar el acceso a los servicios financieros en todos los segmentos socioeconómicos de la población y desalentar el uso del dinero en efectivo. En este sentido, en el último trimestre de 2010 el BCRA implementó la “Cuenta Gratuita Universal”⁴³, reintrodujo el Cheque Cancelatorio



⁴³ A mediados de julio, la cantidad de titulares de estas cuentas alcanzaba a 68.400.



para operaciones de mayores montos (compra de inmuebles o automotores, entre otros)⁴⁴ y limitó los cargos y/o comisiones por las transferencias⁴⁵ (vía cajeros electrónicos, Internet o ventanilla).

Durante el segundo trimestre de 2011 implementó una normativa tendiente a que las transferencias que son cursadas a través de las redes puedan realizarse en forma inmediata⁴⁶. En este marco, las cantidades de transferencias inmediatas en mayo y junio⁴⁷ alcanzaron 823 mil y 900 mil respectivamente (incremento mensual de 9%), mientras que en términos de montos sumaron \$1.900 millones y \$3.200 millones de manera respectiva (incremento mensual de 68%). Al considerar las transferencias realizadas a través de las cámaras de bajo valor⁴⁸, conjunto que no tiene en cuenta las operaciones inmediatas, se observó un crecimiento interanual de 11% en términos de cantidades (hasta 1,32 millones de operaciones en junio), llegando el monto más que a duplicarse (hasta un total de \$17.900 millones; ver Gráfico VII.20).

⁴⁴ A junio de 2011, se acumularon operaciones con Cheques Cancelatorios denominados en pesos por \$117 millones (1.774 cheques) y denominados en moneda extranjera por US\$135 millones (2.500 cheques).

⁴⁵ Comunicación “A” 5127.

⁴⁶ En una primera etapa, para operaciones que se realicen a través de cajeros automáticos o desde Internet. Para aquellas trasferencias en pesos (hasta \$10.000 desde cajero automático y hasta \$50.000 vía Internet) se dispuso que la fecha máxima de implementación fuese el 25 de abril de 2011, mientras que para las transferencias en dólares (hasta US\$2.500 desde cajero automático y hasta US\$12.500 vía Internet) la fecha límite fuese el 31 de mayo de 2011. Para más detalle ver la Comunicación A 5194 y Comunicación A 5195.

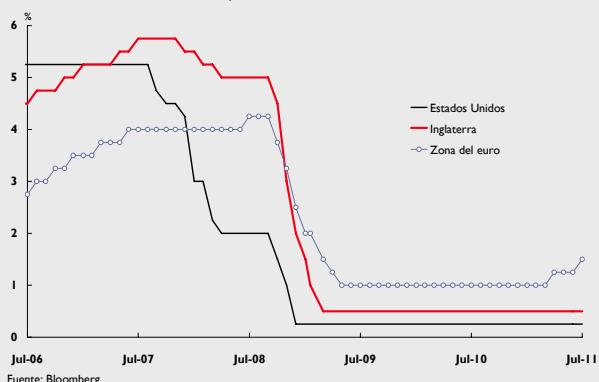
⁴⁷ Último mes con información disponible.

⁴⁸ Ente que se dedica a la compensación electrónica de instrumentos de bajo valor (cheques, otros documentos compensables, débitos directos, transferencias). Es el encargado de realizar la liquidación de los saldos compensados entre las entidades financieras, imputando en sus respectivas cuentas en el BCRA, al cierre de la sesión diaria.

Apartado 3 / Impacto de la política monetaria en los balances de algunos de los principales Bancos Centrales

Las lecciones aprendidas de la crisis del '30 y la recesión japonesa conocida como década perdida⁴⁹ llevaron a que, ante la quiebra de Lehman Brothers Holdings (LBH), los bancos centrales adoptaran una serie de medidas de política monetaria poco tradicionales. Estas intervenciones mostraron un alto grado de coordinación, cooperación internacional y pragmatismo que no encuentran paralelo en la historia y que evitaron que la peor recesión de posguerra se profundizara aún más. En efecto, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), el Banco de Inglaterra (BoE, en su sigla en inglés) y el Banco Central Europeo (BCE) redujeron y mantuvieron bajísimas sus tasas de interés de referencia y adoptaron otras medidas más novedosas, de corte keynesiano (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Tasas de Interés de Referencia



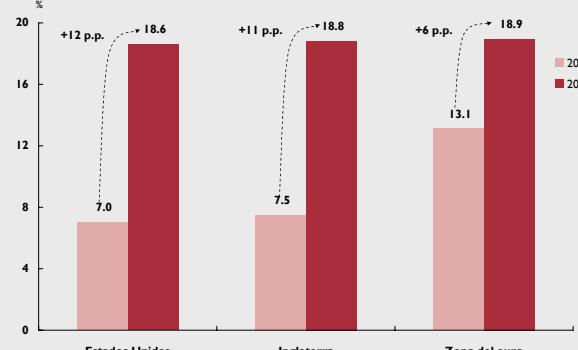
Fuente: Bloomberg

En muchos casos, la necesidad de tomar medidas no convencionales estuvo asociada, en sus inicios, al agravamiento de la situación de *stress* en los mercados financieros originada en segmentos tales como el mercado hipotecario, el de títulos públicos y privados, así como los sectores de financiaciones estructuradas y de productos derivados⁵⁰. Por ello, la función tradicional del banco central como prestamista de última instancia debió ser complementada con la de creador de mercado a los efectos de sostener las cotizaciones y de proveer liquidez.

Paralelamente, los bancos centrales, en mayor o menor medida, tuvieron que modificar el tipo de contrapartes admitidas ya sea en sus líneas de asistencia financiera existentes o creando nuevas líneas de liquidez incorporando instituciones que previamente no hubiesen podido obtener acceso. También se amplió considerablemente la gama de activos admitidos como garantía y se prolongó el plazo de la asistencia.

Estas medidas han tenido un impacto tanto en el tamaño como en la composición de los balances de la Fed, el BoE y el BCE. En efecto, en los dos primeros casos los activos de estos bancos centrales se multiplicaron por tres, y aunque en el caso del BCE el aumento fue considerablemente menor, alcanzaron un tamaño notoriamente similar, 19 puntos porcentuales (p.p.), en relación con la dimensión de sus economías en 2010 (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Activos de Bancos Centrales en Términos del PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos de bancos centrales

En el caso de EE.UU., antes del estallido de la crisis *subprime* de mediados de 2007 el activo de la Fed era de US\$900.000 millones y estaba compuesto principalmente por bonos del Tesoro (87%) y, en menor medida, por operaciones de pase (3%) y otros activos (10%). Esta composición empezó a modificarse a fines de aquel año, principalmente por el lanzamiento de una nueva facilidad de financiamiento a plazo⁵¹, y por los acuerdos de *swaps* de divisas con otros bancos centrales (ver Gráfico 3).

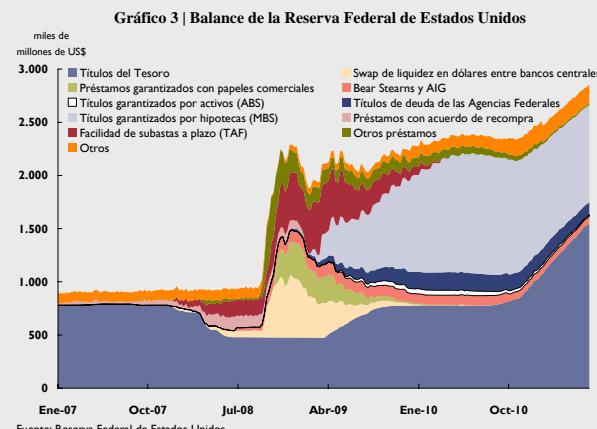
Tras la quiebra de LBH, el activo de la Fed creció de forma vertiginosa, más que duplicándose en un par de meses y llegando a triplicarse en los últimos tres años. Sin embargo, tan notorio como el crecimiento cuantitativo resulta el cambio en la composición del activo. En este sentido, los bonos del Tesoro, sin haber variado significativamente su saldo, pasaron de representar el 87% del activo a sólo el 32% a fines de junio de 2010, al finalizar la primera expansión cuantitativa (QE1). A esa

⁴⁹ El estancamiento de la economía japonesa en la década del noventa es conocido mediante este término, el que podría extenderse a la primera década de este siglo puesto que continuó el parate en el nivel de actividad.

⁵⁰ Específicamente en Estados Unidos hubo medidas o programas especialmente diseñados para atender la situación de los mercados de títulos respaldados por hipotecas, papeles comerciales y el mercado de dinero. Además, el programa de préstamos respaldados por activos tuvo como objetivo mejorar el funcionamiento de los mercados de tarjetas de crédito, de las financiaciones garantizadas por la Administración de pequeñas empresas, y de los préstamos a estudiantes y al sector automotor. En el caso de Inglaterra se implementaron programas destinados al mercado de papeles comerciales y al de bonos corporativos, entre otros. En el caso de la zona del euro, no se implementaron nuevas líneas de fondeo, sino que se modificaron las condiciones de las líneas existentes.

⁵¹ Se trata de la facilidad de subastas a plazo (TAF, en sus siglas en inglés) una nueva línea que buscaba brindar fondeo a mayor plazo a las instituciones depositarias mediante subastas.

fecha, los fideicomisos financieros respaldados por créditos hipotecarios, eran el principal componente del activo de la Fed, alcanzando casi al 50%. Le seguían los títulos de deuda de las agencias federales de crédito hipotecario nacionalizadas en septiembre de 2008 (principalmente de *Fannie Mae* y *Freddie Mac*) con 7%, y los activos vinculados a los rescates de Bear Stearns y AIG con 4%.



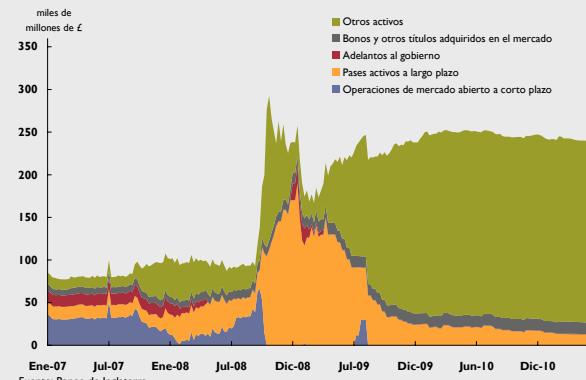
Con el lanzamiento del segundo programa de expansión cuantitativa (QE2)⁵² a mediados de noviembre de 2010, nuevamente se modificó el tamaño y la composición del activo de la Fed. Volvió a aumentarse la participación de los bonos del Tesoro, no sólo por las compras asociadas a este programa, sino también por la decisión de reinvertir en estos títulos los servicios de los fideicomisos financieros respaldados por créditos hipotecarios y de la deuda de las agencias inmobiliarias federales. Así, a principios de junio de 2011 los bonos del Tesoro volvieron a ser el principal rubro del activo de la Fed, con casi el 55%, seguido por los fideicomisos financieros respaldados por créditos hipotecarios, que representaban el 32%.

El caso del BoE fue similar dado que también se multiplicó el tamaño de su activo tras la caída de LBH, alcanzando un máximo a mediados de octubre de 2008. Este incremento se explicó, en gran medida, por el uso intenso de los pases a largo plazo. Desde comienzos de 2009, *pari passu* con la disminución del fondeo otorgado a través de estos pases de largo plazo, empieza a aumentar la importancia de los otros activos dentro de su balance, debido principalmente al lanzamiento, en enero de ese año, del programa de expansión cuantitativa (ver Gráfico 4). Por ello, a principios de junio de 2011 el activo del BoE resultó dos veces y media mayor que el observado con anterioridad al inicio de la crisis.

El caso del BCE fue algo diferente. No se crearon nuevos instrumentos sino que se recurrió principalmente a líneas de liquidez que ya estaban disponibles, sólo modificando, en ciertos casos, algunas condiciones de las mismas. Tampoco, como se mencionó, el tamaño del balance del BCE creció tanto, ya que entre septiembre de 2008 y mayo de 2011 aumentó sólo un 30% (ver Gráfico 5).

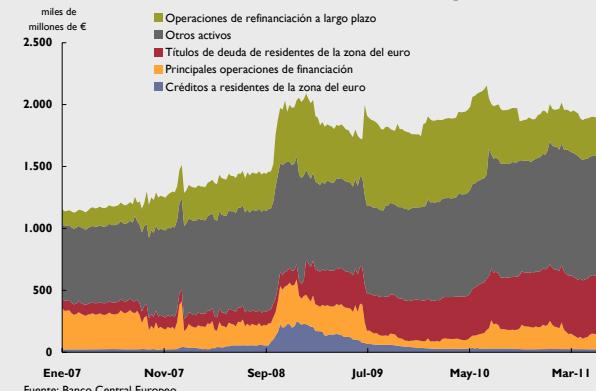
⁵² Tenía por fin la adquisición de US\$600.000 millones en títulos del Tesoro por parte de la Fed.

Gráfico 4 | Balance del Banco de Inglaterra



No obstante, la modificación más importante en el balance del BCE se observó más tarde, con el devenir de la crisis griega, cuando se relajaron los estándares respecto de los títulos de deuda soberana que pueden ser admitidos como colateral de las líneas de liquidez regulares⁵³. Poco después, frente a las implicancias fuertemente distorsivas que tenía en el mercado interbancario de la zona del euro el creciente *stress* en la cotización de los títulos de deuda soberana de algunos países miembros, se lanzó un programa de liquidez, mediante el cual se llevan incorporados al activo del BCE aproximadamente €75.000 millones de los títulos de deuda más afectados en sus cotizaciones, lo que representa un 4% su activo.

Gráfico 5 | Balance del Banco Central Europeo



La evolución del tamaño y del cambio en la composición del activo de tres de los principales bancos centrales del mundo muestra autoridades monetarias que, dejando de lado lineamientos convencionales, modificaron sus políticas, adoptando un elevado grado de pragmatismo y coordinación, para hacer frente a la peor crisis de postguerra. Esas medidas no estuvieron exentas de críticas que cuestionaban el impacto en la situación patrimonial de las autoridades monetarias, entre otros aspectos, pero ninguna consideraba el mayor costo económico y social que estas políticas consiguieron atenuar.

⁵³ El 3 de mayo de 2010 el BCE anunció que empezaba a aceptar como colateral de las operaciones de liquidez bonos de países miembros de la zona del euro independientemente de su calificación crediticia, mientras que no se encuentren en *default*.

VII.3 Otros Activos

Tabla VII.1
Bonos Soberanos por Segmento

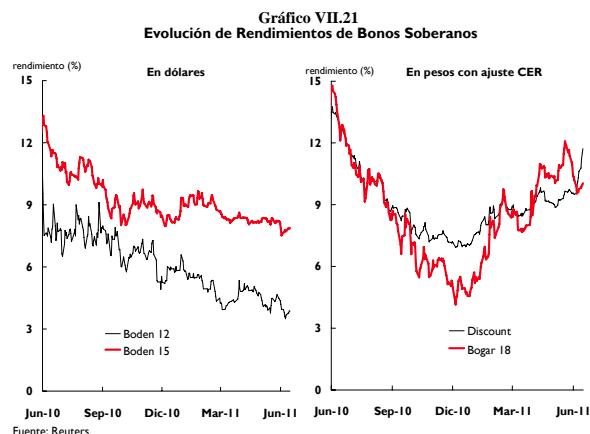
Instrumento	Vida promedio (años)	Rendimiento				Promedio negociado diario MAE (mill. \$) II-II
		Jun-10	Dic-10	Mar-11	Jun-11	
Dólares						
Boden 12	0,6	9,5%	5,3%	4,0%	4,2%	91,1
Bonar VII	2,2	11,3%	6,4%	6,5%	6,6%	16,7
Boden 15	4,2	13,2%	8,4%	8,5%	7,8%	68,5
Bonar X	5,8	12,7%	8,9%	9,2%	9,1%	85,0
Global 17	5,9	12,7%	8,0%	8,3%	7,8%	—
Discount LNY	17,7	12,8%	9,0%	9,7%	9,6%	13,8
Par LNY	23,0	10,7%	8,8%	9,1%	9,2%	0,8
Pesos con CER						
Pre9	1,4	12,1%	4,8%	6,1%	7,5%	5,1
Boden 14	1,7	14,0%	5,5%	6,1%	8,9%	15,4
Pro12	2,2	14,0%	5,0%	7,6%	8,4%	27,4
Bogar 18	3,7	14,7%	4,9%	8,8%	10,4%	85,8
Pr13	8,4	15,6%	8,9%	9,6%	12,2%	14,1
Discount	17,7	13,5%	7,2%	9,0%	9,5%	53,4
Par	23,0	11,2%	6,8%	7,4%	8,5%	11,8
Pesos						
Bonar V Pesos	0,9	20,3%	13,9%	14,2%	14,6%	4,6
Bocan 14\$	2,6	21,7%	15,1%	16,1%	15,9%	38,0
Bonar 15	2,9	23,4%	16,3%	16,7%	16,5%	27,7

Fuente: Reuters y MAE

Durante el segundo trimestre del año el comportamiento de los activos locales siguió estando fuertemente condicionado por la situación de los mercados financieros internacionales. En función del contexto de incertidumbre —y con cautela entre los inversores internacionales—, los activos financieros de la Argentina finalizaron el trimestre con un comportamiento negativo en materia de precios, aunque las mermas fueron menos marcadas que en los primeros tres meses del año (contrastando con los fuertes avances del segundo semestre de 2010). En términos de volumen operado en los mercados secundarios, el comportamiento fue mixto a nivel local, con mejora para la renta fija y deterioro para las acciones. En cuanto a las operaciones de financiamiento, las colocaciones de Fideicomisos Financieros (FF) y de Obligaciones Negociables (ON) continuaron a buen ritmo, destacándose en el primer caso aquéllas vinculadas con infraestructura, mientras que para la deuda corporativa sobresale el dinamismo de las operaciones de bancos y servicios financieros.

Las cotizaciones de los títulos públicos argentinos finalizaron el segundo trimestre con una tendencia negativa en términos generales, aunque en muchos casos las variaciones fueron leves (con deterioro menos pronunciado que en el primer trimestre). Los bonos en dólares mostraron una ligera caída para los precios en promedio —que se tradujo en un leve repunte de los rendimientos— (ver Tabla VII.1), aunque se dieron algunas excepciones entre los títulos más líquidos (ver Gráfico VII.21). Entre los bonos en pesos con ajuste por CER, en cambio, primaron las pérdidas, con ampliaciones en los rendimientos que superaron en algunos casos los 150 puntos básicos (p.b.). Los bonos en pesos, en cambio, tuvieron mejoras acotadas, con un mejor desempeño de los títulos que devengan cupón en base a la tasa BAD-LAR⁵⁴. Por último, en el caso de las Unidades Vinculadas al PBI (UVP), se extendieron las ganancias del primer trimestre, dadas las mejores perspectivas de crecimiento económico. Así, las UVP tuvieron el mejor desempeño entre los instrumentos soberanos, especialmente aquéllas en dólares⁵⁵. Con respecto a los montos negociados en instrumentos de renta fija⁵⁶, durante el segundo trimestre se dio un fuerte incremento en el promedio negociado por día (hasta casi \$2.000 millones, que implica una suba trimestral de 11% e interanual de 42%).

En un contexto de contracción de los rendimientos de los bonos del tesoro norteamericano, la caída en las

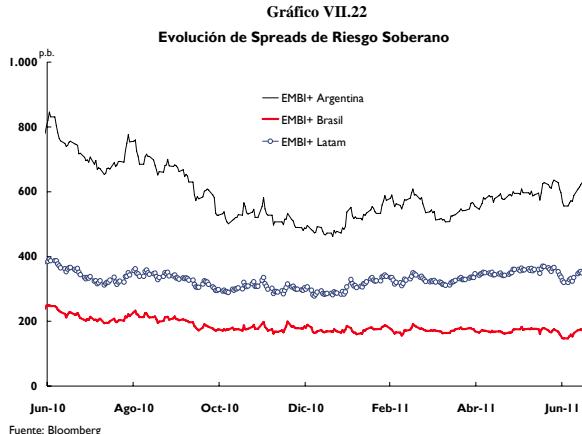


Fuente: Reuters

⁵⁴ La tasa de referencia operó con muy baja volatilidad en el período, aunque cerró el trimestre 31 p.b. por encima del nivel vigente a fines de marzo.

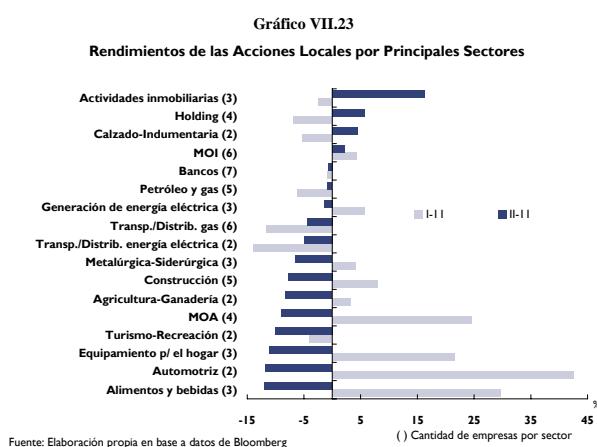
⁵⁵ Así, éstas mejoraron en promedio casi 8% en el trimestre, mientras que la especie en pesos subió sólo 1% en el mismo período.

⁵⁶ Teniendo en cuenta operaciones con títulos públicos e instrumentos del BCRA (Lebac y Nobac) realizadas en el MAE y la BCBA.



cotizaciones de los títulos de deuda argentina en dólares con legislación internacional influyó negativamente en el *spread* de la deuda del país en los mercados secundarios durante el trimestre. El diferencial de tasas medido por el *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI+) del país cerró junio en un nivel de casi 570 p.b. (con deterioro trimestral de casi 30 p.b.) aunque permanece por debajo de los picos relativos de 2010 (ver Gráfico VII.22).

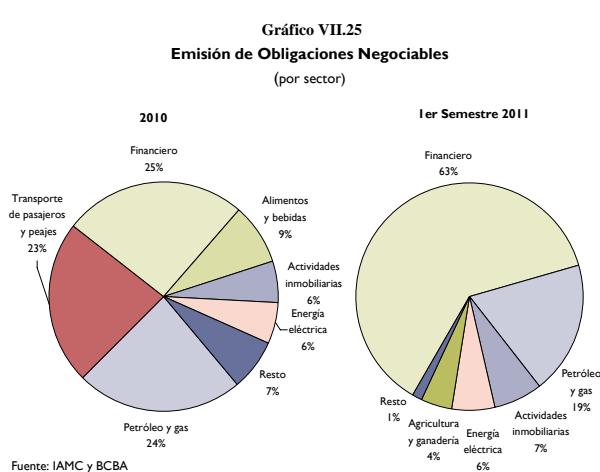
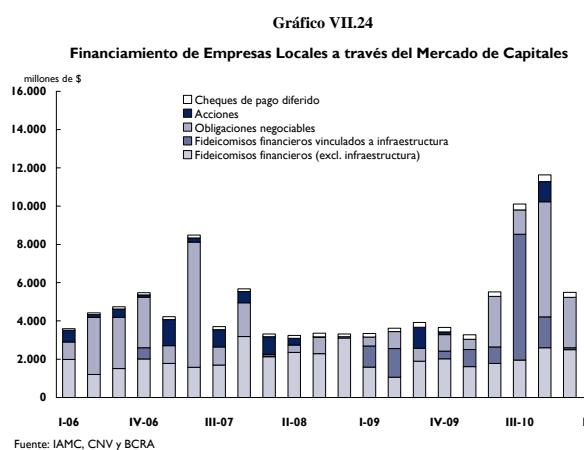
Con respecto al mercado bursátil local, el Merval evidenció una leve contracción trimestral en pesos de 0,8%, lo que implica una desaceleración del deterioro en comparación con lo ocurrido en los primeros tres meses del año. Si se la mide en dólares, la pérdida del segundo trimestre fue de 2,2%⁵⁷, lo que se compara favorablemente con la erosión del índice agregado para América Latina (el *Morgan Stanley Capital International* —MSCI— Latam bajó 3,6%). Aunque la mayoría de los sectores económicos con empresas cotizantes terminaron el trimestre con saldo negativo en materia de cotizaciones, los sectores de actividades inmobiliarias, *holdings*, calzado y textil, entre otros, tuvieron rendimientos positivos (ver Gráfico VII.23). En términos de volúmenes negociados, en el período se operó un promedio diario de casi \$46 millones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), con una merma trimestral de 24%, que respondería a una baja rotación de las carteras en un contexto de cautela.



El financiamiento al sector privado y para infraestructura a través del mercado de capitales ascendió a casi \$13.600 millones en el segundo trimestre del año (ver Gráfico VII.24). Se registró así un fuerte aumento respecto al monto alcanzado durante el trimestre anterior, en buena parte debido al importante incremento de las colocaciones de fideicomisos y, en menor medida, de ON. Excluyendo a los fideicomisos financieros vinculados a obras de infraestructura, se registra un aumento del total tanto en términos trimestrales como interanuales (de 14% y 37%, respectivamente), en el primero de los casos debido al dinamismo de la colocación de ON en los últimos tres meses.

Respecto a los fideicomisos —el principal instrumento de financiamiento a través de los mercados desde hace varios años— hubo colocaciones importantes en el trimestre ligadas a la securitización de flujos de fondos originados en actividades relacionadas a la generación de energía. Entre las ON, por su parte, se destacaron las colocaciones de bancos (con una operación de magnitud) y servicios financieros. De esta forma, las colocaciones

⁵⁷ Dicho comportamiento se dio luego de la fuerte recomposición en el valor de estos activos que ocurrió en el segundo semestre de 2010: el Merval aumentó en torno al 60% tanto medido en pesos como en dólares —la depreciación nominal del peso contra el dólar fue de 1,1% en el período—.

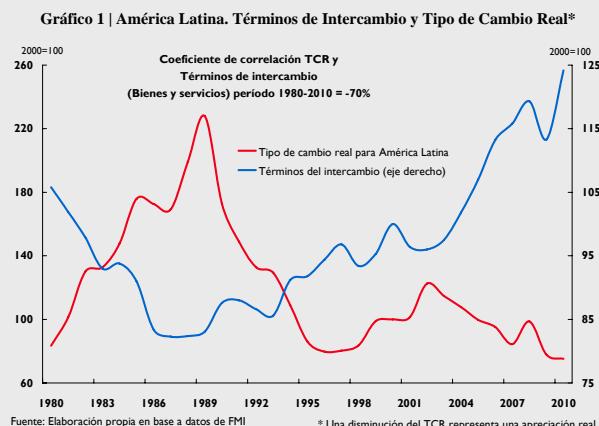


del sector financiero explicaron más del 60% del financiamiento en el mercado mediante este tipo de instrumentos durante el primer semestre del año, con un importante incremento en la ponderación en el total respecto de lo observado en 2010 (ver Gráfico VII.25). El resto de las colocaciones de bonos corporativos estuvo ligado a empresas del sector de petróleo y gas, energía eléctrica y actividades comerciales. Respecto al financiamiento a Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES), las financiaciones a través de cheques crecieron 25% en el trimestre y 40% en términos interanuales, alcanzándose en junio el segundo valor más alto desde el lanzamiento del instrumento en 2003.

Si bien para la generalidad de los activos financieros de economías emergentes las perspectivas continúan siendo favorables en función de la solidez relativa de sus fundamentos macroeconómicos, la evolución de los precios seguirá estando condicionada en los próximos meses por la cautela imperante a nivel internacional (de cara a riesgos concretos, como los vinculados a la crisis de la deuda en la zona del euro y a la preocupación con respecto a la fortaleza de la recuperación económica en Estados Unidos). En el caso particular de la Argentina, en un contexto en que los indicadores económicos siguen siendo positivos, los bancos de inversión continúan recomendando la compra de títulos específicos (como las UVIP y los títulos provinciales). En lo relativo a las colocaciones de deuda privada, se espera que se mantenga el dinamismo en los próximos meses tanto para fideicomisos financieros como para obligaciones negociables; en este último caso, ya se están analizando diversas transacciones de magnitud considerable.

Apartado 4 / Un análisis sobre el nivel del tipo de cambio real en Argentina

Históricamente en economías productoras de materias primas como las de América Latina existe una relación estrecha entre el precio de dichos bienes y el tipo de cambio real (TCR). En la evidencia de largo plazo se observa una correlación muy alta e inversa entre la dinámica de los Términos de Intercambio (TI) y el TCR (ver Gráfico 1). Así, cuando se elevan los TI se estimula una apreciación de la moneda de los países exportadores netos de productos cuyos precios mejoran relativamente. Sin embargo, la apreciación del tipo de cambio modifica los precios relativos del resto de los bienes y servicios producidos por una determinada economía —particularmente sobre los bienes industriales— afectando el nivel y la diversificación de la producción, la agregación de valor y el empleo.



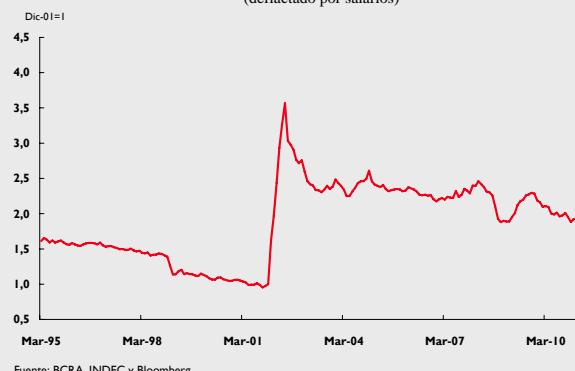
En los últimos años las economías de la región han experimentado mejoras en los TI que, reforzadas por el ingreso de flujos de capitales —sean éstos de carácter financiero y de corto plazo o en la forma de inversiones extranjeras directas— han generado fuertes presiones apreciadoras en sus monedas.

El TCR mide el precio relativo de los bienes y servicios de una economía con respecto a los de uno o varios socios comerciales importantes. Se trata de una variable (precio) crucial de la economía por sus efectos sobre la estructura productiva, el patrón del comercio internacional, el flujo de capitales y la competitividad. Una medida exigente de la competitividad externa de una economía es el TCR deflactado por la evolución comparada de los salarios locales con respecto a la trayectoria de las remuneraciones de los principales socios comerciales (en el caso de la Argentina fundamentalmente a partir de la relación salarial respecto de los Estados Unidos, la zona del euro y Brasil).

Para poder evaluar el nivel observado del tipo de cambio multilateral se requiere un marco de referencia. La forma más simple para construir ese marco es empleando el

pasado de la propia variable, por ejemplo, a partir de un promedio de largo plazo. Cuando se estudia la evolución del TCR multilateral deflactado por salarios para el caso argentino, se verifica que su valor actual resulta superior al promedio de los últimos 15 años. Específicamente, su nivel excede en un 45,6% al promedio de la Convertibilidad y en un 92% si se usa como referencia el mes de diciembre de 2001 (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Tipo de Cambio Real Multilateral de la Argentina (3 socios)
(deflactado por salarios)



Por otra parte, si se analiza el comportamiento del TCR a partir del desempeño de otras variables, que la teoría indica como determinantes macroeconómicos, se puede observar que, la existencia de persistentes saldos positivos de la Balanza comercial y de la Cuenta corriente, en un contexto donde estos superávits han mermado o desaparecido en la mayoría de los países de la región, evidencia que el TCR es relativamente alto y mantiene la competitividad comercial. Adicionalmente, la competitividad exportadora no está sustentada sólo en precios altos de las *commodities* como ha sucedido en otros períodos. Por ejemplo, al evaluar la performance de las Manufacturas de Origen Industrial (MOI), se verifica un fuerte aumento de las exportaciones industriales tanto a Brasil (23% en los primeros cinco meses de 2011) como al resto de los destinos (19,7%; ver Cuadro 1). A valores constantes, en el año 2010 las MOI representaron el 42,6% del total de las ventas externas, incrementando su participación en 15,2 puntos porcentuales respecto al cociente alcanzado en 2003.

Cuadro 1 | Argentina. Exportaciones por Grandes Rubros

Rubros	Primeros 5 meses 2011					
	Millones de US\$			Variación % i.a.		
	a Brasil	Resto	Total	a Brasil	Resto	Total
Productos primarios	1.043	6.726	7.769	32,9	26,8	27,6
MOA	689	10.426	11.115	26,4	40,0	39,1
MOI	4.343	6.282	10.625	23,0	19,7	21,0
Combustibles y energía	753	1.838	2.591	29,6	-20,4	-10,4
TOTAL	6.828	25.272	32.100	25,5	24,4	24,7

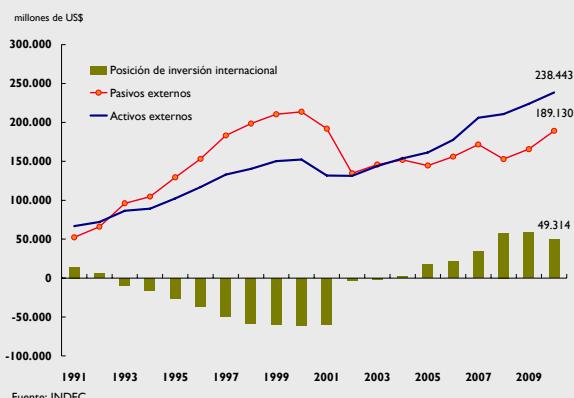
Fuente: INDEC

En el mismo sentido, la evidencia sugiere que el aumento de las importaciones ha sido impulsado más por la alta elasticidad de las compras externas al nivel de actividad, especialmente en lo referido a la inversión —dadas las mejores expectativas de crecimiento— y en menor medida al consumo, que por una apreciación del TCR. Así las importaciones de bienes de capital y piezas y accesorios crecieron en 2010 un 45%, representando el 41% del total importado, mientras que las de bienes de consumo crecieron 28% en igual período.

La recuperación en la productividad, resultado del fuerte incremento de la actividad y de los altos niveles de inversión, es otro elemento que contribuye a la mejora de la competitividad dado que implica una disminución de los costos unitarios. En particular, la productividad laboral registró un ritmo de crecimiento del orden del 5,2% promedio anual entre los años 2003 y 2010.

La generación de persistentes superávits externos en los últimos años junto con la política de desendeudamiento público con el sector privado constituyeron factores clave en la mejora de la Posición de inversión internacional en la Argentina. Desde 2004, el país pasó de ser deudor externo neto a ser acreedor neto respecto al resto del mundo⁵⁸ (ver Gráfico 3). En este contexto, con posiciones acreedoras netas tanto del sector público como del sector privado, la necesidad de un TCR más depreciado para atender los pagos netos de deuda externa es menor en comparación con lo que ocurría en la década de los noventa.

Gráfico 3 | Argentina. Posición de Inversión Internacional (con deuda valuada a valor de mercado)

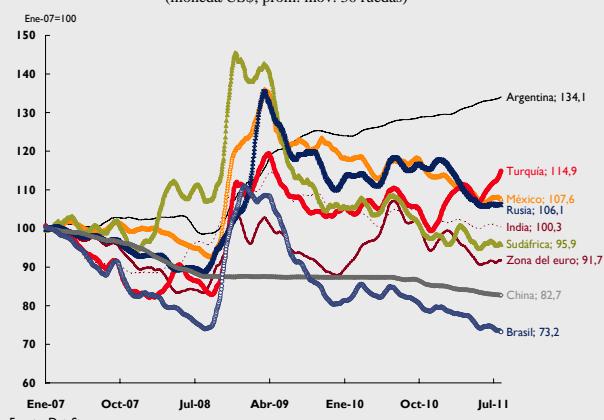


Para analizar el comportamiento del tipo de cambio real también debe tomarse en cuenta la dinámica cambiaria tanto de las principales monedas de reserva como de los socios regionales. Desde la crisis internacional el valor del dólar sigue un proceso de devaluación nominal y real global con

casi todas las divisas, tanto las de economías avanzadas —entre las que se encuentra el euro—, como las de las economías emergentes (ver Gráfico 4).

Analistas del mercado y el propio Fondo Monetario Internacional (FMI) consideran que la divisa norteamericana está en uno de sus niveles más bajos en décadas, sin embargo, sostienen que todavía habría espacio para una devaluación adicional del dólar. Esto implica para la mayoría de las economías, incluyendo a la Argentina, un abaratamiento relativo de los bienes, servicios y activos de ese país. Respecto a otro gran actor global como China, las expectativas apuntan a una gradual revaluación del yuan frente al dólar norteamericano. Puntualmente, el nuevo plan quinquenal plantea una mayor flexibilización de la política cambiaria en un marco de ajustes salariales al alza.

Gráfico 4 | Evolución Global del Dólar
(moneda/US\$; prom. móv. 30 ruedas)



Cuando incorporamos en el análisis la política cambiaria que siguieron los países de la región, se encuentra que, si bien éstos efectuaron fuertes devaluaciones en 2008 y eso afectó inicialmente nuestra competitividad, la Argentina también realizó gradualmente una devaluación nominal respecto al dólar del orden del 34% desde julio 2008 que significó una importante compensación. A su vez, las subsiguientes apreciaciones nominales de nuestros vecinos, una vez pasado lo peor de la crisis internacional, contribuyeron a la recuperación de la competitividad del tipo de cambio de la Argentina. En el mediano plazo, los análisis de mercado prevén que esta tendencia hacia la revaluación de las monedas de nuestros principales socios regionales se mantenga.

⁵⁸ El agregado nacional se descompone de la siguiente forma: las familias son acreedoras externas netas en base al proceso de acumulación de activos externos netos al que han volcado parte del mayor ahorro, también el sector público como un todo es acreedor externo neto, básicamente por la compensación entre deuda externa y reservas internacionales y otros activos y, finalmente las entidades financieras mantienen una posición levemente deudora.

VIII. Inflación

VIII.1 Síntesis

En el primer trimestre de 2011, los Precios Implícitos (IPI) del PIB aminoraron su ritmo de aumento en 0,9 puntos porcentuales (p.p.) respecto de fines de 2010, acumulando una tasa interanual (i.a.) de 17,2%. Esta variación interanual está impulsada principalmente por la suba de los precios implícitos de las Exportaciones y del Consumo privado.

En el segundo trimestre los indicadores de precios mayoristas y minoristas reflejan variaciones más acotadas que en los períodos previos. Los precios mayoristas nuevamente redujeron su tasa de aumento interanual debido, fundamentalmente, a un menor dinamismo de las cotizaciones de las manufacturas y de los productos primarios, en línea con la evolución de los precios internacionales de estos productos. Por su parte, los precios minoristas presentan una relativa estabilización, dado el comportamiento más moderado de los alimentos y ante la ausencia de nuevos shocks de oferta en los productos frescos en el primer semestre del año.

Los precios mayoristas, con incrementos inferiores a los de un año atrás, muestran aumentos a tasas descendentes, tendencia iniciada a mediados de 2010. Este comportamiento se explica por la evolución de los Productos nacionales, donde se destaca el menor aumento de los Productos primarios aunque su nivel de suba supera al aumento promedio y presentan mayor volatilidad. También contribuyó a la menor alza del nivel general la evolución de los Productos manufacturados nacionales y la de los Productos importados, aunque en este último caso con una mayor desaceleración.

Dentro de los precios minoristas, la evolución interanual de los precios de Bienes y Servicios evidencia una situación inversa a la registrada durante 2010, ya que a medida que los Bienes presentan una moderación, los Servicios ganan dinamismo impulsados por aquellos cuyos precios no están regulados, de modo que se achica la brecha en la evolución interanual entre estos componentes.

Los Costos de la construcción nuevamente ganaron dinamismo en el primer semestre del año al registrar un ritmo de crecimiento interanual superior al promedio de 2010, con la mayor contribución vinculada a los costos laborales, en particular la mano de obra asalariada.

En un contexto de sostenida expansión de la actividad económica e incremento del empleo, los salarios nominales comienzan a capturar el impacto de las negociaciones alcanzadas en los meses recientes que en algunos casos implicaron un mayor escalonamiento. Así, se prevé que siga la recuperación relativa de los precios de los servicios dada su intensidad factorial en trabajo.

En adelante, de no mediar nuevos shocks que afecten la oferta de los alimentos frescos y en un escenario en el que se mantengan relativamente estables las cotizaciones internacionales de los productos primarios, se espera un ritmo de variación de los precios similar al de los meses recientes o incluso levemente inferior.

Gráfico VIII.1
Índices de Precios

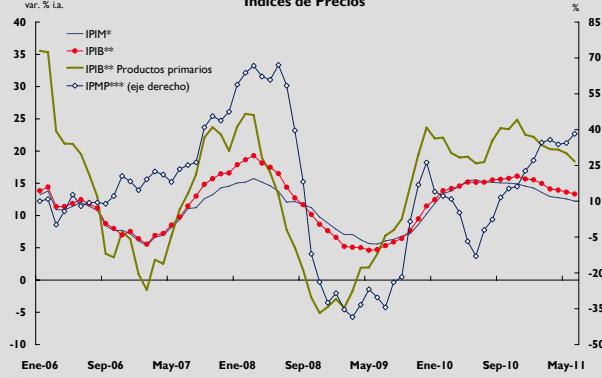
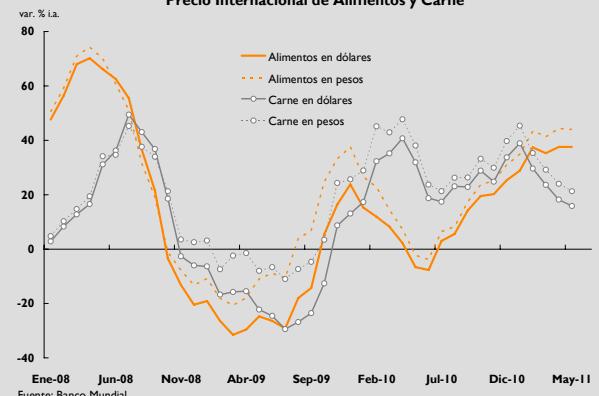
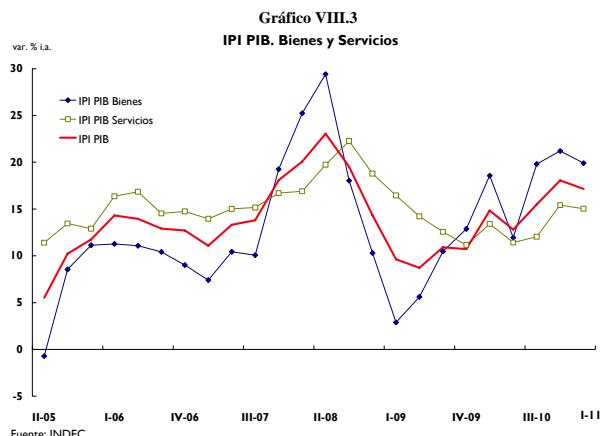


Gráfico VIII.2
Precio Internacional de Alimentos y Carne



VIII.2 Precios Implícitos del Producto



Durante el primer trimestre de 2011 el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB creció 17,2% interanual (i.a.), 0,9 puntos porcentuales (p.p.) menos que en el cuarto trimestre de 2010. Por el lado de la demanda, el mayor impulso provino nuevamente del valor de las Exportaciones y, en segundo lugar, por los precios implícitos vinculados con el Consumo privado. Por el lado de la oferta, se observaron desaceleraciones tanto en el valor de los Bienes como de los Servicios, aunque al igual que en 2010, los Bienes evidenciaron un mayor dinamismo anual (ver Gráfico VIII.3).

A partir de los incrementos interanuales más acotados observados en los diversos índices de precios minoristas y mayoristas, se espera que el IPI del PIB modere su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre de 2011.

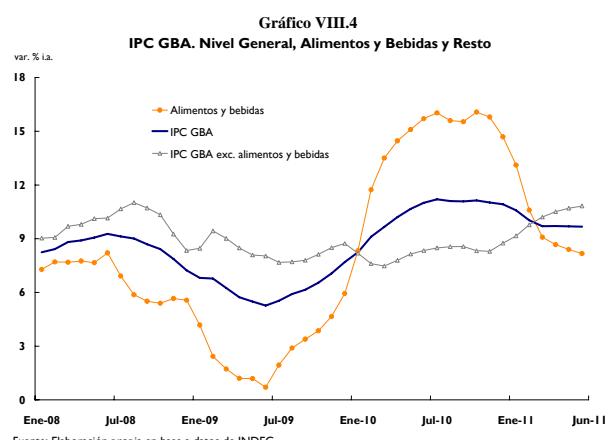
VIII.3 Precios Minoristas

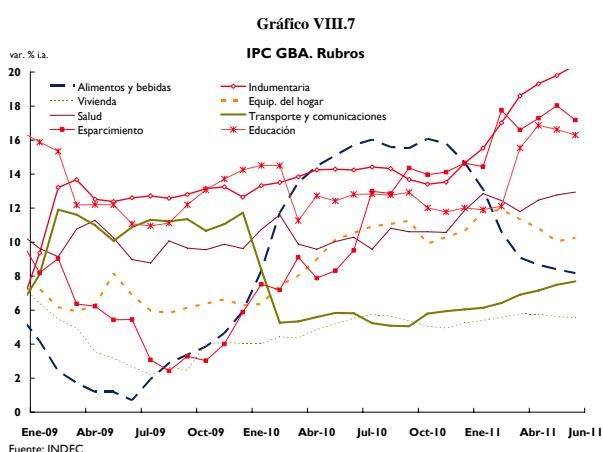
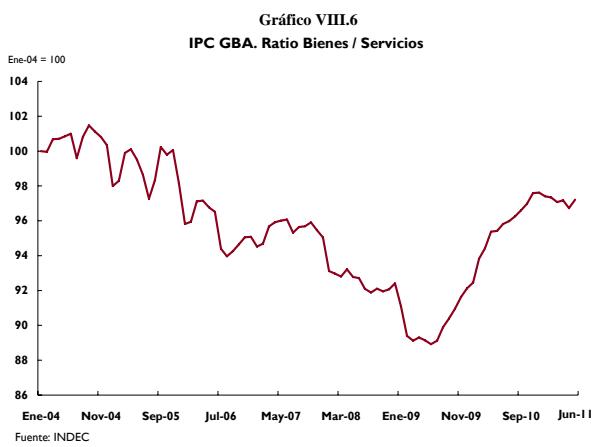
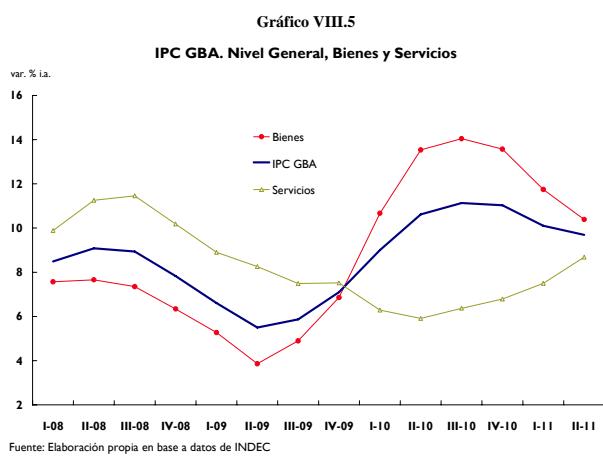
En el segundo trimestre de 2011 los indicadores de la evolución de los precios al consumidor mostraron una relativa estabilización en su ritmo de aumento interanual, por debajo de los niveles de mediados del año previo (ver Gráfico VIII.4). Este comportamiento respondió a la moderación de los precios de los bienes en general, que compensó el mayor crecimiento de los precios de los servicios, en especial de los servicios no regulados.

En particular, no se observaron en este período nuevos *shocks* de oferta en los productos frescos por lo que los precios de los alimentos a nivel minorista desaceleraron nuevamente su tasa anual de crecimiento. Así, en el primer semestre el ritmo se redujo a la mitad de lo observado durante el mismo período de 2010 para el promedio de los diversos indicadores de precios al consumidor del interior del país y de Capital Federal y el Gran Buenos Aires.

En la evolución de los alimentos durante el segundo trimestre se destacó la moderación del crecimiento interanual de los precios de los aceites, el azúcar y sus derivados y las bebidas, que revirtieron así parte de la mayor alza registrada el trimestre previo. Asimismo, cabe destacar que las frutas y verduras desaceleraron su tasa de aumento interanual.

Por su parte, si bien el ciclo de retención de vientos ya está iniciado, la oferta de carne vacuna aún presenta restricciones debido a que llevará varios trimestres recuperar niveles de oferta similares a los anteriores a la sequía de 2009. La carne vacuna presenta una baja elasticidad del consumo, por lo que hacia delante se pueden prever nuevos ajustes en sus precios que, a medida que avance





la recomposición del rodeo nacional, serían cada vez menores. Según el Instituto de Promoción de la Carne Vacuna (IPCVA) el consumo de este bien se redujo en promedio 6,4% en el primer trimestre de 2011, mientras que el precio minorista se elevó 17,8% en igual período.

Por su parte, los componentes no alimentarios, tanto en el interior del país como en el GBA, registraron aumentos superiores al nivel general. El impulso provino principalmente de los rubros Indumentaria, Educación y Esparcimiento, que exhibieron tasas de crecimiento interanual superiores a las del año previo.

Analizando la evolución de los precios al consumidor entre Bienes y Servicios se observó que en el primer semestre de 2011 los bienes siguieron una marcada desaceleración interanual, al tiempo que los servicios, se recuperaron en términos relativos, con alzas por sobre el promedio general, impulsados por aquellos que no están regulados, como esparcimiento y educación (ver Gráficos VIII.5 y VIII.6).

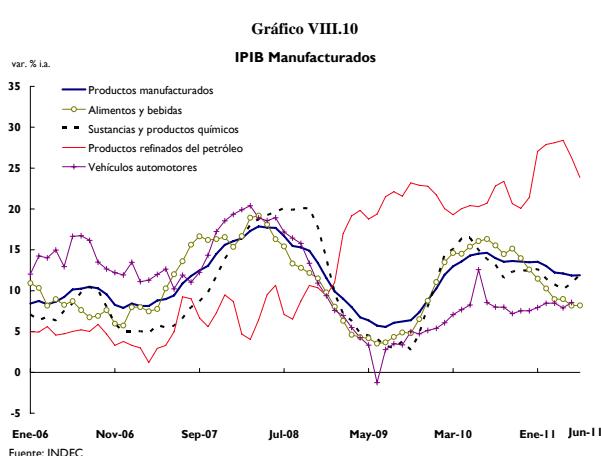
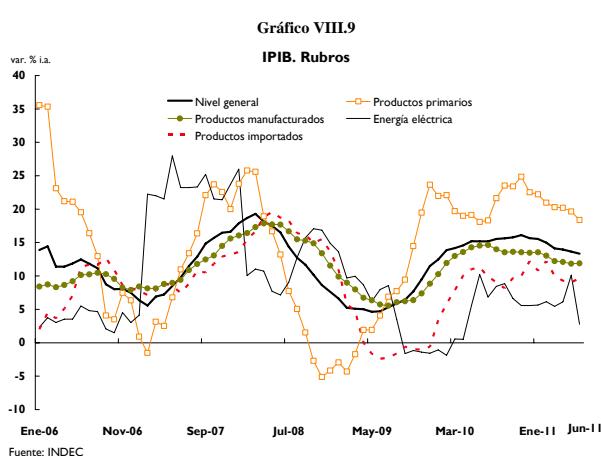
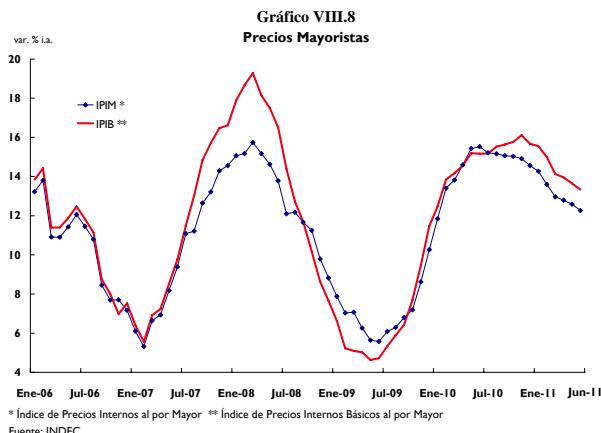
En particular, durante el segundo trimestre uno de los servicios que exhibió mayores ajustes de precios fue la Educación, debido a los incrementos de las cuotas de los colegios privados que tuvieron mayor escalonamiento que en 2010 extendiéndose hasta el segundo trimestre del año. También registró mayor dinamismo el rubro Esparcimiento, principalmente los precios del turismo cuya demanda creció por la mayor cantidad de feriados respecto de igual período del año anterior, a lo que se sumaron subas en los precios de gimnasios, clubes, cines y otros servicios de entretenimiento. En el rubro Transporte y comunicaciones se verificaron ajustes en las tarifas de estacionamientos, telefonía celular, seguros y servicios para el automóvil, y dentro del rubro Indumentaria, se registraron incrementos en la confección y reparación textil, entre otros (ver Gráfico VIII.7).

En resumen, en el segundo trimestre de 2011 la moderada evolución de los alimentos, ante la ausencia de nuevos *shocks* de oferta en los productos frescos y en el mercado ganadero, compensó el mayor dinamismo de los servicios. Así, los precios minoristas se stabilizaron en torno a tasas aumento algo inferiores a las de los trimestres previos.

VIII.4 Precios Mayoristas

En el segundo trimestre del año, los precios mayoristas exhibieron variaciones acotadas, según el Índice de Precios Internos Básicos (IPIB)⁵⁹, de manera que la tasa de

⁵⁹ El IPIB refleja la evolución de los precios mayoristas (promedio de los precios de los productos de origen nacional e importado ofrecidos en el mercado interno) neta de impuestos y subsidios.



crecimiento interanual sigue una senda descendente desde el segundo semestre de 2010, que responde mayormente a la evolución de los Productos nacionales (ver Gráficos VIII.8 y VIII.9).

Los Productos primarios registraron una persistente desaceleración en términos interanuales aunque se mantienen por encima del aumento del nivel general. Esta moderación se explicó por la evolución de los precios del ganado vacuno y de la leche ante la ausencia de *shocks* en la oferta interna. Este efecto fue contrarrestado parcialmente por los productos agrícolas, cuyo elevado ritmo de incremento se alinea con el comportamiento de los precios de las materias primas en los mercados mundiales. Particularmente se verificaron alzas significativas en el valor de los cereales y de las oleaginosas (ver Sección II).

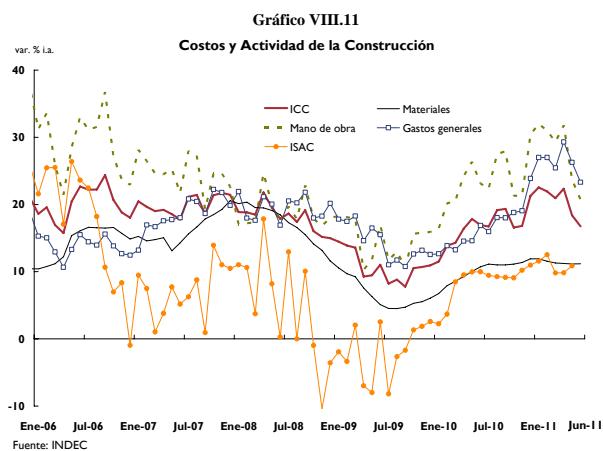
Por su parte, los Productos manufacturados también exhibieron una desaceleración en su trayectoria interanual, aunque menos pronunciada que la de los primarios. Los rubros manufactureros con mayor incidencia en el aumento acumulado en el primer semestre del año nuevamente fueron los Productos refinados de petróleo (23,9% i.a. en junio) y los Alimentos y bebidas (8,2% i.a. en junio), que a pesar de su desaceleración interanual en los últimos meses aún explican aproximadamente el 50% del incremento de las manufaturas (ver Gráfico VIII.10).

Finalmente, los valores mayoristas de los Productos importados manufacturados presentaron una importante desaceleración en el segundo trimestre, de manera que presentan la menor alza interanual.

VIII.5 Costos de la Construcción

Los costos de la construcción registraron, de acuerdo con el Índice del Costo de la Construcción (ICC), un aumento promedio de 19,2% i.a. en el segundo trimestre, el que resulta ligeramente superior al incremento promedio de 2010 (16,7% i.a.) y se produce en un contexto de sostenida expansión en la actividad sectorial. El mayor impulso estuvo vinculado al ritmo de suba de los costos salariales y de los Gastos generales, aunque presentan una desaceleración en el margen. En tanto, la trayectoria de los precios de los Materiales se mantuvo estable (ver Gráfico VIII.11 y Sección III).

En términos interanuales, los costos de la Mano de obra (20,7% i.a.) y los Gastos generales (23,3% i.a.) verificaron tasas de crecimiento por encima del Nivel general, en tanto que los Materiales (11,2% i.a.) exhibieron alzas considerablemente inferiores.

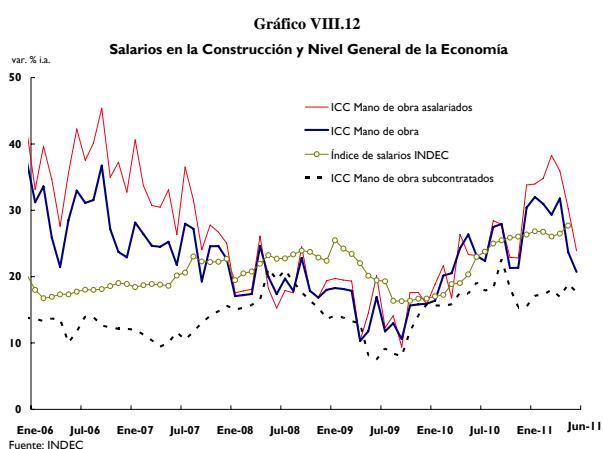


Dentro de los costos de la Mano de obra, el sector asalariado es el que mostró mayores aumentos (30% i.a. en el segundo trimestre), al captar la primera parte del incremento acordado en la negociación colectiva de la Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina (UOCRA)⁶⁰. Los valores de los subcontratos de mano de obra, que cuentan con mayor flexibilidad, estabilizaron su tasa de crecimiento interanual en un nivel inferior (18% i.a. en el segundo trimestre). De esta forma, el componente de Mano de obra del ICC exhibió similar variación a la registrada por el nivel general del índice de salarios del INDEC, que capta la evolución de las remuneraciones de toda la economía (ver Gráfico VIII.12).

Los Gastos generales, que reflejan los precios de los distintos servicios de la actividad de la construcción, presentaron tasas de crecimiento interanual persistentemente superiores a las del año previo, con las subas concentradas entre el 20% i.a. (alquiler de retroexcavadoras y andamios) y el 34% i.a. (alquiler de camiones volcadores y camionetas).

Finalmente, los precios de los Materiales siguen una trayectoria de incremento interanual estable desde inicios de 2010, de manera que su ritmo de suba resulta muy inferior al de los salarios y de los Gastos generales.

VIII.6 Salarios

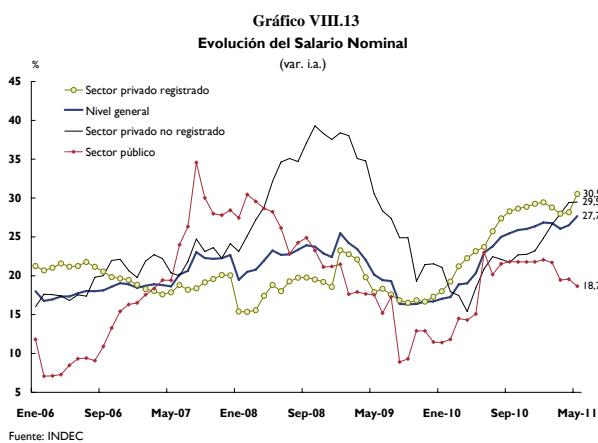


La importante expansión económica acompañada de un incremento de la cantidad y calidad del empleo y una persistente reducción de la tasa de desocupación impacta favorablemente en los salarios. Tras una relativa estabilización en los primeros meses del corriente año, las tasas de aumento interanual de los salarios reflejaron recientemente un mayor dinamismo, en respuesta a la incorporación de los ajustes salariales surgidos de las negociaciones colectivas que, en su mayoría, se cerraron en los últimos meses.

En particular, el índice de Salarios del INDEC acumuló un alza de 27,7% i.a. en mayo de 2011, de manera que alcanzó la mayor tasa de aumento desde el inicio de la serie (ver Gráfico VIII.13). A su vez, durante el primer semestre del año los salarios acumulan una variación de 9,5%, que resulta superior a la suba de igual lapso de 2010.

El incremento salarial más pronunciado se verifica en el sector privado registrado, que experimentó un crecimiento de 30,5% i.a. En particular, dentro del sector se

⁶⁰ Se acordó un alza de 25,8% escalonada en abril (12%), agosto (6%) y noviembre (6%) más sumas fijas no remunerativas en mayo, julio, septiembre y octubre. En el capítulo Mano de obra del ICC se observó en junio una baja mensual de 2,0% debido al pago realizado en mayo de la primera parte de la gratificación no remunerativa, que surge de la aplicación de la Disposición DNRT N° 330/2011 del 6 de mayo de 2011, para las categorías laborales previstas en el Convenio Colectivo de Trabajo N° 76/75.



observaron resultados dispares. De acuerdo con los datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP)⁶¹ al primer trimestre de 2011, los mayores aumentos se observaron en las remuneraciones de la industria manufacturera (33,8% i.a.), en coincidencia con el importante crecimiento económico del sector, junto con varios sectores productores de servicios como comercio, transporte, construcción y electricidad, gas y agua, en donde los incrementos fueron mayores que las alzas del primer trimestre de 2010. Por otro lado, sectores como el de Intermediación financiera (23,0% i.a.) y la Explotación de minas y canteras (principalmente petróleo y gas; 27,9% i.a.) exhibieron subas ligeramente inferiores a las alcanzadas un año atrás. En tanto, el aumento de los salarios del sector de Enseñanza de 28,8% i.a. quedó levemente por debajo del promedio. Así, la suba promedio del sector privado registrado según datos del SIJyP fue de 32,1% i.a. en el primer trimestre, y superó la variación captada por el Índice de Salarios del INDEC en ese período (28,7% i.a.).

Las remuneraciones al segmento privado no registrado también aceleraron su crecimiento en los últimos meses y acumulan una expansión interanual de 29,5% (una tasa 11,1 p.p. mayor que un año atrás), de manera que superan al alza general de los salarios y se destacan como el sector más dinámico en el acumulado del año⁶². Por su parte, los salarios del sector público evidenciaron la menor tasa de expansión y se desaceleraron hasta 18,7% i.a., pero de todos modos este ritmo de suba resulta 3,6 p.p. superior al de un año atrás. En los próximos meses se comenzará a captar el mayor aumento pautado para los empleados estatales, de 24% escalonado en junio, agosto y diciembre.

Hacia delante, se prevé que el registro de las remuneraciones nominales capte el impacto de los ajustes salariales surgidos de las negociaciones recientes, que en algunos casos implicaron un mayor escalonamiento.

⁶¹ Los datos del SIJyP son un promedio del registro de remuneraciones recibidas por los asalariados que aportan al sistema previsional nacional, captando así el total remunerado, incluyendo premios, y no sólo el salario mensual. En tanto, el Índice de Salarios se basa en información de una encuesta a empresas del Sector privado y de los circuitos administrativos del Sector público, y para el Sector privado no registrado se realiza una estimación sobre la base de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), con una estructura de ponderaciones fijas.

⁶² Para el segmento informal, el índice de salarios se estima sobre la base de la información obtenida en la EPH, que se conoce con posterioridad al índice de salarios, por lo que la evolución de las remuneraciones del sector no registrado tiene un rezago de entre 3 y 6 meses.

IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

IX.1 Síntesis

Las expectativas de crecimiento del PIB real para 2011 continuaron elevándose en comparación con el trimestre anterior, de manera que se pronostica un aumento de 7% interanual (i.a.). Asimismo, se observa un cambio en la composición del gasto agregado, a partir de los aumentos en las contribuciones del Consumo y, particularmente, de la Inversión, compensados parcialmente por un mayor aporte negativo de las Exportaciones netas. En tanto, la perspectiva de crecimiento económico para 2012 subió hasta 4,7% i.a.

Las previsiones de variación anual del Índice de Salarios para 2011 presentaron una leve revisión a la baja hasta 26%, destacándose el ajuste al alza para 2012 hasta 21,3%, en un escenario en el que la tasa de desocupación prevista no registró modificaciones relevantes. En tanto, las perspectivas implícitas de variación interanual del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB exhibieron una leve contracción para ambos años relevados.

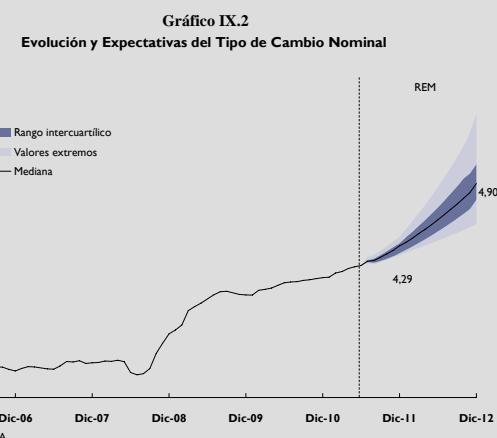
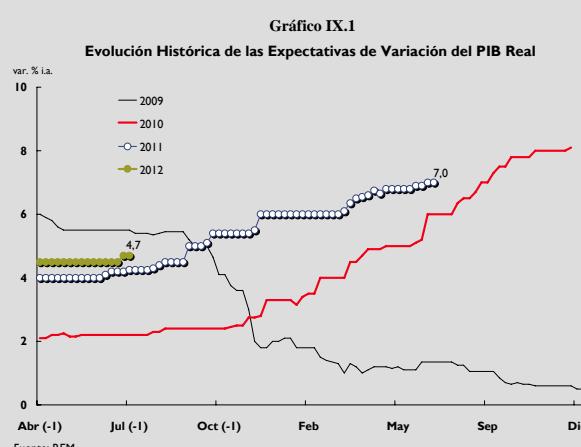
Al igual que en el anterior **Informe de Inflación**, volvieron a aumentar los pronósticos tanto de depósitos para el año en curso como de préstamos para los dos períodos anuales encuestados. Por otro lado, las expectativas de tasas de interés para el presente año evidenciaron una leve contracción en términos generales, permaneciendo prácticamente estables los pronósticos para el próximo año.

La mediana de las proyecciones del agregado monetario M2 para el promedio de diciembre de 2011 se incrementó hasta \$325.000 millones (28,9% i.a.), con el 82,4% de los pronósticos ubicados dentro del rango estipulado en el Programa Monetario (PM) 2011 y el 17,6% restante por debajo. Para 2012, la variación interanual del M2 previsible por los participantes asciende a 24,9%.

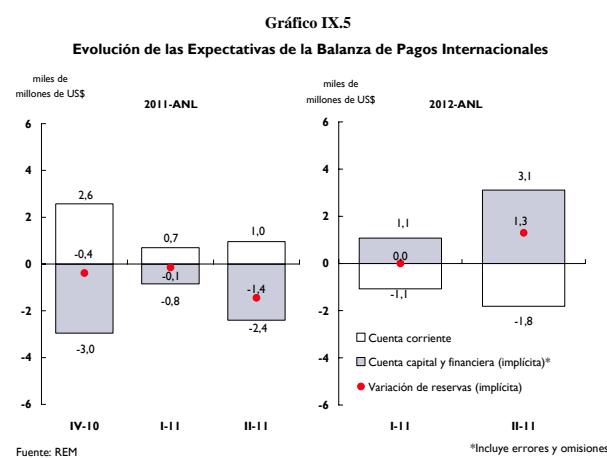
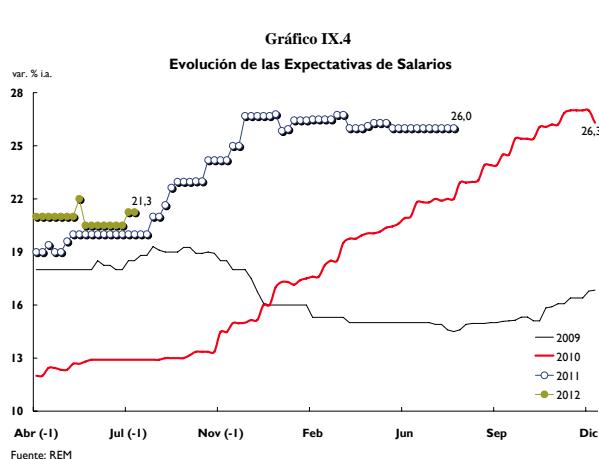
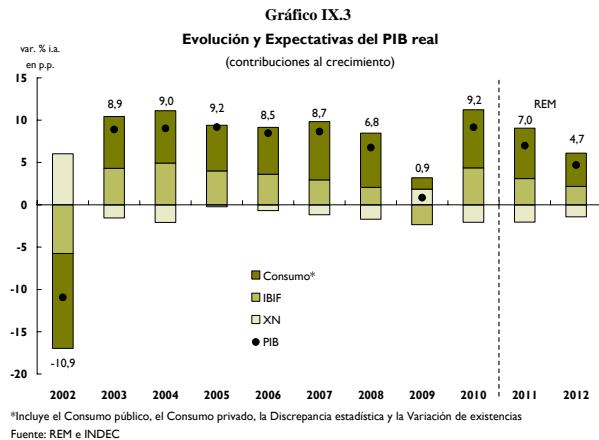
La estimación de Tipo de cambio nominal para el corriente año del promedio de la variable en diciembre se ubicó en \$4,29/US\$, levemente por encima del pronóstico de un trimestre atrás. El promedio proyectado para el último mes de 2012 ascendió a \$4,90/US\$, implicando una depreciación nominal esperada de 14,2%.

La expectativa implícita de Balanza comercial para 2011 se ubicó en los meses recientes en US\$9.300 millones, aumentando respecto de un trimestre atrás, a partir de un alza de los pronósticos de Exportaciones que superó al de las Importaciones, con un ajuste en sentido contrario para el año venidero. Las perspectivas del saldo de la Cuenta corriente aumentaron para el año en curso, en tanto que señalan para 2012 una mayor caída. Por su parte, el stock de Reservas internacionales estimado para fines de 2011 y 2012 se ajustó a la baja. De este modo, se proyecta un aumento en el déficit implícito de la Cuenta capital y financiera para 2011; en tanto que se expandió el superávit previsto para 2012.

Las proyecciones de Recaudación tributaria nacional registraron un incremento para ambos años relevados, determinando variaciones interanuales de 30,5% y de 25,8% (28,7% del PIB y 29,5% del PIB), respectivamente. Las previsiones de Resultado primario del SPNF no presentaron modificaciones para los períodos anuales encuestados.



IX.2 Evolución y Principales Resultado⁶³



Las expectativas de crecimiento para 2011 continuaron incrementándose durante los meses recientes, con una suba de 0,5 puntos porcentuales (p.p.) para alcanzar 7%, a partir de aumentos en el aporte del Consumo⁶⁴ y, particularmente, de la Inversión bruta interna fija (IBIF), compensados parcialmente por una mayor contribución negativa de las Exportaciones netas (XN). Para 2012 las perspectivas de incremento del PIB a precios constantes se expandieron hasta 4,7%, con una mayor participación de la IBIF (ver Gráfico IX.3).

Los pronósticos de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB⁶⁵ se revisaron a la baja tanto para 2011 como para 2012 hasta 20,5% y 16,9%, respectivamente. Las perspectivas de variación del Índice de salarios cayeron levemente para el presente año, en tanto que aumentaron marginalmente para el año próximo (ver Gráfico IX.4). En cuanto a la Tasa de desocupación se prevé que en 2011 la misma se reduzca 0,1 p.p. a 7,2% de la Población económicamente activa (PEA). De cumplirse las previsiones del mercado la tasa de desempleo registrará en 2012 una merma adicional de 0,1 p.p. hasta 7,1%.

Las perspectivas implícitas de superávit comercial para el corriente año subieron hasta US\$9.300 millones (2,1% del PIB), a partir de un incremento mayor en las Exportaciones que el registrado para las Importaciones. De esta manera, de cumplirse los pronósticos relevados, las ventas externas sumarían US\$81.000 millones y las compras US\$71.700 millones. Para el año próximo los participantes prevén una suba de las Importaciones superior a la que registrarían las Exportaciones, por lo que el saldo de la Balanza Comercial se reduciría a US\$5.800 millones (1,2% del Producto). Por su parte, la estimación de saldo de la Cuenta corriente para el año en curso se ubicó en US\$1.000 millones (0,2% del PIB). Según el REM, en 2012 se registraría un déficit externo de US\$1.800 millones (0,4% del PIB), US\$700 millones superior a la estimación de un trimestre atrás.

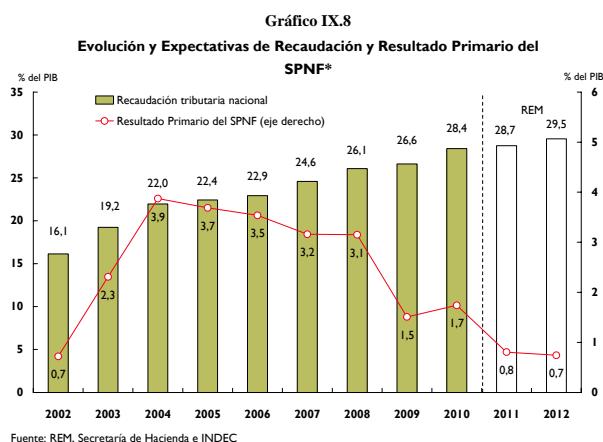
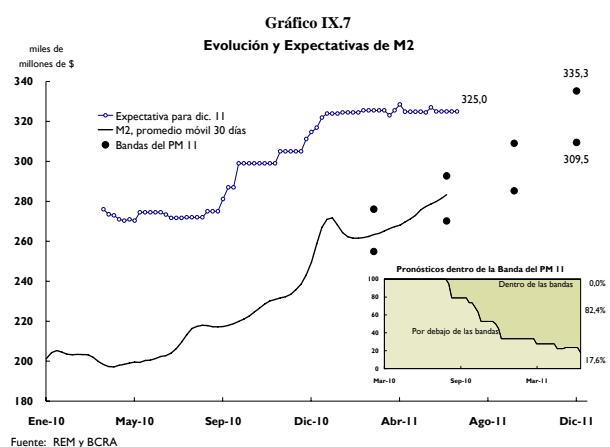
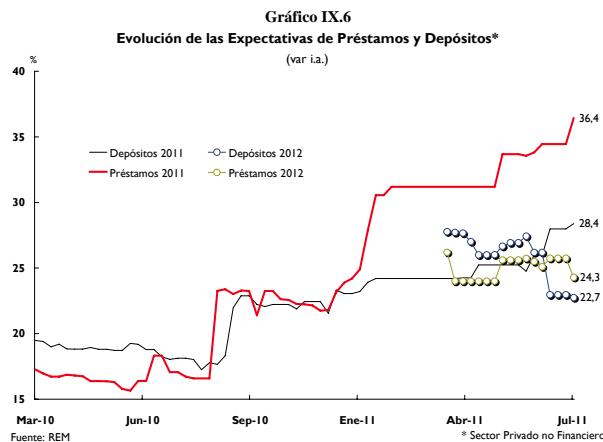
El stock previsto de Reservas internacionales para fines de 2011 mermó hasta US\$50.700 millones, previéndose un alza hasta US\$52.000 millones para el año próximo. Así, la previsión implícita de déficit de la Cuenta capital y financiera se ubicó en US\$2.400 millones para 2011, aunque el superávit previsto para 2012 se expandió hasta US\$3.100 millones (ver Gráfico IX.5).

Las estimaciones de tasas de interés para 2011 disminuyeron levemente en el trimestre, con excepción de la corres-

⁶³ Corresponde a la semana estadística 424 finalizada el 13 de julio de 2011.

⁶⁴ Incluye el Consumo privado, el Consumo público, la Discrepancia estadística y la Variación de existencias.

⁶⁵ Estimación implícita en las proyecciones de PIB, no relevada directamente.



pondiente a la tasa BADLAR que verificó una leve tendencia inversa. En el trimestre, la tasa de LEBAC se redujo 0,9 p.p. y alcanza 13,1%, en tanto la de Pases Pasivos en pesos a 7 días cayó 0,4 p.p. hasta 9,5%. La previsión de tasa de interés de plazo fijo en pesos a 30 días se ubica en 11,2% (-0,6 p.p.) y la perspectiva de BADLAR en pesos a 30 días aumentó 0,1 p.p. hasta ubicarse en 13%. Para 2012 prácticamente no se verificaron cambios en las expectativas, previéndose tasas de interés alrededor de 1 p.p. superiores a las estimadas para el presente año.

Las proyecciones tanto de Depósitos totales del sector privado como de Préstamos totales al sector privado siguieron aumentando para el año en curso. De esta manera, el stock esperado para diciembre es de \$321.000 millones (28,4% interanual —i.a.—) y \$260.000 millones (36,4% i.a.), respectivamente. Para 2012 el pronóstico de préstamos subió en una magnitud superior a la verificada para el año en curso, en tanto que la previsión de depósitos cayó levemente. De este modo, la perspectiva de préstamos para el año próximo asciende a \$323.200 millones (+\$13.200 millones; 24,3% i.a.) y la de depósitos a \$394.000 millones (-\$600 millones; 22,7% i.a.; ver Gráfico IX.6).

La mediana de los pronósticos del Agregado monetario M2 para la media de diciembre del presente año siguió aumentando, con una suba de \$2.000 millones en el trimestre, ubicándose en \$325.000 millones (28,9% i.a.). El 82,4% de las estimaciones se ubica dentro del rango previsto en el Programa Monetario (PM) 2011, mientras que el 17,6% restante proyecta niveles menores al límite inferior (ver Gráfico IX.7). Se prevé una desaceleración en la variación interanual de este agregado para 2012, a 24,9%.

Las expectativas de Tipo de cambio nominal para ambos períodos anuales relevados se corrigieron levemente al alza. En efecto, la estimación para el valor promedio de la variable en diciembre de 2011 se ubicó en \$4,29/US\$ (+\$0,04/US\$); en tanto, la media para diciembre del año próximo se posicionó en \$4,90/US\$ (+\$0,06/US\$).

Las estimaciones de Recaudación Tributaria Nacional para el corriente año nuevamente se incrementaron, determinando una presión tributaria en torno a 28,7% y una variación interanual de 30,5%. Para 2012 los participantes prevén una desaceleración en su ritmo de crecimiento, elevándose en relación con el Producto hasta 29,5%. Por otro lado, los pronósticos de Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) para 2011 y 2012 se mantuvieron estables, representando 0,8% y 0,7% del PIB, respectivamente (ver Gráfico IX.8).

Resultados del REM. Julio 2011*

1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2012-MAY			2011-MAY			2011-JUN			2011-JUL			2011-AGO			2011-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvio															
IPC: var. 12 meses; en %	13,6	11,4	5,3															
Indice de Salarios Nivel General; var. mensual; en %				2,50	2,31	0,67	2,2	2,1	0,8							13,8	10,8	5,8
Monetarias y Financieras																25,8	26,0	2,4
Agregado Monetario M2 (\$); promedio mensual en mill. de \$							291.266	293.000	7.582	296.552	296.300	4.019	320.120	325.000	13.091	393.949	406.000	
Depositos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual en mill. de \$							291.972	293.600	5.296	299.435	300.450	4.370	314.897	321.000	15.580	384.205	394.000	
Prestamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mill. de \$							232.599	234.350	5.745	240.298	242.000	4.437	254.782	260.000	17.440	319.786	323.150	
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %							9,78	9,75	0,33	9,91	9,90	0,18	11,16	11,20	1,04	13,10	13,00	1,47
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en %							12,56	12,53	0,16	12,63	12,60	0,20	13,21	13,10	0,53	14,69	14,30	1,31
Tasa de Interés: Pasos Pasivos en \$ a 7 días; en %							9,50	9,50	0,00	9,50	9,50	0,00	9,90	9,50	0,74	11,19	11,00	1,26
Tasa de interés: B/ADLAR promedio mensual de bancos priv. a 30 días en \$; en %							11,38	11,35	0,18	11,52	11,48	0,22	12,81	13,00	1,02	14,58	14,05	1,53
Tipo de Cambio Nominal; promedio mensual; \$/US\$							4,12	4,12	0,01	4,14	4,14	0,01	4,28	4,29	0,05	4,91	4,90	0,24
Actividad Económica																		
EMAE: var. interanual; en %	7,0	6,6	0,8	7,7	7,8	0,8										7,1	7,2	0,8
EMI: var. interanual; en %							7,5	8,2	2,1	7,2	8,0	2,2				7,5	7,5	0,9
Sector Externo																		
Exportaciones; en mili. de us\$							7,311	7,432	512	7,057	7,099	391				79,788	81,000	4,494
Importaciones; en mili. de us\$							6,193	6,325	598	6,296	6,425	481				69,933	71,700	5,008
Fiscales																		
Recaudación Tributaria Nacional; en mili. de \$										46,989	48,588	3,433	44,233	44,774	2,301	525,462	534,950	25,366
Resultado Primario del SPFN; en mili. de \$							2,449	2,238	1,458	2,485	2,060	1,488				14,571	15,000	8,469

2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2011-TR2			2011-TR3			2011-TR4			2011-ANL			2012-ANL					
	Promedio	Mediana	Desvio															
Actividad Económica																		
PIB a precios constantes; variación interanual; en %	7,1	7,6	1,1	7,0	7,0	0,9				7,0	7,0	0,9	5,0	4,7	1,2			
PIB a precios constantes; en mili. de \$																		
Consumo Total a precios constantes; variación interanual; en %	7,9	8,0	0,8	7,8	7,9	0,7				7,5	7,6	1,2	5,3	5,0	1,0			
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual; en %	13,6	14,2	2,5	11,5	12,5	3,6				12,9	13,6	2,7	9,1	9,0	2,3			
Tasa de desocupación; en %	7,3	7,3	0,2	7,2	7,2	0,2				7,3	7,2	0,4	7,1	7,1	0,3			
Sector Externo																		
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mili. de US\$	2000,0	1,900	1,108	1,079	400	1,369				1,624	958	2,243	629	-1,812	5,108			
Monetarias y Financieras																		
Reservas Internacionales; fin de período; en mili. de US\$							51,643	51,000	2,200				51,470	50,700	3,641	52,950	52,000	6,500

*Resultados correspondientes al 14 de Julio de 2011

Glosario de Abreviaturas y Siglas

Acum. : Acumulado	EFSF: <i>European Financial Stability Facility</i> (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera)
ADEFA : Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina	EM: Efectivo mínimo
AFCP : Asociación de Fabricantes de Cemento Portland	EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica
AFIP : Administración Federal de Ingresos Públicos	EMBI+ : <i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
AIP : Aglomerados del Interior del País	EMI: Estimador Mensual Industrial
ANSeS : Administración Nacional de la Seguridad Social	EIL: Encuesta de Indicadores Laborales
AUH : Asignación Universal por Hijo para Protección Social	EPH: Encuesta Permanente de Hogares
BADLAR : Buenos Aires <i>Deposits of Large Amount Rate</i> (tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos en el tramo de 30 a 35 días por el promedio de entidades bancarias)	FAO: <i>Food and Agriculture Organization of the United Nations</i> (Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación)
bbl : Barril de petróleo	FARPI: <i>Food and Agricultural Policy Research Institute</i>
BCB : Banco Central de Brasil	Fed: Reserva Federal de EE.UU.
BCBA : Bolsa de Comercio de Buenos Aires	FF: Fideicomisos Financieros
BCE : Banco Central Europeo	FFS: Fondo Federal Solidario
BCRA : Banco Central de la República Argentina	FGS: Fondo de Garantía de Sustentabilidad
BDI : <i>Baltic Dry Index</i>	FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas
BEF : Boletín de Estabilidad Financiera	FMI: Fondo Monetario Internacional
BM : Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA	FOB: <i>Free on Board</i> (puesto a bordo)
BNA : Banco de la Nación Argentina	GBA: Gran Buenos Aires
BNDES : <i>Banco Nacional de Desenvolvimento Económico e Social</i> (Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social)	GEEPII: Grecia, España, Portugal, Irlanda e Italia
BoE : <i>Bank of England</i> (Banco Central de Inglaterra)	GFSR: <i>Global Financial Stability Report</i>
BoJ : <i>Bank of Japan</i> (Banco Central de Japón)	GNL: Gas natural licuado
BRIC : Brasil, Rusia, India y China	GRA: Gabriel Rubinstein y Asociados
CDS : <i>Credit Default Swaps</i>	G-7: Grupo de los 7
CER : Coeficiente de Estabilización de Referencia	ha: Hectárea
CFI : Coparticipación Federal de Impuestos	IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales
CIF : <i>Cost of Insurance and Freight</i> (costo del seguro y fletes)	i.a.: Interanual
CNV : Comisión Nacional de Valores	IBGE: Instituto Brasílero de Geografía y Estadística
DEG : Derechos Especiales de Giro	IBIF: Inversión Bruta Interna Fija
DPN : Deuda Pública Nacional	ICC: Índice del Costo de la Construcción
€ : Euro	ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias
EE.UU. : Estados Unidos	IED: Inversión Extranjera Directa
	IERIC: Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción
	IFI's: Instituciones Financieras Internacionales
	IGA: Indicador General de Actividad
	INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

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

VSTOXX: Volatilidad esperada del índice Eurostoxx600

WTI: *West Texas Intermediate*

XN: Exportaciones Netas