



# Informe de Inflación

Cuarto Trimestre de 2010



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Informe de Inflación

Cuarto Trimestre de 2010



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Inflación**  
**Cuarto Trimestre 2010**

ISSN 1668-0561  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Octubre 2010

Publicación editada por la Subgerencia General de Investigaciones Económicas

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

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

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

## Prefacio

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

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

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

*El cierre estadístico de este **Informe** fue el 15 de octubre y la próxima publicación, correspondiente al primer trimestre de 2011, será el 27 de enero a través de internet.*

Buenos Aires, 28 de octubre de 2010

# Contenido

**Pág. 5 | I. Visión Institucional**

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

*Pág. 24 | Apartado 1 / La coordinación internacional de la política económica y los nuevos desafíos del G-20*

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

*Pág. 36 | Apartado 2 / El auge de la industria argentina de biodiesel y sus principales impactos económicos*

**Pág. 38 | IV. Empleo y Salarios**

**Pág. 43 | V. Sector Externo**

*Pág. 48 | Apartado 3 / Consideraciones sobre la reciente suba de los precios de los commodities agrícolas*

**Pág. 50 | VI. Finanzas Públicas**

*Pág. 57 | Apartado 4 / Principales aspectos del proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2011*

**Pág. 59 | VII. Política Monetaria y Mercado de Activos**

**Pág. 70 | VIII. Inflación**

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

*Pág. 78 | Resultados del REM. Septiembre de 2010*

*Pág. 79 | Glosario de Abreviaturas y Siglas*

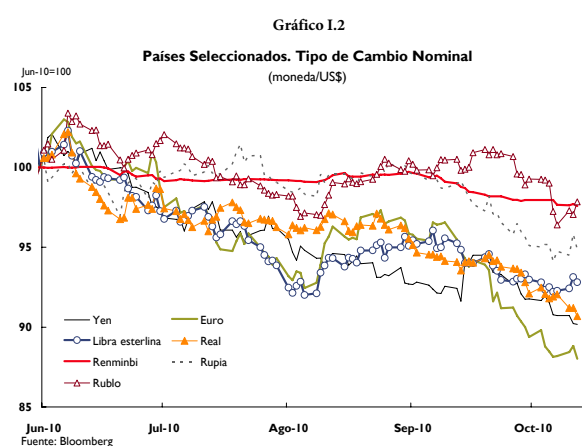
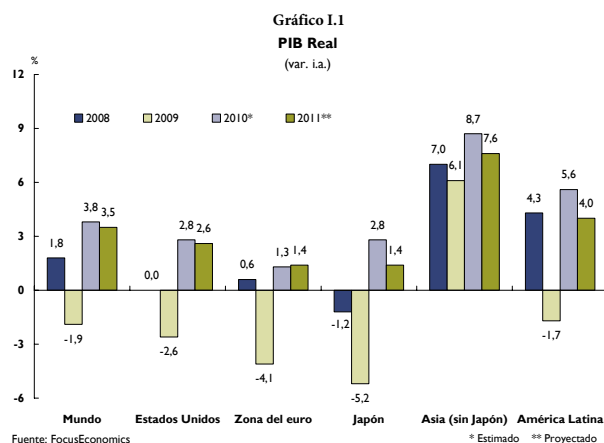
## I. Visión Institucional

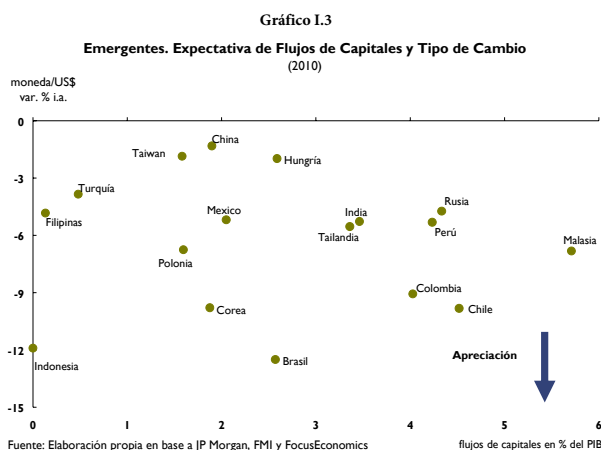
Durante el tercer trimestre el crecimiento de la economía mundial evidenció una desaceleración en su tasa de incremento. Esta tendencia comprende evoluciones heterogéneas entre los países. En la mayoría de las economías avanzadas el escaso dinamismo del consumo y la inversión del sector privado y de las exportaciones netas, junto con una alta y persistente desocupación y fuerte endeudamiento de las familias, contribuyeron a un bajo crecimiento. Por el contrario, en las regiones emergentes la demanda interna privada y las ventas externas netas impulsaron una fuerte expansión de la actividad económica. En 2011 el crecimiento mundial seguiría siendo moderado, destacándose nuevamente la tracción de los países en desarrollo.

Frente al menor dinamismo económico, los países avanzados intensificaron la política monetaria expansiva para impulsar el nivel de actividad, pero algunos de ellos, principalmente europeos, anunciaron contracciones fiscales. La liquidez internacional creciente, la confluencia en los países emergentes de perspectivas macroeconómicas más favorables y el diferencial de tasas de interés respecto de las economías industrializadas, dieron lugar a un fuerte repunte del ingreso de flujos de capital, fortaleciendo las monedas de aquellos países. Asimismo, las expectativas de una mayor apreciación nominal generan incentivos adicionales para continuar redireccionando las inversiones internacionales a estas regiones.

En este marco, varias economías en desarrollo limitaron las subas de las tasas de interés de referencia con el objeto de no amplificar los incentivos al ingreso de capitales. Además, para morigerar la tendencia a la apreciación cambiaria, los países receptores de flujos -comerciales o de capitales- comenzaron a adoptar políticas más activas de intervención cambiaria y a aplicar mayores regulaciones sobre los flujos de capitales. Así, mientras que Estados Unidos intenta que la depreciación del dólar le permita ganar competitividad internacional, los países emergentes procuran resguardar sus sistemas productivos y financieros de abruptos ajustes en el valor de sus monedas.

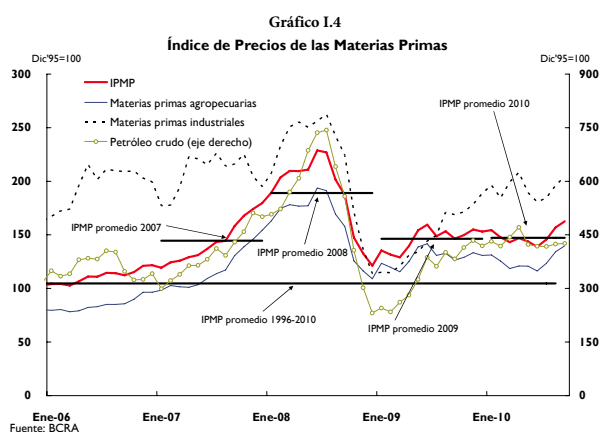
Como resultado de esta situación, el tema del rebalanceo de las cuentas corrientes, que implicaría una “rotación de demanda” junto con el rol de la depreciación de las monedas de los países avanzados *vis-à-vis* la apreciación nominal y real de las monedas de las economías emergentes y los efectos de los flujos financieros hacia estas últimas, se convirtieron en el foco del debate en el Grupo de los 20 (G-20; ver Apartado 1).





Para los países emergentes, incluyendo la Argentina, la discusión es de gran relevancia no sólo por los efectos macroeconómicos de corto plazo del ingreso masivo de los flujos de capitales y la apreciación cambiaria, sino también por los impactos de largo plazo en sus estrategias de desarrollo. En efecto, la apreciación real de las monedas originaría una pérdida de competitividad externa que, además de erosionar el resultado de la cuenta corriente, generaría desarticulaciones en el sistema productivo y efectos negativos sobre el empleo.

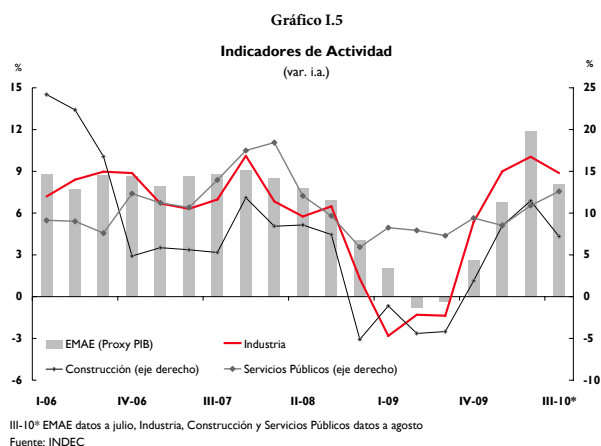
Durante este trimestre los precios de las materias primas agrícolas crecieron impulsados principalmente por el alza de la cotización del trigo, relacionada con factores climáticos que redujeron las cosechas de algunos de los principales exportadores. Si bien el actual ciclo alcista de los precios agrícolas comparte algunos rasgos con los del episodio de 2008, ambos escenarios distan de ser idénticos. En particular, a diferencia de lo acontecido en 2007-2008, la actividad económica mundial presenta un panorama incierto, con señales de recuperación todavía débiles en los países industrializados. En este marco, aún luego de los factores coyunturales que marcaron el rumbo en el mercado en los últimos meses, los precios de las materias primas agrícolas se encuentran todavía por debajo de los máximos de 2008 (ver Apartado 3). En tanto, la frágil recuperación económica en las regiones avanzadas y la desaceleración de la expansión en las emergentes limitaron las subas de los *commodities* industriales. Se prevé para los próximos meses que permanezcan las presiones al alza de los precios de los productos primarios, en la medida en que el dólar continúe desvalorizándose en relación al resto de las principales monedas, se mantenga la demanda por parte de las economías en desarrollo y persistan los efectos climáticos adversos.



En este marco, y frente al continuo exceso de capacidad ociosa y altas tasas de desempleo, la inflación se mantendrá baja en la generalidad de las economías aunque las presiones inflacionarias están aumentando en varios países emergentes por el efecto sobre los precios internos del alza de las cotizaciones de los *commodities*.

En Argentina, la marcada expansión económica obligó a revisar al alza las proyecciones de crecimiento para 2010, que se ubican en torno a 9% interanual (i.a.), por encima de lo previsto en el **Informe de Inflación** anterior. De este modo, el PIB volvería a exhibir tasas de crecimiento similares a las registradas entre 2003 y 2008.

El mayor crecimiento económico en lo que va de 2010 obedece principalmente a la expansión agrícola y a la sostenida suba de la industria, reflejándose en el fuerte aporte de la producción de bienes al aumento de la acti-

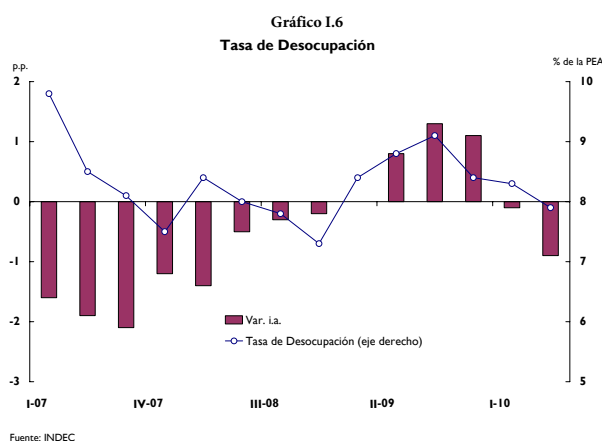


vidad. En tanto, los servicios, traccionados por la actividad industrial y agrícola, siguieron mostrando una aceleración, impulsados en mayor medida por el comercio, la intermediación financiera y el transporte.

Por el lado de la demanda, el Consumo Privado sigue siendo el principal impulsor del crecimiento económico. La mejora de la confianza de los consumidores, que se ubicó en el nivel máximo de los últimos dos años, y la continua suba de las financiaciones y de las remuneraciones alentaron los mayores gastos. La tendencia persistiría en lo que resta del año sostenida en parte por el alza de las transferencias del Gobierno a la clase pasiva y por las asignaciones familiares y por hijo.

Por su parte, la Inversión sigue mostrando signos de mejora, ante la perspectiva de un mayor crecimiento, el aumento del uso de la capacidad instalada y la recuperación de la construcción. Por tercer trimestre consecutivo la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) aumentó en forma desestacionalizada y la Tasa de Inversión se ubicó en 22% del PIB a precios constantes.

Para el resto del año se espera un menor aumento en el nivel de actividad vinculado, principalmente, a la dilución del impulso del sector agrícola. Por esta misma razón se prevé a futuro una moderación en el ritmo de expansión. Sin embargo, se proyecta una alta tasa de crecimiento, en términos históricos y regionales, sostenida en los mismos fundamentos económicos que caracterizan el ciclo de expansión iniciado en 2003.

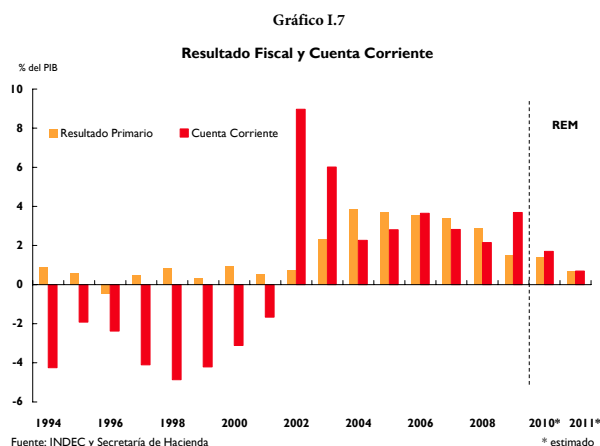


Acompañando al resto de la economía, los indicadores del mercado laboral siguieron mejorando y superan a los registros previos a la profundización de la crisis internacional. La Tasa de Desocupación se ubica por debajo de los niveles de 2008 y finalizaría 2010 en nuevos valores mínimos. La reducción del desempleo responde principalmente a la creación de puestos de trabajo, concentrada en los sectores productores de servicios.

Las ventas externas volvieron a cobrar un mayor dinamismo asociadas a la excelente cosecha y a las manufacturas industriales (con especial incidencia de las exportaciones de autos a Brasil). Este año se destacó el dinamismo en producción y exportaciones de biodiesel, resultante de las inversiones realizadas en el sector (ver Apartado 2). Sin embargo, la fuerte suba de las importaciones asociada al crecimiento económico provocaría una reducción en el superávit comercial anual, aunque se mantendría en niveles históricamente altos.

La Cuenta Corriente continuó por noveno año consecutivo en terreno positivo, constituyendo un hecho inédito

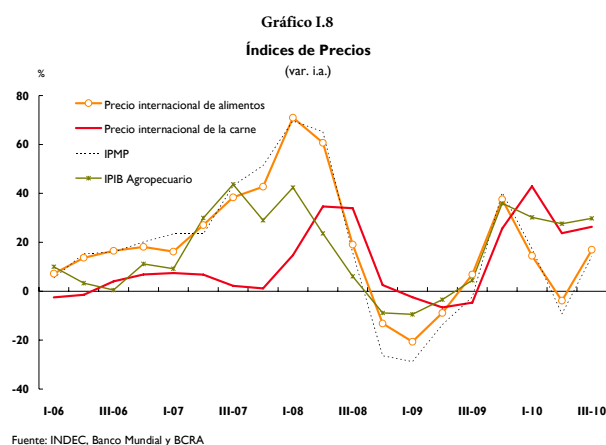




en la historia de nuestro país y fortaleciendo la posición de acreedor externo neto que registra Argentina desde 2004. En tanto, frente a la menor incertidumbre y las perspectivas favorables para la economía local, la Cuenta Capital y Financiera exhibió un ingreso neto, contrastando con la salida neta verificada en 2009.

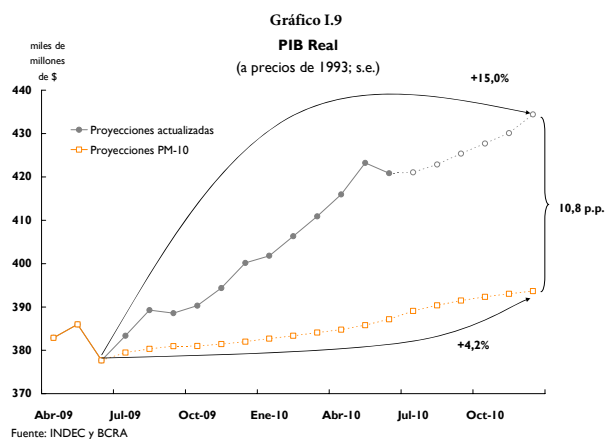
La recuperación del resultado fiscal del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), originada en el fuerte aumento de los ingresos -principalmente de los recursos tributarios-, y la reducción progresiva de la deuda pública en relación al PIB, reflejaron una mejora de la posición fiscal. El Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2011 (PPN-11) contempla un fortalecimiento del resultado primario del SPNF en 2011, y prevé continuar con el financiamiento principalmente a través de fuentes domésticas e intra sector público (ver Apartado 4).

En resumen, el crecimiento de la Argentina muestra un patrón difundido entre los diversos sectores productivos. El fuerte dinamismo del mercado interno y de la demanda externa dio impulso a la industria, que se sumó al significativo aporte del sector agrícola. El desempeño de las ventas externas, en el que se destacaron las Manufacturas de origen industrial (MOI), dio soporte a un resultado superavitario externo elevado en términos históricos, que junto con la recuperación del superávit fiscal, reflejaron la solidez de los fundamentos macroeconómicos. Por su parte, la creación de empleo formal y el incremento del gasto destinado a la expansión de la capacidad productiva evidencian las expectativas positivas del sector empresario en relación al crecimiento futuro de la demanda en el mediano plazo.



Los diferentes indicadores disponibles de precios de la economía local registraron en el tercer trimestre del año subas similares a las del período previo y más acotadas respecto de los tres primeros meses de 2010.

Los precios minoristas, tanto del Gran Buenos Aires como de las provincias, mantuvieron las tasas de aumento interanuales en torno a las del período abril-junio. Este comportamiento fue nuevamente explicado en su mayoría por la evolución de los precios de los alimentos, reflejando en parte la suba de las cotizaciones internacionales de los *commodities*. De este modo, de acuerdo al INDEC, el ritmo de incremento de la Canasta Básica de Alimentos (CBA) se mantuvo en torno a 20% i.a., a diferencia de lo sucedido en los primeros meses del año, cuando el *shock* de oferta, fundamentalmente en el mercado de carne vacuna, aceleró marcadamente el alza de los alimentos.

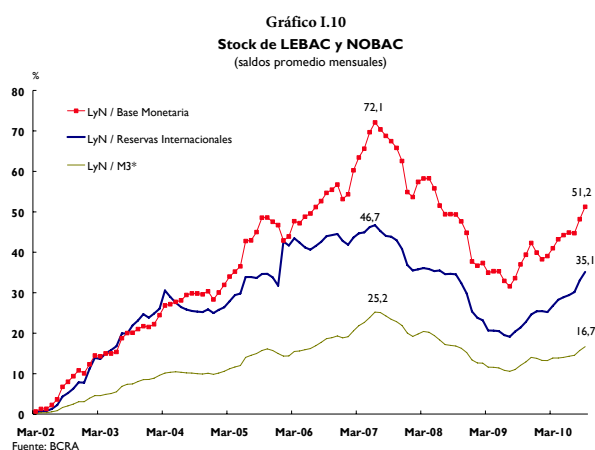


Los precios del resto de los productos que integran la canasta de consumo aumentaron levemente su ritmo de suba a partir del mayor dinamismo de los precios de los servicios no regulados. En particular, se observaron incrementos en los servicios relacionados con la salud, la vivienda y el esparcimiento.

Por su parte, los precios mayoristas también mantuvieron un aumento similar al del segundo trimestre. La aceleración de los precios de los Productos primarios, que respondió al comportamiento de las cotizaciones internacionales de las materias primas agrícolas, fue parcialmente compensada por la menor tasa de crecimiento de los precios de los Productos manufacturados. Desde una perspectiva más amplia, se espera que los precios implícitos del PIB en el tercer trimestre del año registren un crecimiento interanual por encima del período previo, reflejando las mayores cotizaciones internacionales de las exportaciones.

En lo que resta del año, la reciente suba del valor de las materias primas en los mercados mundiales podría generar mayores presiones en los precios de los alimentos, mientras que las recientes alzas del precio de la carne vacuna generarían presiones adicionales.

Luego de dos trimestres de vigoroso crecimiento económico (9,4% i.a.), muy superior al esperado cuando se elaboró el Programa Monetario (PM) 2010, el BCRA actualizó en agosto las metas monetarias del PM del segundo semestre del año, incorporando la mayor expansión económica sin modificar los precios originalmente previstos<sup>1</sup>. De esta forma, se estima que, en el escenario base, los agregados monetarios M2 total y privado crecerían en el año 24,8% i.a. y 23,2% i.a., respectivamente.



En los últimos meses, continuó fortaleciéndose la demanda de dinero, tanto en su componente transaccional (M2 total: 23,8% i.a. en septiembre), como en los rubros destinados al ahorro en moneda local, al crecer las colocaciones a plazo del sector privado 28,1% i.a. en septiembre. En particular, el aumento trimestral de las colocaciones a plazo en pesos del sector privado fue uno de los más elevados de los últimos años (11,3%).

El crecimiento de los medios de pago tuvo su fuente principal en las operaciones cambiarias, destinadas a moderar la volatilidad del tipo de cambio y a sostener la política prudencial de acumulación de reservas internacionales. El efecto monetario de las mismas fue parcialmente neutralizado a través de la emisión de LEBAC y

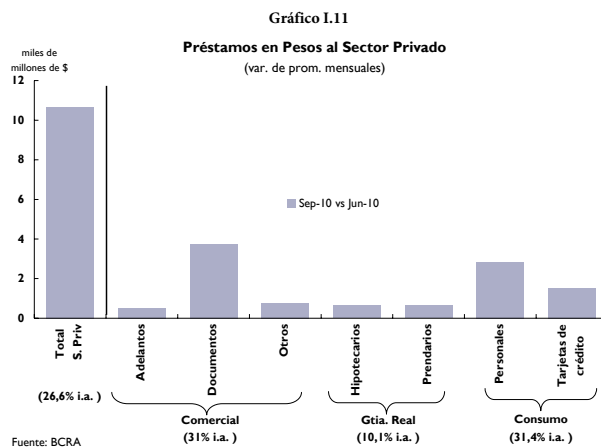
<sup>1</sup> La fundamentación de la revisión y su metodología están descriptas en detalle en el documento “Actualización de las metas del Programa Monetario. Segundo Semestre de 2010”, disponible en el sitio web del BCRA: <http://www.bcr.gov.ar/> en el vínculo de Política Monetaria/Programa Monetario.

NOBAC y otros instrumentos de regulación monetaria, lo que implicó una esterilización del orden de 70% de la expansión en lo que va del año. Aunque creciente, el stock de LEBAC y NOBAC en proporción de la base monetaria, de las reservas internacionales y del M3\*, se encuentra por debajo de sus máximos históricos.

Por su parte, los préstamos al sector privado siguieron acelerando su expansión, acumulando en septiembre un crecimiento de 26,6% i.a., 7 p.p., mayor al que presentaban al término del trimestre previo y 16 p.p. por encima del que exhibían a fin de 2009. Para apuntalar la oferta de crédito al sector productivo y extender los plazos con que opera el sistema financiero, el BCRA puso en marcha la línea de adelantos a las entidades financieras con destino a financiaciones al sector productivo, realizando la primera subasta de fondos el primero de octubre.

En el marco de la política tendiente a profundizar la bancarización de los agentes económicos, hacia fines de septiembre el BCRA aprobó una serie de medidas que quedarán implementadas antes de fin de año. En particular, se creó la cuenta gratuita universal, poniendo a disposición de toda la población una cuenta bancaria básica y una tarjeta de débito. De este modo se extendió la disponibilidad de los servicios bancarios para incluir a un segmento de la población que aún no había podido ser incorporado al sistema financiero. Asimismo, se redujeron los costos de las transferencias bancarias de fondos y se promovió la provisión gratuita y el uso del cheque cancelatorio como medio de pago, medidas destinadas a disminuir el uso del efectivo.

El BCRA continuará trabajando para lograr un crecimiento sostenido con estabilidad de precios. Ello requiere medidas destinadas tanto a preservar la economía de la volatilidad externa como a potenciar el crédito para la inversión y el acceso a los servicios financieros a nivel interno. Así, el Banco Central proseguirá con la política prudencial de acumulación de reservas y flotación administrada del tipo de cambio; y en el frente interno continuará fomentando la bancarización y el crédito de largo plazo, proporcionando al mercado monetario la liquidez necesaria para el normal desenvolvimiento de la actividad económica.



## II. Contexto Internacional

### II.1 Síntesis

La actividad económica mundial continuó evidenciando signos de desaceleración del ritmo de crecimiento, destacándose el mayor dinamismo registrado en los países emergentes, tal como se preveía en el anterior **Informe de Inflación**. Para lo que resta del año se espera que la expansión económica y del comercio a nivel global siga moderándose debido al desvanecimiento paulatino del impacto de los planes de estímulo fiscal y al efecto de los paquetes de ajuste en las finanzas públicas aplicados en algunos países, entre otros factores.

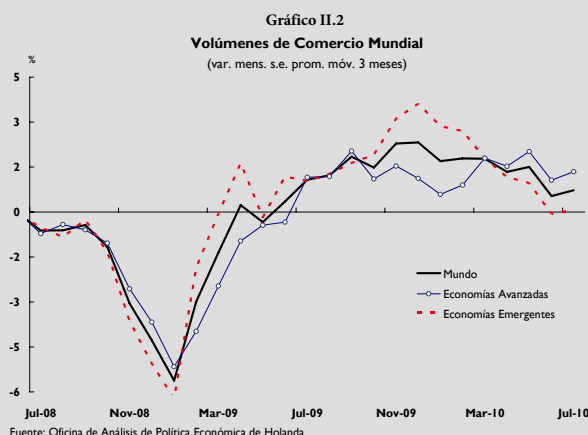
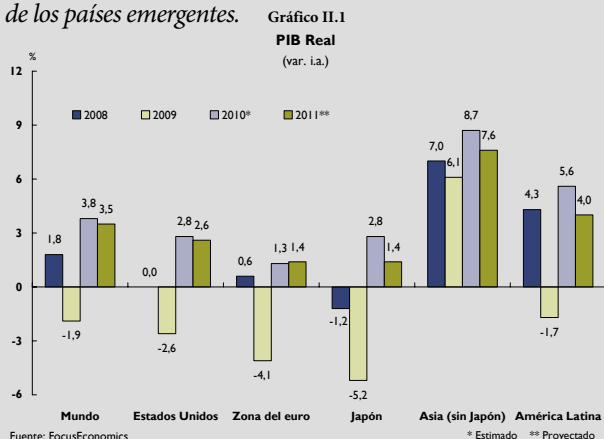
Recientemente se observó una desvalorización del dólar estadounidense, dando lugar a políticas más activas de intervención cambiaria y abriendo el debate en torno a la forma en la que se implementarán los ajustes necesarios para reducir los desequilibrios entre las economías en desarrollo y las industrializadas. El fuerte flujo de capitales hacia los países emergentes, dado el mejor desempeño de estas economías en relación a las avanzadas, el mayor apetito por riesgo de los inversores y el diferencial de rendimientos, retroalimentan las expectativas de una mayor apreciación de sus monedas, generando incentivos adicionales al ingreso de capitales hacia estas regiones. La “rotación de demanda” entre los países emergentes y los avanzados a partir de modificaciones en las paridades cambiarias puede alterar los sistemas productivos y la estabilidad financiera de las economías en desarrollo, por lo que esta discusión se tornó de gran relevancia en el seno del Grupo de los 20 (G-20).

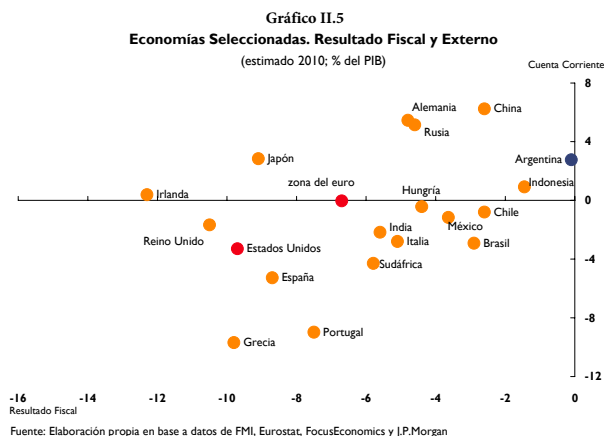
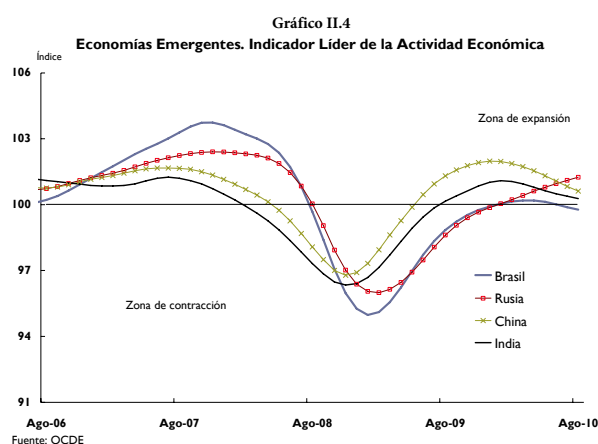
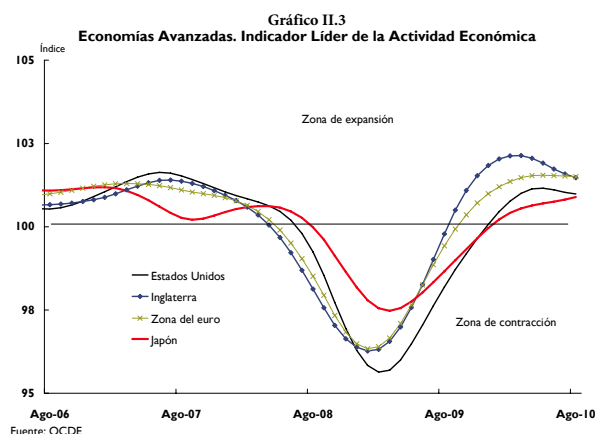
Estados Unidos mostró una trayectoria de recuperación más lenta y gradual que la esperada previamente. Más allá de las políticas implementadas, continúa con elevados niveles de desempleo, un mercado de crédito que no logra recuperarse y un alto endeudamiento de las familias. Por otra parte, la evolución económica de la zona del euro sigue frágil, aunque algo mejor a lo previsto. Si bien las economías centrales de la zona fueron significativamente afectadas por la crisis, enfrentan una mejor situación que los países periféricos. Las medidas aplicadas por la autoridad monetaria regional y básicamente los paquetes de ayuda contribuyeron a limitar la incertidumbre del mercado. Sin embargo, en el marco de la implementación de los planes de ajuste, aún permanecen fuertes desequilibrios macroeconómicos en algunos países de la región. En tanto, Japón continúa enfrentando un escenario de deflación con un fuerte proceso de apreciación de su moneda.

Asia emergente y América del Sur presentan un positivo desempeño económico relativo debido a la recuperación parcial del comercio mundial y a la mayor demanda doméstica. En línea con los pronósticos globales de actividad y comercio internacional, también se prevé una desaceleración del crecimiento económico de estas regiones. El alza de los precios de los productos primarios en algunas economías en desarrollo generó ciertas presiones inflacionarias, que se sumarían a las presiones subyacentes ya existentes. De todas formas la inflación no alcanzaría los niveles verificados en 2007-2008.

En el tercer trimestre del año los precios de las materias primas crecieron de forma significativa. La sequía en la región del Mar Negro, junto con otros factores climáticos, llevó al aumento de las cotizaciones de los productos agrícolas en los meses recientes. Por su parte, los commodities industriales recuperaron niveles de precios similares a los del primer trimestre del año. Se espera que las cotizaciones de los productos primarios reciban presiones al alza, en la medida en que el dólar continúe desvalorizándose en relación al resto de las principales monedas y persistan los efectos climáticos adversos.

Para 2011 se proyecta un escenario de crecimiento global moderado, con una lenta y heterogénea continuidad en la recuperación de la actividad económica mundial, en el que las regiones emergentes continuarían liderando dicha tendencia. En este marco, también podría observarse una mayor volatilidad cambiaria y una persistencia de presiones hacia la apreciación de las monedas de los países emergentes.





## II.2 Economía Global

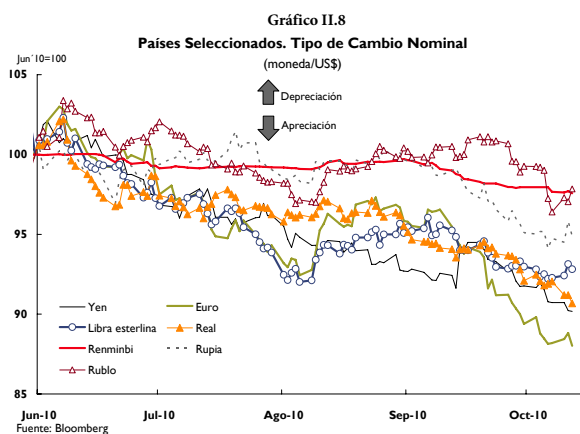
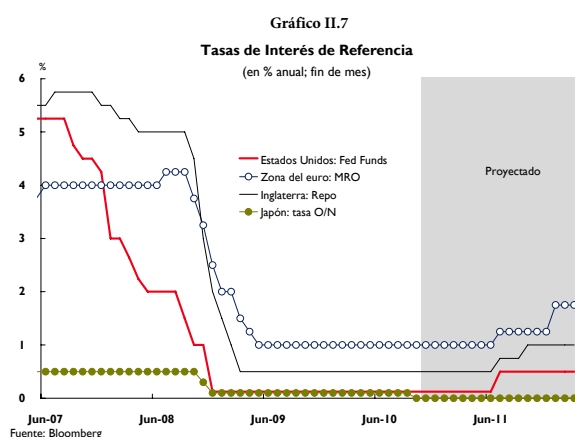
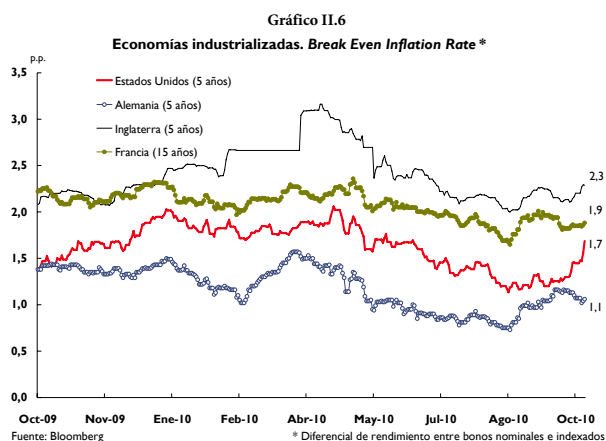
Las condiciones económicas y financieras mundiales estuvieron en línea con lo previsto un trimestre atrás. En particular, se confirmó la desaceleración tanto de las economías avanzadas como de las emergentes. Este menor ritmo de crecimiento se prolongaría también al cuarto trimestre del año. Las señales de recuperación en los países industrializados son todavía débiles, de modo que aún se plantean dudas acerca de la solidez del proceso. A futuro se espera que la mejora del nivel de actividad global continúe siendo gradual y prevalezcan las políticas de estímulo, especialmente las monetarias (ver Gráficos II.3 y II.4).

Los volúmenes del comercio internacional en el tercer trimestre del año desaceleraron el ritmo de incremento que venían registrando, debido a que las economías emergentes, que representan cerca de 50% del comercio internacional, ya alcanzaron los niveles pre-crisis, en tanto que las industrializadas crecen a tasas bajas y aún permanecen en un nivel inferior al máximo alcanzado en 2008.

La fragilidad de los mercados laborales y financieros, en particular en las economías industrializadas, en conjunto con el desvanecimiento de los efectos positivos de algunas de las medidas de estímulo económico y el impacto de los planes de ajuste fiscal que aplicaron algunos países, son los principales factores de riesgo a la baja para el crecimiento. Las condiciones mencionadas limitan la expansión del gasto privado, en un escenario donde el consumo público se reduce en el marco de los planes de austeridad fiscal (ver Apartado 1).

En Europa, las medidas implementadas por la autoridad monetaria y los planes de ayuda contribuyeron a reducir la incertidumbre y la volatilidad de los mercados, aunque aún prevalecen importantes desequilibrios fiscales y externos en algunos países. Las políticas de ajuste fiscal en avance en estas economías (con los más recientes anuncios de Alemania y el Reino Unido) contrastan con la voluntad de continuar en el corto plazo con las políticas de estímulo en EE.UU., pese a presentar niveles de déficit fiscal y externo similares y elevados (ver Gráfico II.5).

En las economías industrializadas las expectativas de inflación de mediano plazo se encuentran contenidas en niveles reducidos, lo cual se ve reflejado en el diferencial de rendimiento entre bonos nominales e indexados por inflación (ver Gráfico II.6). En los países emergentes se aceleró la dinámica de precios, que estructuralmente es



más elevada, aunque en general manteniéndose en línea con las metas de las autoridades monetarias.

En este escenario, las autoridades monetarias de los países avanzados continuaron expandiendo la liquidez en tanto se siguieron registrando niveles mínimos en las tasas de interés de referencia (ver Gráfico II.7). Los bancos centrales de las economías emergentes limitaron las subas de las tasas procurando no amplificar los incentivos al ingreso de capitales. En igual sentido, y dada la depreciación generalizada del dólar, diversos países industrializados y en desarrollo adoptaron medidas más activas de intervención cambiaria (ver Gráfico II.8).

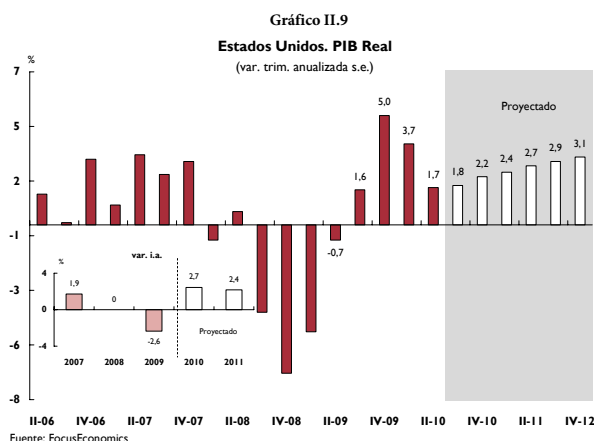
Mientras que los países emisores de monedas de reserva a nivel internacional adoptan políticas monetarias expansivas, las economías demandantes de estas divisas, a través de los flujos comerciales o de capitales, intensifican su intervención en los mercados de cambios, mediante compras o uso de instrumentos de control de capitales. Este comportamiento abrió la discusión en torno al papel que debieran jugar las economías industrializadas y emergentes en la reducción de los desequilibrios macroeconómicos globales concentrados en el fuerte superávit en cuenta corriente de China, Alemania, Japón y los países de Medio Oriente y el importante déficit de Estados Unidos y diversos países de Europa, entre otros.

En esta discusión, desde las economías avanzadas, algunos sostienen que la apreciación cambiaria en los principales países en desarrollo sería necesaria dado que incentivaría a la demanda interna en detrimento de la externa. Por el contrario, las posturas a favor de la intervención cambiaria para controlar las presiones al fortalecimiento de las monedas domésticas, argumentan que los riesgos existentes sobre la trayectoria de recuperación económica global y la aún elevada incertidumbre que impera en los mercados financieros internacionales podrían revertir los flujos generando excesiva volatilidad en el mercado cambiario. De este modo, las fluctuaciones cambiarias dificultarían la toma de decisiones para la asignación eficiente de los recursos económicos, afectando adversamente el crecimiento económico.

La desaceleración en el crecimiento económico en los últimos meses también habría actuado a favor de aminorar la apreciación cambiaria, sobre todo en aquellas economías en donde la demanda externa constituye un factor clave para el crecimiento económico, como son los casos de Alemania, Japón y China.

Con excepción de Estados Unidos, las proyecciones de crecimiento para 2010 fueron corregidas al alza respecto de la previsión de un trimestre atrás. Se destaca la mejo-





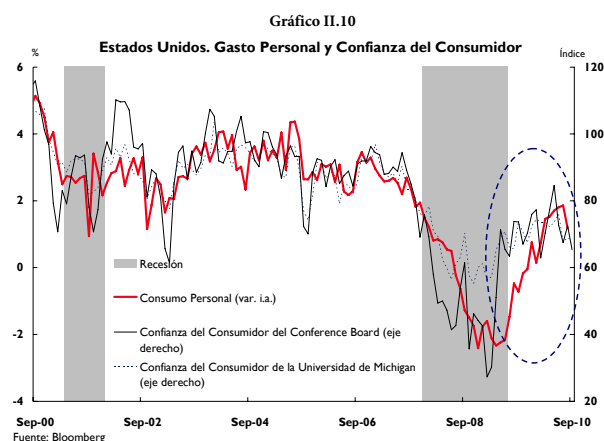
ra en la previsión de incremento de la actividad económica para Japón, que se revisó desde 1,9% a 2,9% durante el tercer trimestre.

## II.3 Economías Avanzadas

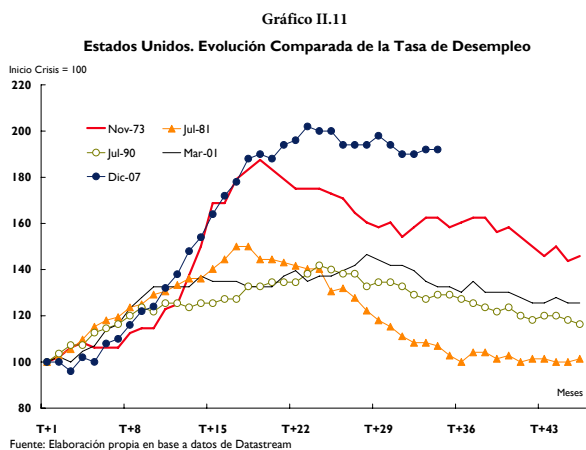
### Estados Unidos

Durante el trimestre las expectativas de crecimiento se revisaron a la baja en aproximadamente medio punto porcentual (p.p.). De cumplirse la previsión del mercado, la economía norteamericana alcanzaría en 2010 una expansión de 2,7%; en tanto que para el año próximo se espera que el ritmo de crecimiento económico se desacelere a 2,4% (ver Gráfico II.9).

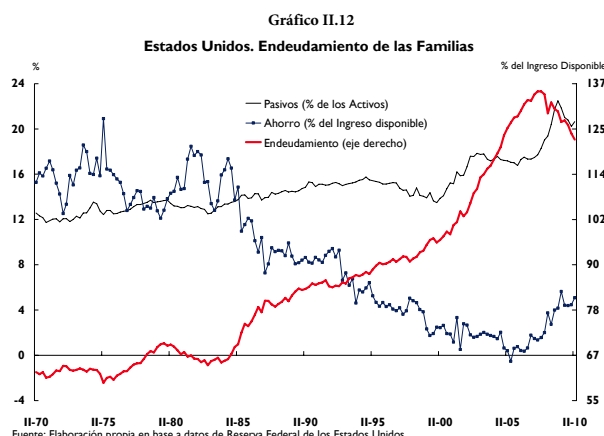
El Producto de Estados Unidos registró una reducción en su tasa de incremento en el segundo trimestre, aunque a diferencia de los períodos previos, la acumulación de inventarios aportó considerablemente menos al crecimiento, en tanto el consumo privado y la inversión no residencial ganaron dinamismo. Sin embargo, los indicadores parciales de gasto privado interno exhibieron cierta debilidad en el inicio del segundo semestre de 2010, anticipando una nueva desaceleración en la expansión. En este sentido, la producción industrial y la utilización de la capacidad instalada presentaron un menor ritmo de aumento. Otros índices adelantados de actividad, como el índice manufacturero del *Institute of Supply Management* (ISM), mostraron retrocesos en el tercer trimestre.



Asimismo, la confianza de los consumidores se deterioró en los últimos meses, hecho que estaría respondiendo a las perspectivas de una muy lenta recuperación del mercado laboral, en un escenario en el que las familias están altamente endeudadas y el acceso al financiamiento continúa limitado (ver Gráfico II.10).

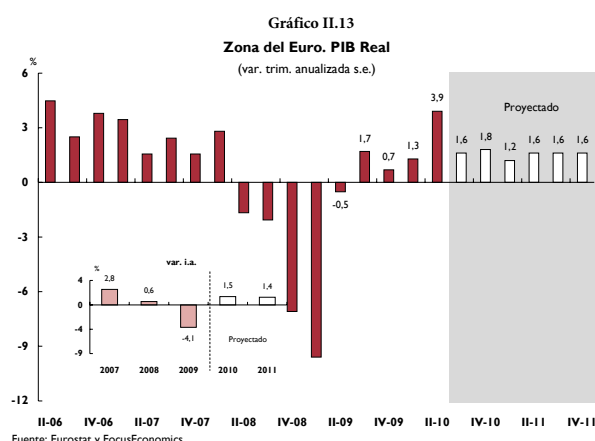


La fragilidad del mercado de trabajo se prolongó más que lo observado en otros períodos de recesión y en otras economías (ver Gráfico II.11). La suba de la tasa de desempleo respondió tanto a la disminución de la Población Económicamente Activa (PEA) como al incremento en la cantidad de personas desocupadas. Una particularidad de la actual dinámica del desempleo es su larga duración; mientras que el tiempo promedio de desocupación durante el último medio siglo alcanzó a 13 semanas, al presente se elevó hasta 33 semanas. La persistencia de un mercado de trabajo débil continuará siendo uno de los principales factores de riesgo para la consolidación del crecimiento económico.

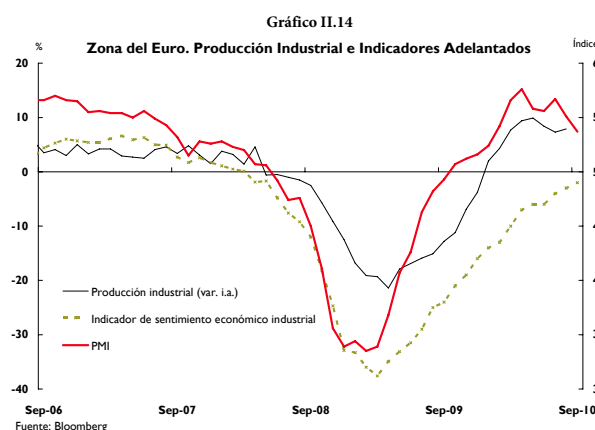


Si bien tanto el nivel de endeudamiento de las familias norteamericanas como el ratio entre pasivos y activos se contrajeron, aún se ubican en niveles históricamente elevados. La recomposición patrimonial fue posible por la recuperación parcial de la riqueza, por la mayor tasa de ahorro que exhiben los hogares y a partir de la evolución de los precios de los activos (ver Gráfico II.12).

En un escenario en el que la recuperación económica continúa siendo endeble, y la inflación se mantiene contenida en torno a 1,2% interanual (i.a.), la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) mantuvo la tasa de interés de referencia en su mínimo valor histórico e implementó medidas adicionales de provisión de liquidez. La autoridad monetaria anunció que mantendrá constante su tenencia de activos en cartera mediante la reinversión de los ingresos originados en los vencimientos de bonos hipotecarios en letras del Tesoro de largo plazo. Esta medida contrasta con la política de reducción del stock de activos en el balance prevista por el mercado meses atrás. De este modo, el balance de la Fed experimentaría sólo un cambio de composición en el corto plazo, en vez de una contracción. Más recientemente se observó una modificación comunicacional que estaría indicando que la autoridad monetaria podría retomar las políticas monetarias extraordinarias de compras de activos (*quantitative easing*), en caso de que fuera necesario para evitar una recaída económica.

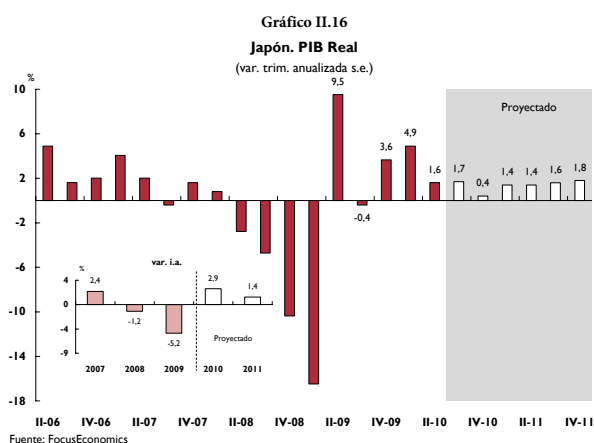
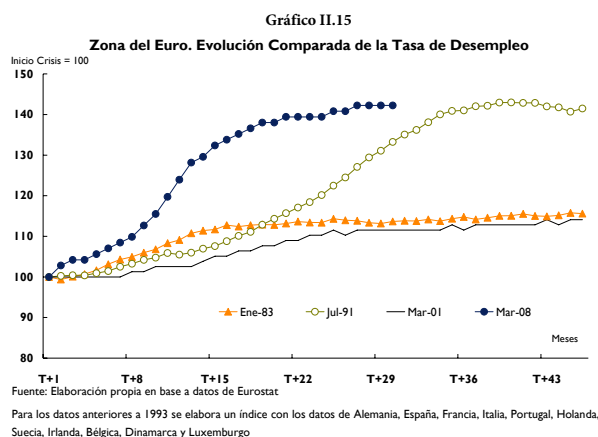


Ante la debilidad de la actividad económica, el fuerte desempleo y las importantes medidas de estímulo, algunos analistas plantean el debate acerca de si la economía norteamericana podría enfrentar una situación similar a la observada en Japón en la década de los 90s. Si bien hay algunos factores análogos: crisis financiera, escasa efectividad de la política monetaria y fiscal, elevado nivel inicial de endeudamiento y un deterioro significativo de las finanzas públicas; también hay diferencias significativas.



La actual dinámica estadounidense se distingue en primer lugar por el hecho de que en los períodos de aversión al riesgo los inversores optan por los activos norteamericanos. Asimismo, las medidas de política monetaria y financiera se tomaron con una celeridad considerablemente superior a la verificada durante la crisis japonesa. Otros aspectos contrastan entre ambas experiencias: el saldo de la cuenta corriente norteamericana es deficitario, y se mantienen los incentivos para que el resto del mundo siga financiándolo; en tanto, se está observando cierta depreciación de la moneda. Adicionalmente, algunos analistas sugieren que los mercados de Estados Unidos gozan de mayor flexibilidad, en particular el mercado de trabajo, lo que brindaría mayor dinámica a los ajustes necesarios.





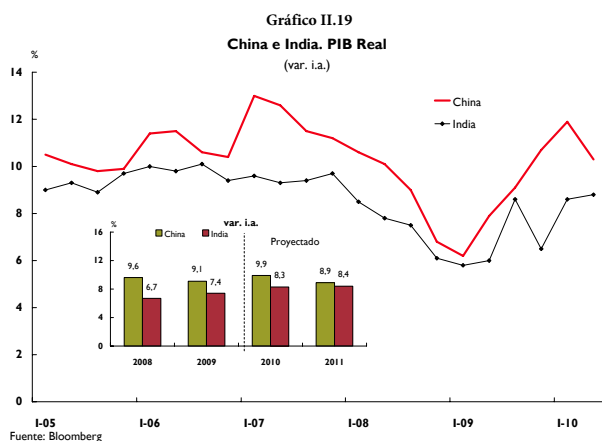
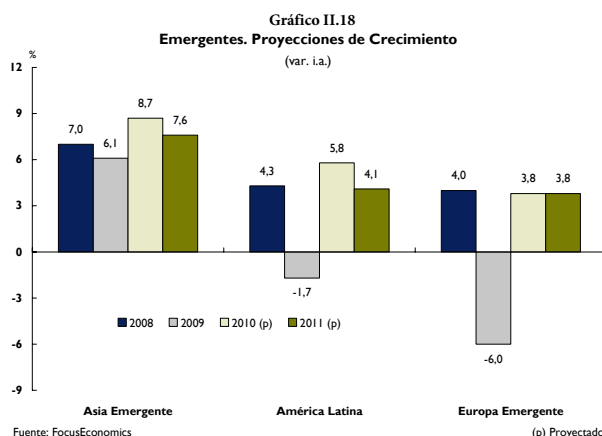
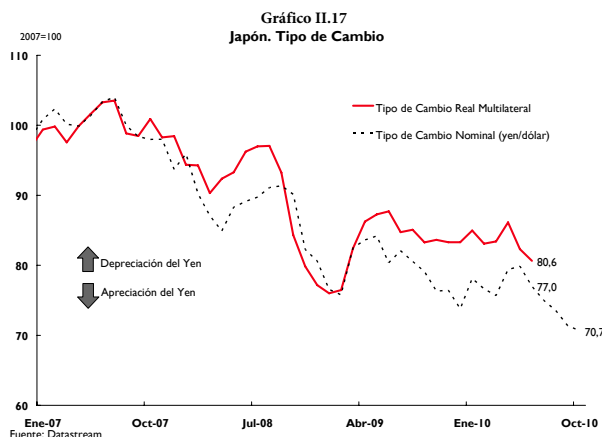
## Europa

El Producto de la zona del euro se expandiría en 2010 1,5%, casi medio punto porcentual adicional a lo que se esperaba un trimestre atrás (ver Gráfico II.13). No obstante, sigue siendo una de las menores tasas de crecimiento proyectada entre las principales economías avanzadas. Para el Reino Unido se prevé un crecimiento de igual magnitud para el presente año. En 2011 la actividad económica de la zona del euro se desaceleraría, mientras que en el Reino Unido crecería 2%, aunque existe incertidumbre respecto del efecto inmediato que originaría el ajuste fiscal récord anunciado por el nuevo gobierno británico.

La dinámica de la desaceleración económica difiere entre los países del continente europeo. En Alemania y Francia el menor ritmo de actividad respondería a la merma en los flujos comerciales dado el magro desempeño de diversos países de la zona del euro, donde se concentra la mayor parte del intercambio de estas economías. En los meses recientes se observó un dinamismo más limitado en los indicadores industriales, explicado en gran medida por la evolución de este sector en Alemania (ver Gráfico II.14). En tanto, en los países periféricos de la zona la desaceleración económica estaría reflejando el impacto contractivo sobre el gasto interno de los planes de ajuste tendientes a reducir los déficits fiscales. Estas medidas ya estarían afectando a la actividad económica y mantendrían el crecimiento de estos países en niveles bajos en el corto plazo e incluso podrían dar lugar a una nueva contracción de la actividad económica.

La desocupación de la región del euro permaneció en 10,1% (ver Gráfico II.15). Según las estimaciones del consenso del mercado, el desempleo de la zona recién alcanzaría tasas de un solo dígito en 2013.

El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo, por decimotavo mes consecutivo, su tasa de interés de referencia en 1% al tiempo que continuó con su política de provisión de liquidez, dada la fragilidad de la recuperación económica en un escenario de inflación baja y controlada. El Banco de Inglaterra también mantuvo la tasa de interés en su mínimo valor histórico, contabilizándose 20 meses sin variaciones, mientras que no modificó su programa de compra de activos, previéndose para la economía insular que la suba de tasas de interés comience con anterioridad a la del bloque continental, dado que la inflación se ubica por sobre la meta de la autoridad monetaria.



## Japón

Las proyecciones de crecimiento para 2010 siguieron corrigiéndose al alza, y en la actualidad se espera que el PIB de Japón crezca en torno a 2,9%, basándose principalmente en la recuperación de las exportaciones (ver Gráfico II.16).

Los indicadores adelantados de actividad continuaron con la tendencia positiva y el desempleo disminuyó levemente. No obstante, la economía muestra signos de desaceleración al igual que otros países. Por su parte, los precios minoristas exhiben niveles de deflación elevados en términos históricos.

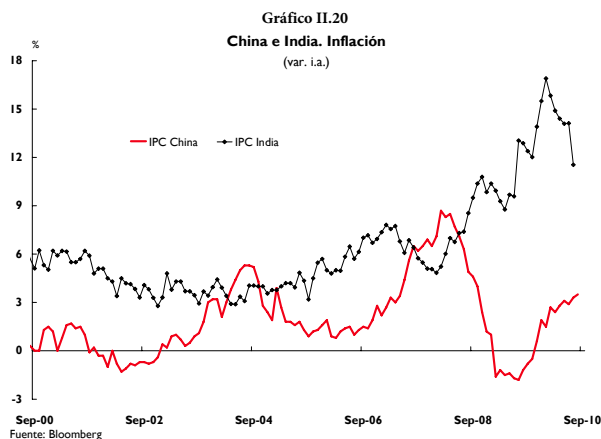
En este marco, el Banco de Japón continuó con su política monetaria expansiva para dar soporte a la actividad. El pasado 5 de octubre sorprendió al mercado al reducir la tasa de interés de referencia desde 0,1% fijando un rango entre 0,0% y 0,1%. También aumentó el monto del programa de compra de activos financieros en ¥5 billones (1,1% del PIB), a un total de ¥35 billones (7,4% del PIB).

Durante el último trimestre se registró un fuerte proceso de apreciación nominal de la moneda respecto al dólar (su máximo valor de los últimos 15 años; ver Gráfico II.17). Frente a ello, en septiembre las autoridades monetarias intervinieron en el mercado cambiario por primera vez desde marzo de 2004. Cabe destacar que, desde hace tres años el tipo de cambio nominal mantiene una tendencia de apreciación frente al dólar (acumulando una suba de 27%) en tanto que el tipo de cambio real multilateral también exhibió una tendencia similar.

## II.4 Economías Emergentes

Las economías emergentes continuaron mostrando en el tercer trimestre un comportamiento más dinámico que las avanzadas. Sin embargo, después del fuerte crecimiento de la primera parte del año, también desaceleraron su ritmo de expansión. Asia emergente y América Latina siguen presentando un mejor desempeño que Europa emergente (ver Gráfico II.18). Para la generalidad de las regiones en desarrollo se espera un importante crecimiento en 2010 que se moderaría en 2011.

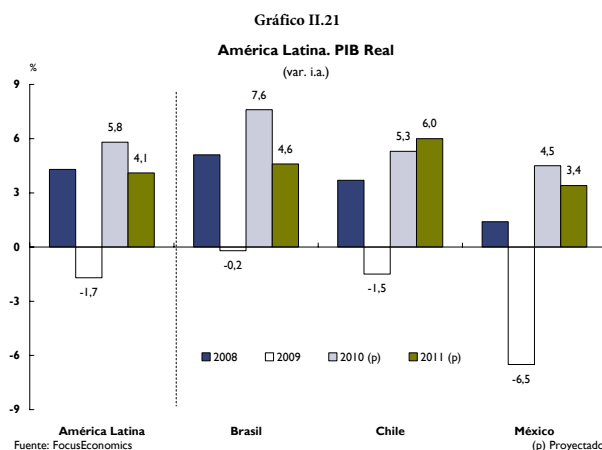
Si bien se registró una aceleración de la inflación en el trimestre, potenciada por la suba en los últimos meses de los precios de los productos primarios, las autoridades monetarias limitaron el ciclo alcista de las tasas de interés de referencia con el objetivo de no reforzar los incentivos al ingreso de capitales. Las cosechas récord previstas para la mayoría de los granos, en un contexto donde



los costos de producción no tuvieron fuertes aumentos, hacen prever que la suba reciente de las materias primas agrícolas podría generar presiones inflacionarias. De todas formas, éstas serían menores a las registradas en 2007-2008 y que afectaron principalmente a las economías en desarrollo, dada la importante participación de los alimentos en su canasta de consumo (ver Apartado 3).

Las estimaciones de crecimiento para Europa emergente mejoraron durante los últimos meses, previéndose una suba del PIB de 3,8% en 2010. No obstante, Bulgaria, Croacia, Rumania y los países bálticos volverán a exhibir caídas en el Producto en el presente año.

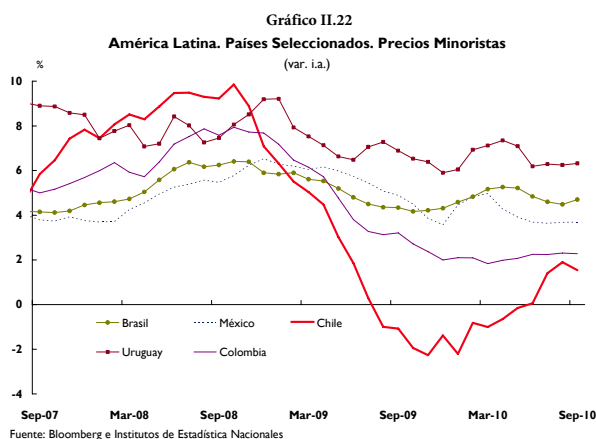
Las proyecciones de actividad económica para Asia emergente siguieron incrementándose, ubicando a la expansión en 8,7% en 2010. Las dos economías más grandes de la región, China e India, lideran el crecimiento, y se estima que crezcan 9,9% y 8,3% respectivamente durante el corriente año (ver Gráfico II.19).



Si bien durante el tercer trimestre el Banco Popular de China (BPC) mantuvo su tasa de interés de referencia en 2,5% anual, recientemente decidió una nueva suba dada la aceleración en el ritmo de incremento de los precios minoristas y por la potencial burbuja en los precios de los activos (ver Gráfico II.20). Por su parte, el renminbi chino se apreció sólo 2% respecto al dólar desde junio pasado, momento en el que las autoridades comunicaron la flexibilización de su política cambiaria.

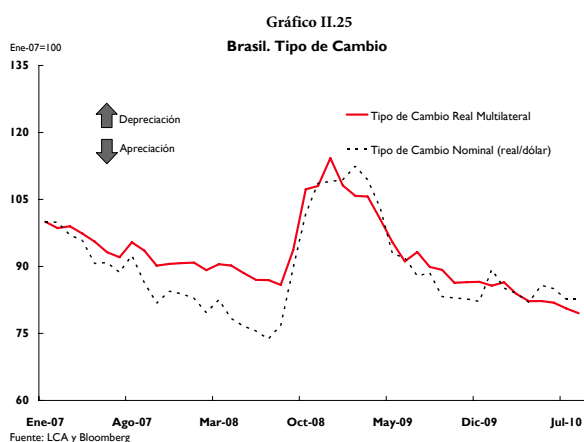
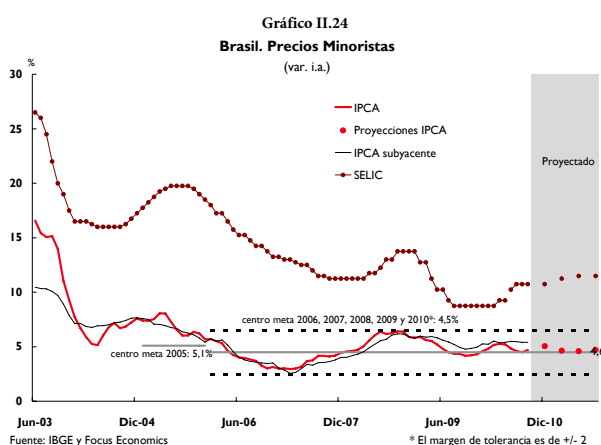
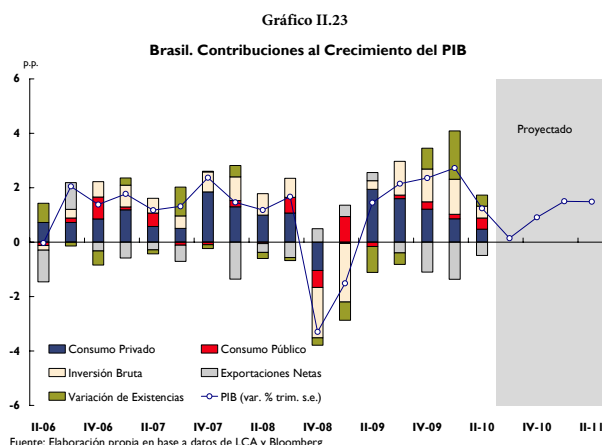
En tanto, la persistencia en India de una inflación minorista a tasas de dos dígitos llevó al Banco Central a incrementar nuevamente sus tasas de interés de referencia *Repo* y *Reverse Repo* a 6% y 5%, aunque con subas marginales en el trimestre dada la continua desaceleración del ritmo de aumento de los precios.

## América Latina



América Latina siguió creciendo en el tercer trimestre, incluso más de lo previsto originalmente. La demanda interna y el comercio internacional, en especial la recuperación del intercambio comercial con otros emergentes, permitieron la continua mejora económica de la región. Sin embargo, acompañando la tendencia global, se observó una desaceleración de la actividad, tendencia que persistiría en los próximos trimestres. De esta manera, se estima un crecimiento de 5,8% en 2010, moderándose a 4,1% en 2011 (ver Gráfico II.21).

Aunque la reciente suba de las cotizaciones de los productos primarios mejoró los términos de intercambio de



los principales países de la región, generó ciertas presiones inflacionarias. Para 2010, se mantienen las perspectivas de que la región alcance una variación interanual de precios al consumidor de 6,7% (ver Gráfico II.22).

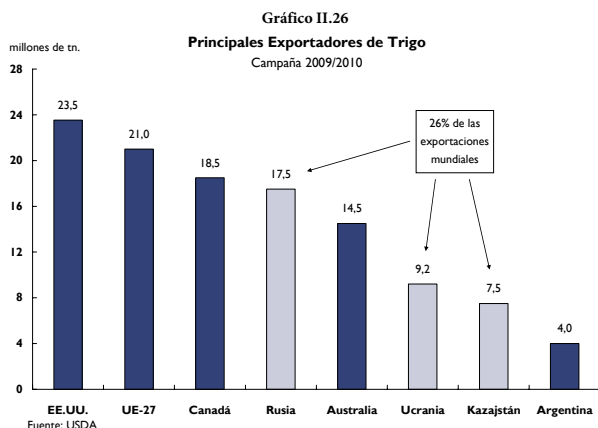
En Brasil, el Producto crecería 7,6% en el año, revisándose nuevamente la proyección al alza en relación al último trimestre (ver Gráfico II.23). Junto a la menor acumulación de inventarios que explicó la mayor parte de la desaceleración del crecimiento del segundo trimestre, en los últimos meses confluyeron factores tales como la mayor contribución negativa de las exportaciones netas y la mayor base de comparación. Así, continuaría la moderación de la suba interanual del nivel de actividad económica, que de todas formas sigue mostrando un significativo dinamismo.

Dado que persisten fuertes presiones a la apreciación cambiaria y que la inflación se mantiene contenida en un marco en el que la actividad exhibe cierta desaceleración, la previsión de una nueva suba en la tasa de interés de referencia del Banco Central de Brasil (BCB) se desplazó desde el último mes del corriente año a marzo de 2011 (ver Gráfico II.24). De este modo, la tasa SELIC finalizaría 2010 en 10,75%, luego de los tres incrementos aplicados en lo que va del año (abril - 75 puntos básicos -p.b.-; junio - 75 p.b.; julio - 50 p.b.).

Las monedas de la mayor parte de las naciones latinoamericanas se apreciaron en los últimos meses respecto al dólar. En particular, el real acumuló en el trimestre una apreciación nominal de 4,9% frente al dólar, tendencia similar a la evidenciada por el tipo de cambio real, incentivando a una política cambiaria más activa por parte del Banco Central (ver Gráfico II.25). Las compras promedio diarias de divisas se incrementaron desde US\$150 millones en el segundo trimestre hasta US\$340 millones en los últimos tres meses, a lo que se sumó la decisión de elevar el Impuesto sobre las Operaciones Financieras (IOF) que grava las aplicaciones de capital extranjero en activos de renta fija brasileira y fondos de inversión desde 2% hasta 4% a principios de octubre y, nuevamente, a mediados de ese mes hasta 6%<sup>2</sup>, para moderar los incentivos al ingreso de capital.

Por otra parte, también se corrigieron al alza las proyecciones de crecimiento de Chile y México, que se expandirían en 2010 5,2% y 4,4%, respectivamente. En México, aunque la inflación se ubica por encima de la meta, en los últimos meses registró cierta desaceleración, lo que llevó a la autoridad monetaria a mantener la tasa de inte-

<sup>2</sup> En esa oportunidad, se elevó el IOF sobre el margen de garantías bancarias exigidas a los inversores extranjeros en el mercado de futuros (derivados) desde 0,38% a 6%. Cabe destacar que no se alteró la alícuota de 2% sobre los activos de renta variable, en tanto que no se modificó la situación impositiva frente a la Inversión Extranjera Directa.



rés de referencia en 4,5%. En cambio, aunque en Chile la inflación interanual se encuentra por debajo de la meta de 3% de la autoridad monetaria, en cinco oportunidades a lo largo del año se elevó la tasa de interés de referencia, pasando de 0,5% a 2,75%, con un alza de 1,75 p.p. en el período julio-septiembre. En este marco, el peso chileno se apreció 10,1% en el trimestre.

## II.5 Precios de las Materias Primas

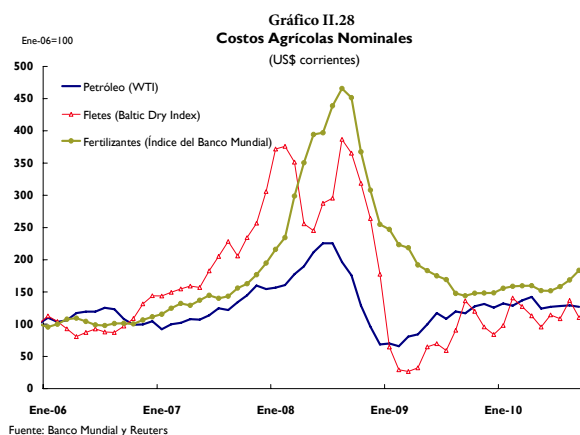
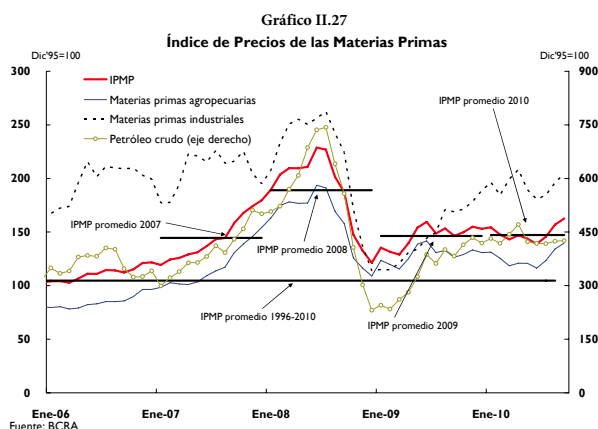
En el tercer trimestre de 2010 las cotizaciones de las materias primas marcaron una tendencia alcista, ubicándose la mayoría de los productos primarios en valores superiores a los de un año atrás.

La sequía en la región del Mar Negro, que afectó a los principales exportadores de trigo, y que impactó sobre las cotizaciones de otros granos, junto con otras preocupaciones climáticas, y una mayor demanda constituyeron los factores de presión al alza de las cotizaciones de los *commodities* agrícolas (ver Gráfico II.26). En igual sentido jugó la depreciación del dólar, moneda en la que se expresan los precios internacionales de esos productos. No obstante, las previsiones de cosechas abundantes, en algunos casos récord, moderaron las subas. Así, al fin del tercer trimestre las materias primas agrícolas se ubicaron 17,8% por encima de los precios de un año atrás.

Por otra parte, las cotizaciones de los metales y minerales subieron en los últimos meses, luego de la caída del segundo trimestre. En este caso, la desaceleración económica prevista a nivel global limitó las subas. De todas formas, las cotizaciones de estas materias primas industriales se ubicaron 43% por encima de su nivel de un año atrás, comportamiento fundamentalmente asociado al significativo dinamismo económico evidenciado en los principales países emergentes.

En este contexto, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA, que refleja la evolución promedio de las cotizaciones de los productos primarios más relevantes en las exportaciones argentinas, creció en el promedio del tercer trimestre del año 8,3%, aumentando 3,7% en términos interanuales (ver Gráfico II.27). De esta manera, el IPMP resulta 55% superior al promedio histórico de la serie iniciada en 1996. En particular, se destaca las subas trimestrales del trigo (34,1%), del maíz (15,2%), del aceite de soja (12%) y de los porotos y *pellets* de soja (10,3%). Por su parte, mientras que el cobre creció 3,1%, el petróleo, el acero y el aluminio cayeron (-3,4%, -3,6% y -0,3%, respectivamente).

En sentido opuesto, a la evolución de la cotización del petróleo, las tarifas de fletes marítimos para cargamentos se-



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

		Campaña 2009/10 (mill. Tn.)	Campaña 2010/11 (mill. Tn.) JULIO	Campaña 2010/11 (mill. Tn.) OCTUBRE	Variación JULIO- OCTUBRE (%)
<b>Trigo</b>	Oferta total*	301,0	316,6	315,7	-0,3
	Demanda total	235,1	247,6	252,4	2,0
	Stocks finales	63,8	67,8	61,4	-9,4
<b>Maíz</b>	Oferta total*	845,0	854,1	838,0	-1,9
	Demanda total	651,7	667,0	663,3	-0,6
	Stocks finales	193,4	187,1	174,7	-6,6
<b>Soja</b>	Oferta total*	955,9	972,0	967,7	-0,4
	Demanda total	808,9	830,9	835,4	0,5
	Stocks finales	147,0	141,1	132,4	-6,2
<b>Arroz</b>	Oferta total*	532,9	548,7	547,0	-0,3
	Demanda total	442,6	452,1	452,7	0,1
	Stocks finales	90,3	96,6	94,3	-2,4

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

Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA

cos a granel subieron en este último trimestre. En particular, el *Baltic Dry Index* (BDI -que posee alta volatilidad-) creció 10% en el promedio del trimestre. Sin embargo, al igual que el crudo, se ubica por encima de los valores de un año atrás. Los precios de los fertilizantes aumentaron también 10,1% en el período (10,7% i.a.), recuperándose luego de alcanzar en junio el valor más bajo de 2010 (ver Gráfico II.28).

Luego de las subas de precios observadas en los meses recientes, se espera que permanezcan las presiones al alza de los precios de los productos primarios, en la medida en que el dólar continúe desvalorizándose en relación al resto de las principales monedas y persistan los efectos climáticos adversos. En los productos agrícolas, la presión alcista a partir de la sostenida demanda de estos bienes sería parcialmente contenida por la proyección de abundantes cosechas para la campaña 2010-2011, a pesar de los recientes recortes en las previsiones de producción mundial. Para las cotizaciones de las materias primas industriales, que tuvieron un desempeño superior al resto, la desaceleración del crecimiento prevista a nivel mundial limitaría las subas (ver Cuadro II.1).

A mediano y largo plazo se espera que sigan vigentes buena parte de los factores estructurales que estuvieron presentes en los últimos años, como la creciente demanda de alimentos en el mundo emergente y el desarrollo de la industria de biocombustibles, dando soporte a la cotización de las materias primas agropecuarias.

## II.6 Flujo de Capitales

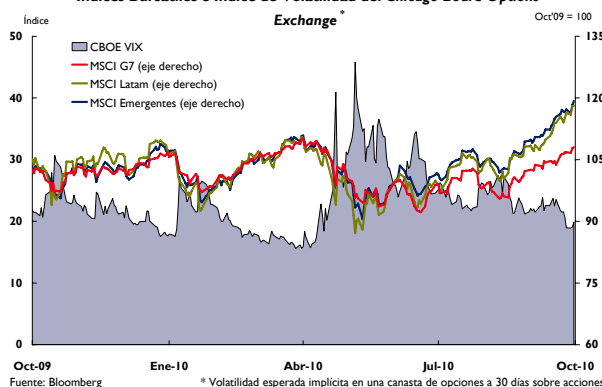
La volatilidad en los mercados financieros internacionales se redujo recientemente, luego de que disminuyera la incertidumbre en torno a los problemas fiscales y de deuda de los países europeos. Si bien los precios de los activos finalizaron el trimestre por encima de los niveles de junio, siguieron una trayectoria signada por las dudas crecientes sobre la recuperación económica mundial.

La volatilidad medida a partir del índice VIX (*CBOE Volatility Index*) cayó 29% entre junio y septiembre, aunque permanece en niveles superiores a los de inicio de año (ver Gráfico II.29).

El índice *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) del G-7 aumentó en el tercer trimestre 7,6% y el ponderado de las bolsas emergentes tuvo una importante recuperación, creciendo 16% trimestral. Acompañando la tendencia, el MSCI de América Latina subió 11,7%.

La mejora en las condiciones en la plaza financiera internacional, las perspectivas macroeconómicas favorables para la mayoría de las economías emergentes y el diferen-

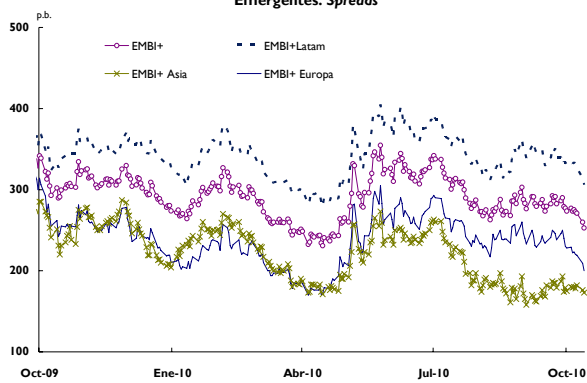
Gráfico II.29  
Índices Bursátiles e Índice de Volatilidad del Chicago Board Options  
Exchange\*



Fuente: Bloomberg

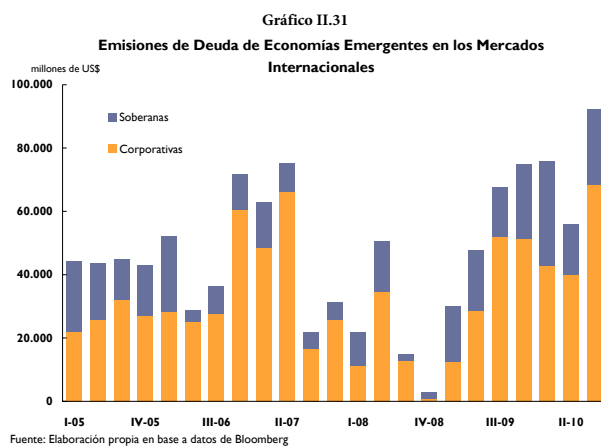
\* Volatilidad esperada implícita en una canasta de opciones a 30 días sobre acciones

Gráfico II.30  
Emergentes. Spreads



Fuente: Bloomberg

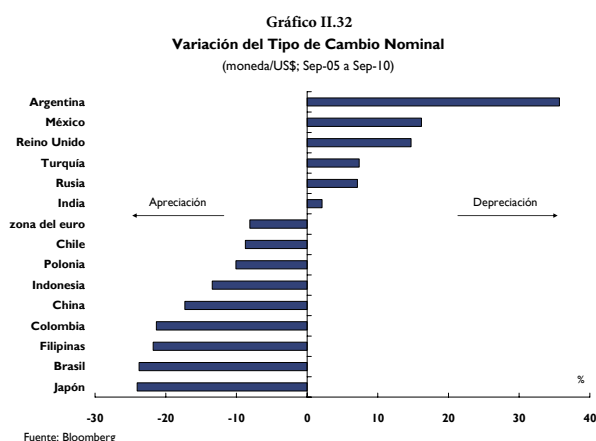




cial de rendimientos impulsó fuertemente a los flujos de capitales hacia estas regiones. En este escenario, el *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI+) de Emergentes bajó 16,6% desde junio. Se destacó la caída de 30% del EMBI+ de Asia emergente, al tiempo que los índices para América Latina y Europa emergente se redujeron 13% y 19%, respectivamente (ver Gráfico II.30).

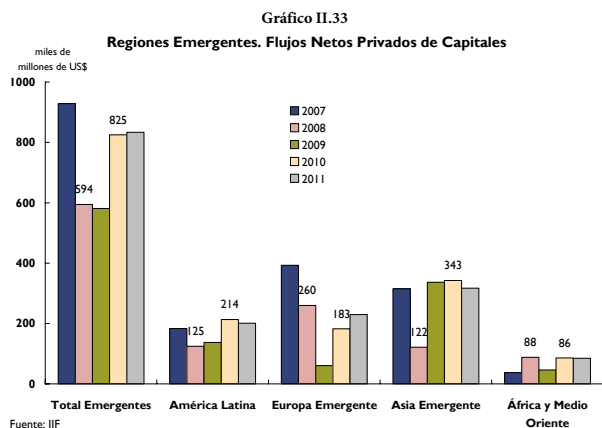
En este contexto, las economías emergentes colocaron deuda por más de US\$92.000 millones en el tercer trimestre del año, un monto récord para los últimos años. Este monto implicó una suba de 65% con respecto al segundo trimestre y de 37% en comparación con igual período de 2009 (ver Gráfico II.31). El mayor dinamismo en materia de colocaciones estuvo explicado por el sector corporativo, al igual que el trimestre anterior, representando casi 75% del total. Entre las colocaciones soberanas, se destacó el fuerte predominio de los países de Europa del Este, Medio Oriente y África, con un 59% sobre los montos totales, seguidos por los países de América Latina (32%). El *spread* promedio ponderado para las colocaciones en dólares a 10 años tendió a aumentar con respecto al trimestre anterior, aunque esto reflejó en buena parte la mayor presencia de países cuya calificación crediticia no alcanza el grado de inversión.

Continuando con el comportamiento errático que mostró la paridad nominal del dólar respecto a las principales monedas en los últimos dos años, y luego de la apreciación del trimestre pasado, en los últimos meses el dólar estadounidense se depreció. Así, las principales monedas emergentes no sólo se encuentran apreciadas en términos interanuales, sino también respecto a un trimestre atrás. Se destacan el peso chileno que se apreció en el trimestre 10,1%, la lira turca (7,5%) y el real brasileño (4,9%). En los últimos cinco años, la generalidad de las monedas de los principales países avanzados y emergentes se apreciaron relación al dólar (ver Gráfico II.32).



Para 2010 los flujos netos privados de capitales estimados sumarían US\$825.000 millones para el total de las regiones emergentes, aumentando 42% respecto a 2009, aunque se ubicarían todavía 11% por debajo de los máximos alcanzados en 2007. El 42% del total se dirigiría a Asia emergente, 26% a América Latina y 22% a Europa emergente (ver Gráfico II.33).

En la medida en que no surjan nuevos eventos de turbulencia que incentiven la preferencia por activos financieros de países industrializados, los flujos de capitales continuarían siendo direccionados hacia países en desarrollo, dado el mejor desempeño económico de las economías emergentes en relación a las avanzadas y el diferencial de rendimientos. Este proceso conllevaría a mayores expecta-



tivas de apreciación cambiaria, generando incentivos adicionales al ingreso neto de capitales hacia estas regiones.

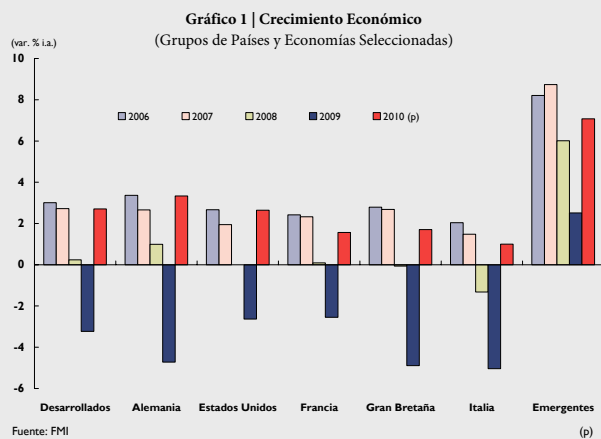
Para los países emergentes, el debate sobre las políticas cambiarias cobró una relevancia significativa. Adicionalmente a las consecuencias macroeconómicas de corto plazo asociadas a los flujos de capitales, deben considerarse los impactos de largo plazo sobre las estrategias de desarrollo. Efectivamente, la apreciación real de las monedas originaría una erosión de competitividad externa que, además de reducir el resultado de la cuenta corriente, generaría desarticulaciones persistentes en los sistemas productivos.



## Apartado 1 / La coordinación internacional de la política económica y los nuevos desafíos del G-20

Durante el período más duro de la crisis financiera global, la comunidad internacional logró instrumentar una respuesta macroeconómica coordinada, permitiendo que la economía mundial evolucionara mejor que lo esperado inicialmente. Debido a la profunda integración comercial y financiera que existe entre los países, el hecho de que los mismos actuaran de manera conjunta y coordinada fue fundamental para que las decisiones adoptadas tuvieran mayor efectividad. Sin embargo, recientemente comenzaron a evidenciarse tensiones entre los principales países avanzados y emergentes, que se expresaron en lo que las autoridades, funcionarios y analistas denominan “guerra cambiaria mundial”.

La crisis financiera internacional llevó a los líderes de los estados más avanzados del mundo a convocar una reunión del Grupo de los 20 (G-20)<sup>3</sup> en Washington en noviembre de 2008. El propósito de la reunión era establecer las pautas para llevar adelante una respuesta de carácter global a la crisis, para lo que resultaba conveniente contar con la participación de países emergentes que estaban incrementando su participación en la economía mundial. Después de la cumbre inicial de noviembre de 2008, los jefes de estado de los miembros del Grupo se reunieron en abril de 2009 (Londres), septiembre de 2009 (Pittsburgh) y junio de 2010 (Toronto).



Las principales acciones del grupo fueron: i) coordinar políticas monetarias y fiscales para revertir la recesión mundial y consolidar la recuperación, ii) fortalecer los mecanismos de regulación y supervisión financiera para

evitar nuevas crisis y iii) continuar con la reforma de las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs).

En materia de política macroeconómica, la respuesta fue rápida y efectiva. Las autoridades monetarias de los países desarrollados mantuvieron las tasas de referencia en niveles históricamente bajos y sus gobiernos llevaron adelante planes de estímulo fiscal significativos, lo que permitió a estos países pasar de tasas de crecimiento negativas en 2009 a tasas positivas en 2010 (ver Gráfico 1).

En lo que a regulación bancaria se refiere, se lograron acuerdos en el marco de lo que se conoce como “Basilea III”. El nuevo conjunto de normas consensuado fortalece, entre otros aspectos, las exigencias de capital para las instituciones financieras y cuenta con un calendario de implementación aprobado en septiembre de este año. Más allá de estos acuerdos, los diferentes países avanzan en instrumentar reformas financieras a ritmos distintos y con perfiles diferenciados. Mientras Estados Unidos aprobó en julio una ambiciosa reforma financiera, la Unión Europea ha anunciado diversas iniciativas que aún deben lograr la aprobación de los parlamentos nacionales para entrar en vigencia.

Finalmente, en materia de reforma a las IFIs, se decidió inyectar nuevos aportes de capital en las mismas, con el fin de ampliar su capacidad de financiamiento, y también relajar, en cierta medida, las condiciones para otorgarlo a los países emergentes con necesidades de liquidez.

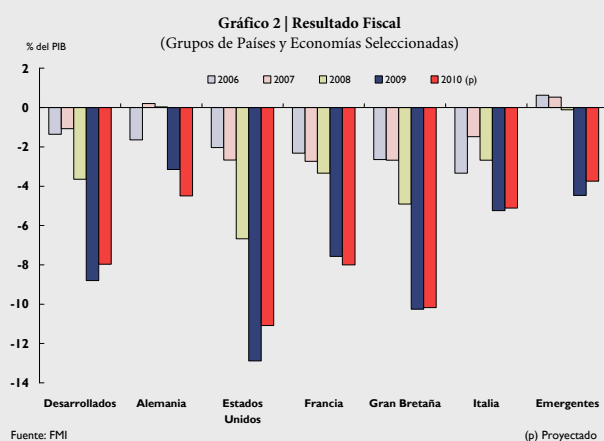
Como consecuencia del carácter multilateral que tienen estas instituciones, era evidente que las reformas introducidas en las mismas debían surgir de decisiones conjuntas. A su vez, el hecho de que la crisis internacional se propagara fuertemente por la profunda integración de los mercados financieros a nivel mundial, determinó que las reformas en este ámbito también debían tener un carácter global. La coordinación alcanzada en materia de política macroeconómica era, sin embargo, menos obvia. De hecho, a medida que las economías desarrolladas van saliendo de la etapa recesiva y la amenaza impuesta por la crisis va disminuyendo, el acuerdo entre dichas economías en torno a cuáles son las políticas fiscales más apropiadas se va diluyendo. Asimismo, se está verificando un proceso similar en términos de los tiempos para la implementación de la nueva regulación financiera.

Las declaraciones de los líderes del G-20 hechas en 2008 y 2009 definieron y respaldaron las grandes expansiones fiscales que se estaban ejecutando, y sostuvieron que ellas continuarían implementándose por el tiempo que fuera necesario para recuperar la senda del crecimiento. Si bien en sus afirmaciones los líderes efectuaban un compromiso con la sustentabilidad fiscal de largo plazo, estaba claro que

<sup>3</sup> Grupo conformado por los países del G-7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido), Rusia, la Unión Europea y 11 de las principales economías emergentes (Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, China, Corea, India, Indonesia, México, Sudáfrica y Turquía).

la prioridad se encontraba en la necesidad de sostener el crecimiento. Sin embargo, en la declaración de junio de 2010 los dos objetivos –impulso al crecimiento y solvencia fiscal– aparecieron en el mismo plano. Este cambio de actitud coincidió con la reversión del proceso recesivo que se observa en 2010 en la mayoría de las economías desarrolladas, y el carácter ambiguo de la declaración en cuanto a la recomendación de política fiscal refleja la existencia de diferentes visiones respecto a los pasos a seguir.

Las planes de estímulo fiscal implementados en 2008 y 2009, junto con la reducción de la recaudación impositiva provocada por la disminución de la actividad económica, generaron un significativo aumento de los déficits fiscales en los países desarrollados. Mientras que el déficit promedio era de 1% del PIB en 2007, en 2009 pasó a ser del 9% (ver Gráfico 2).



Frente a esta situación, mientras algunos países desarrollados –con Estados Unidos a la cabeza– decidieron mantener los planes de estímulo vigentes, otras potencias europeas presentaron programas de ajuste fiscal significativos. Alemania tomó medidas para reducir el déficit fiscal en 86.000 millones de euros (2,6% del PIB) hacia el 2014. Gran Bretaña también anunció medidas para reducir escalonadamente el déficit, desde los €180.000 millones (11% del Producto) que alcanza en la actualidad hasta lograr el equilibrio fiscal en 2015. Por su parte, Francia planteó decisiones, entre las que se encuentra un aumento en la edad jubilatoria, para reducir el déficit fiscal desde el 8% del PIB actual a un 6% en 2011 y 3% en 2013. España prevé una reducción del déficit en 8 puntos del Producto en los próximos tres años e Italia una contracción de 1,2 puntos porcentuales del PIB en dos años. En el mismo sentido se conocieron los significativos planes de ajuste fiscal previstos en Grecia, Irlanda y Portugal.

El Fondo Monetario Internacional, en un estudio publicado en el informe *World Economic Outlook* de Octubre de 2010, sostiene que un ajuste fiscal de 1% del Producto en un país avanzado genera típicamente una reducción del PIB de 0,5% en los dos años siguientes. Sin embargo, dicho estudio también sostiene que cuando el ajuste es encarado simultá-

neamente por numerosas economías de gran tamaño, como en el caso actual, el efecto negativo sobre el PIB puede llegar a duplicarse. Esto es así porque a la menor demanda interna generada por la reducción del gasto público o el aumento de impuestos en el propio país, se suma la menor demanda externa provocada por la adopción de las mismas medidas en los socios comerciales. Este “efecto derrame” que existe en el ámbito de la política fiscal hace especialmente peligrosa la implementación de contracciones fiscales de manera simultánea por varias economías desarrolladas y genera incertidumbre en ciertos analistas sobre la velocidad de recuperación de la economía mundial.

Así como existen diferencias entre los países desarrollados, con Estados Unidos por un lado y varias naciones europeas por el otro, también hay divergencias entre ellos y las principales economías emergentes. En este caso, las discusiones se concentran en materia de política cambiaria, hasta tal punto que importantes autoridades, analistas y funcionarios, están hablando de la existencia de una “guerra cambiaria mundial”. En efecto, los países utilizarían la política cambiaria para intentar, a partir del debilitamiento de sus monedas, ganar competitividad externa frente a sus socios comerciales. Sin embargo, la simultaneidad de las medidas conduciría a una elevación de las tensiones en la carrera proteccionista que podría ocasionar represalias internacionales de diversas características (impositivas, comerciales, etc.). Por un lado, los países en desarrollo atribuyen el origen de las presiones cambiarias a las fuertes inyecciones de liquidez que están implementando los países desarrollados para incentivar la actividad económica. En efecto, el creciente diferencial de tasas de interés, sumado al escaso dinamismo registrado en el crecimiento en los países avanzados y a las expectativas de depreciación de la mayoría de las divisas “duras”, condujeron a que un significativo flujo de capitales se orientara hacia las regiones emergentes. Este proceso está impulsando una fuerte apreciación de las monedas de los principales países receptores de estos flujos.

En particular, se estima que, sumando el superávit de cuenta corriente y el ingreso neto de capitales privados, los países emergentes tendrían este año un balance externo superavitario de unos US\$ 670.000 millones. Con el fin de preservar sus sistemas productivos y financieros de los riesgos del ciclo financiero internacional, muchas economías emergentes, toman la decisión de absorber este superávit mediante la compra de divisas por parte de sus bancos centrales, destacándose China, cuya participación representa más del 50% de estas compras. Asimismo, para evitar la apreciación de las monedas domésticas, en diversos países en desarrollo se adoptaron medidas impositivas para desincentivar el ingreso de los capitales.

En resumen, si bien las políticas macroeconómicas adoptadas inicialmente para enfrentar la crisis económica y algunas de las reformas introducidas desde entonces en el sistema de supervisión y regulación financiera constituyen logros significativos, todavía se presentan desafíos importantes a la capacidad de las principales economías mundia-

les de actuar de manera coordinada y cooperativa. Dos temas centrales requerirán especial atención por parte del Grupo de los 20. En primer lugar, deberá evaluarse el impacto sobre la recuperación global del ajuste fiscal encarado por varias economías europeas, incluyendo la adopción de medidas que eviten la interrupción del crecimiento. Por otra parte, se plantean dudas acerca de la posibilidad de diseñar un acuerdo que contemple un rebalanceo de la demanda agregada a nivel global, en el sentido de reducir los déficits externos de determinados países desarrollados, sin desproteger la diversidad de las estructuras productivas de los países emergentes, en un marco de consolidación del sistema financiero internacional.

## III. Actividad Económica

### III.1 Síntesis

*La economía local continúa presentando una expansión de la actividad y consolida su sendero de crecimiento, apuntalada principalmente por el Consumo Privado, fortalecido por multiplicidad de factores, y por el aumento de la demanda externa.*

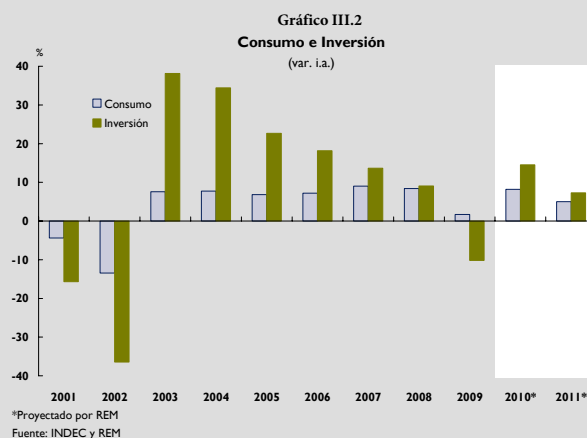
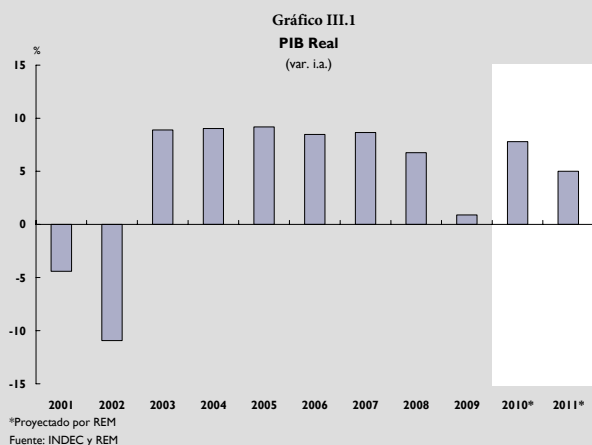
*El consumo de las familias se mantiene como el principal impulsor del avance económico. La mayor confianza de los consumidores, la mejora en las condiciones laborales y el aumento de los ingresos, a partir de las subas salariales y las transferencias gubernamentales, favorecen un alza sostenida del Consumo Privado. La continuidad de las condiciones favorables en los mercados de crédito y de las promociones de las cadenas comerciales en conjunto con las entidades bancarias contribuyen a incrementar el gasto de las familias. En tanto, el Consumo Público crece por encima del promedio de los últimos años.*

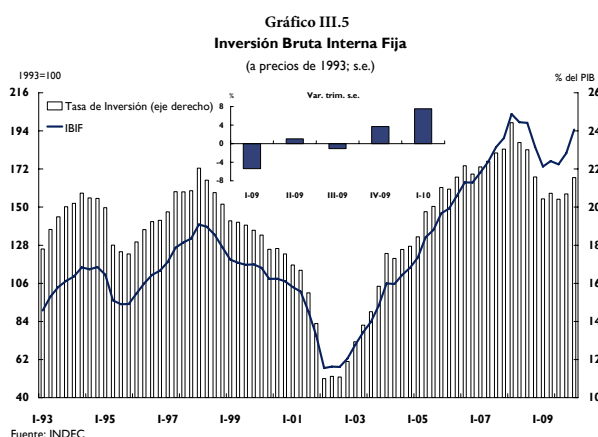
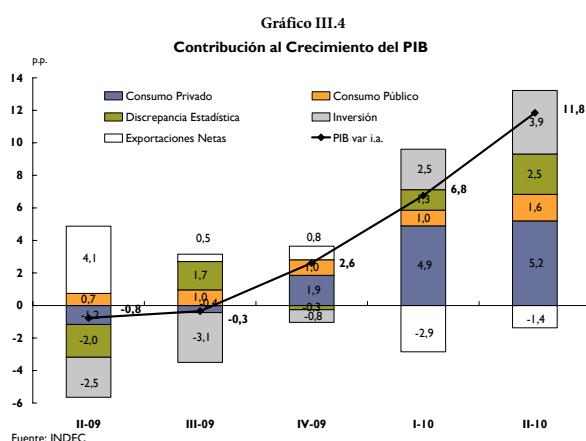
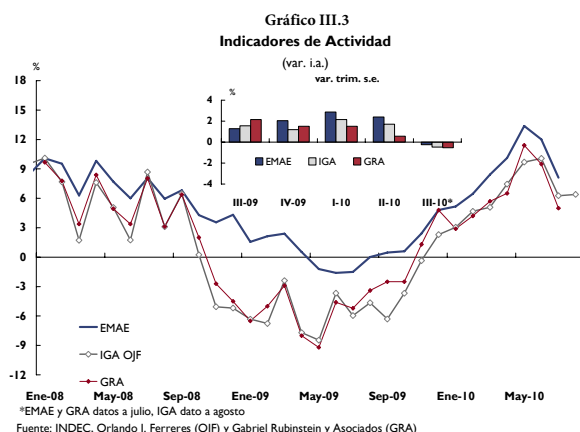
*También la inversión de las empresas sigue elevándose, ante el sostenido incremento de la demanda local y del exterior y la continua mejora de las perspectivas económicas. El aumento se debe en mayor medida a la adquisición de maquinarias y equipos de producción, favorecido por el crecimiento de la industria que opera, en algunos sectores, con la capacidad productiva en niveles cercanos a los valores máximos. La compra de maquinarias se vería favorecida por la reciente implementación por parte del Banco Central de la República Argentina del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario, que ofrece fondos a largo plazo para mejorar la oferta de crédito a la inversión y a la actividad productiva. En tanto, el gasto en construcción muestra también una mejora pero de menor magnitud.*

*El sector externo contribuye negativamente al PIB, pero en menor cuantía que en períodos previos. Si bien las exportaciones están incrementando su ritmo de crecimiento, las importaciones lo hacen con un dinamismo aún mayor, producto de la expansión económica interna y, en particular, por el alza de la inversión.*

*Por el lado de la oferta, tanto la producción de bienes como de servicios siguen en alza. La industria mantiene su desempeño favorable y permanece en niveles productivos elevados. Las condiciones climáticas propicias permiten el normal desenvolvimiento de las tareas agrarias mientras que la producción pecuaria continúa en baja. Asimismo, la construcción está acompañando con una mejora de la actividad sectorial. Con respecto a los servicios, las actividades comerciales y el transporte se incrementan a un ritmo elevado, en línea con la suba en la producción de bienes, mientras que también están creciendo la intermediación financiera y la actividad de hoteles y restaurantes.*

*En este marco, las proyecciones de crecimiento económico siguen incrementándose con relación a las previstas en el **Informe de Inflación** anterior y se ubican sustancialmente por encima de lo esperado a fines del año pasado, en torno al 9%. En tanto, la actividad económica continuaría creciendo en 2011, moderando el ritmo de expansión, si bien se mantendría por encima de la tendencia histórica del país y del crecimiento promedio de la región.*





## III.2 Comportamiento del Gasto

La actividad económica crece a tasas elevadas y finaliza 2010 con un incremento similar al promedio registrado entre 2003-2008. En la segunda mitad del año se mantendría el importante crecimiento, aunque a tasas interanuales más moderadas por el menor aporte del sector agrícola y la mayor base de comparación (ver Gráfico III.3).

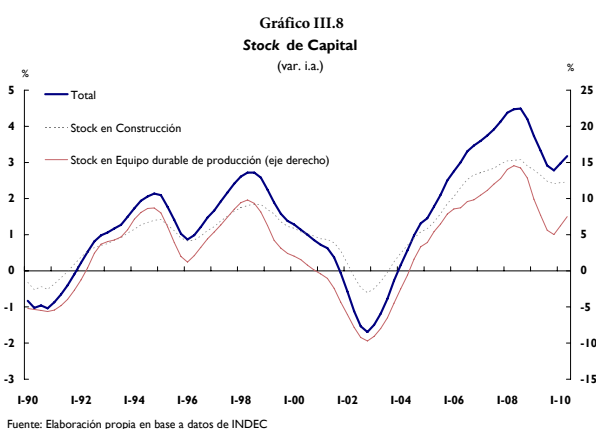
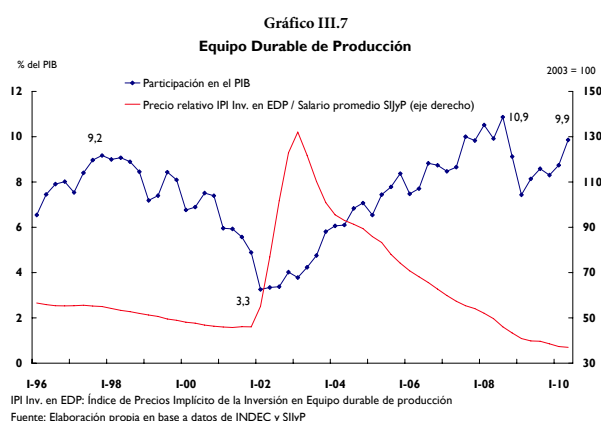
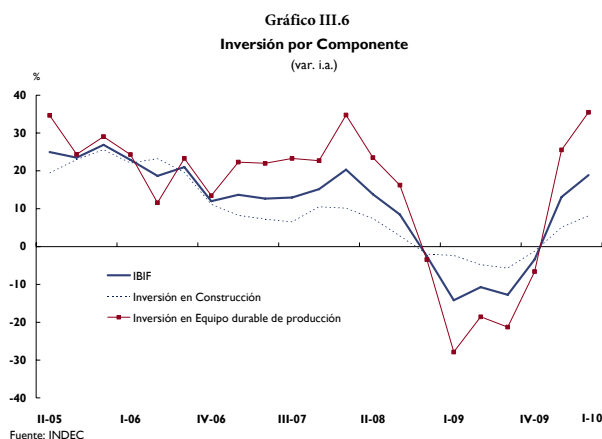
Tanto la absorción interna como la demanda externa impulsaron el aumento de la producción de bienes y servicios finales, aunque en términos netos el aporte del sector externo fue nuevamente negativo (ver Gráfico III.4). El Consumo Privado se constituye en el impulsor primordial del crecimiento a partir de la mejora del mercado laboral, la recuperación de la confianza de las familias, el constante aumento del crédito y los efectos de los planes implementados por el Gobierno para paliar la situación de los grupos sociales más vulnerables.

Por su parte, la inversión se recupera de la retracción exhibida durante 2009. En lo que va del año se convirtió en el agregado de mayor crecimiento impulsado por el aumento del gasto en maquinarias y, en menor medida, de la construcción, que lentamente retorna a niveles similares a los del bienio 2007/2008. Las favorables perspectivas macroeconómicas y la mejora de las actividades industriales y agropecuarias serían los principales sostenedores, a lo que se le suma la reactivación de proyectos inmobiliarios. En tanto, el sector externo continúa contribuyendo negativamente a la expansión del Producto ante un incremento de las importaciones superior al de las ventas externas.

En función del presente escenario se espera que la economía se expanda en torno al 9%, en línea con lo previsto en la adecuación del Programa Monetario 2010. Para 2011 se prevé una expansión más moderada, tal como se proyecta para otras economías emergentes, manteniéndose por encima de la tendencia histórica del país.

## Inversión

El empuje del consumo interno y la velocidad de recuperación de la demanda externa repercuten en el uso intensivo de la capacidad instalada en muchos sectores. En este escenario, la perspectiva de mayores ventas futuras constituye una base para la nueva expansión de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) y forja una ampliación de la frontera de posibilidades de producción de la econo-



mía permitiendo un escenario de crecimiento sostenible en el mediano plazo (ver Gráfico III.5).

Más específicamente, el mayor gasto de las empresas se dirige en gran medida a la adquisición de maquinarias y equipos de producción, principalmente de origen importado, favorecido por el crecimiento de los sectores productores de bienes (ver Gráfico III.6). De hecho, las importaciones de bienes de capital y sus partes se ubican en los niveles históricamente más elevados y se espera que sigan creciendo (ver Gráfico III.7).

La incorporación de bienes de capital al proceso productivo también se vería alentada por la implementación de la línea de créditos del bicentenario, a través de la cual el BCRA ofrece fondos a largo plazo para sostener la oferta de crédito a la inversión y a la actividad productiva con un costo financiero total fijo en pesos (ver Sección VII). La línea se enfoca especialmente en las pequeñas y medianas empresas que enfrentan dificultades en el desarrollo de sus actividades por la dificultad de acceso al crédito<sup>4</sup>.

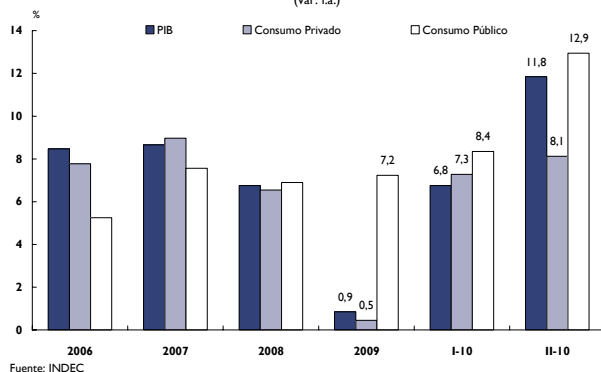
Por su parte, el gasto en construcción en el corriente año permitió revertir la caída y alcanzar un nuevo récord histórico en la generación de valor agregado por parte del sector. La mejora se verifica en todos los bloques, liderada por la mayor obra pública y por la edificación con fines comerciales y de vivienda, así como las construcciones petroleras. Para 2011 se prevé que la dinámica del sector continúe motorizada en buena medida por la inversión pública, principalmente a través de obras de infraestructura. En tanto, se espera que la inversión privada en construcción modere su expansión debido a la madurez alcanzada por el sector inmobiliario y una relación valor de mercado-costos no tan favorable.

Como resultado, el stock de capital de la economía habría acelerado su crecimiento en 2010 a partir de la suba de la inversión neta<sup>5</sup>. Durante el segundo trimestre del presente año estimamos que el acervo de capital habría crecido 3,2% interanual (i.a.), elevándose 0,4 puntos porcentuales (p.p.) por encima de comienzos de año (ver Gráfico III.8). La mayor velocidad de crecimiento refleja también el incremento de la Tasa de Inversión, que se ubica en torno a 22% del PIB (22,6% en términos desestacionalizados), nivel similar al registrado durante

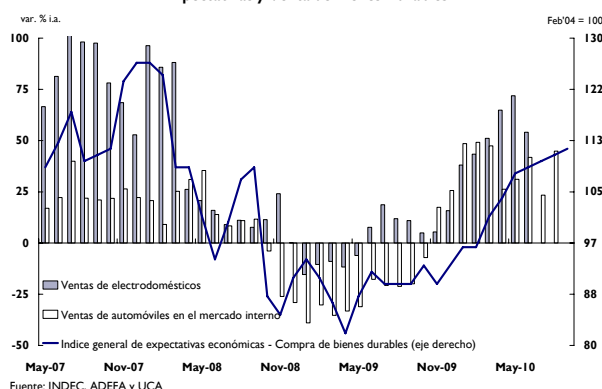
<sup>4</sup>Sectores como alimentos y bebidas, agroindustria, metalmecánica, materiales de construcción, autopartes, siderurgia, textil y medicamentos, entre otros, se han beneficiado en la primera licitación de fondos.

<sup>5</sup> Considerando una depreciación implícita del 5% del stock de capital.

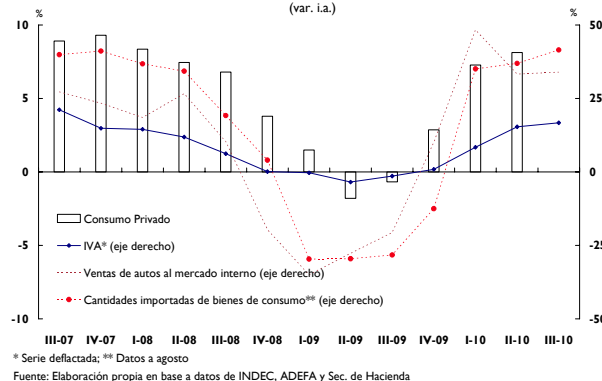
**Gráfico III.9**  
**Crecimiento del PIB y del Consumo**  
(var. i.a.)



**Gráfico III.10**  
**Expectativas y Venta de Bienes Durables**



**Gráfico III.11**  
**Indicadores de Consumo**  
(var. i.a.)



2007 pero lejos todavía de los máximos logrados en 1977 y 1980 (26,4% del PIB).

## Consumo

El Consumo Privado se mantiene como el principal impulsor del crecimiento del Producto (ver Gráfico III.9). La trayectoria de este componente de la demanda agregada reconoce una multiplicidad de factores que lo sustentan. Entre ellos se puede contar la recuperación de la confianza de los consumidores según la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT; que volvió a ubicarse en terreno optimista tras dos años), la mejora en las condiciones laborales, en términos del crecimiento del empleo conjuntamente con un importante aumento de los salarios, y las mayores transferencias públicas al sector privado.

La continuidad de las condiciones favorables en los mercados de crédito y de las promociones de las cadenas comerciales, en conjunto con las instituciones financieras contribuye asimismo a incrementar el gasto de las familias (ver Gráfico III.10). En particular, en la segunda mitad del año se observa un fuerte crecimiento de las financiaciones al consumo, tendencia que se mantendría y que determinaría un mayor endeudamiento de las familias tras el retroceso observado entre 2009 y 2008 (ver Sección VII y Boletín de Estabilidad Financiera II-10).

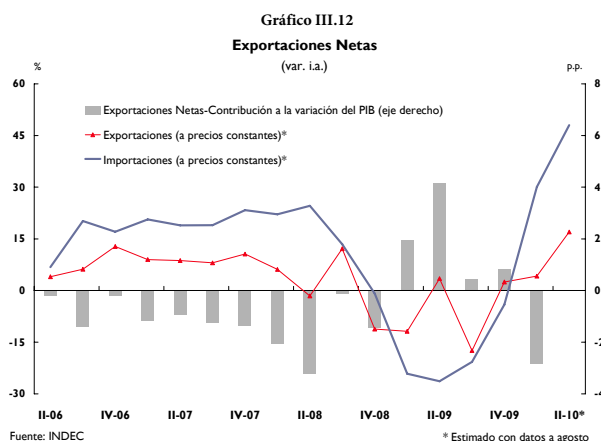
El comportamiento del Consumo Privado tracciona además ciertos rubros de importaciones de bienes, especialmente a las compras de automóviles. Asimismo, se observa un incremento de las ventas de supermercados y centros de compras en consonancia con el aumento del gasto de las familias (ver Gráfico III.11).

En tanto, el Consumo Público gana dinamismo, y acelera su expansión en relación a los períodos previos. Una parte de este crecimiento estaría relacionado con una mayor incorporación de agentes en la planta pública (ver Sección IV).

## Exportaciones Netas

El sector externo sigue mostrando una contribución negativa al PIB. En particular, las exportaciones medidas en cantidades están incrementando su ritmo de crecimiento a partir de la salida de la cosecha correspondiente a la campaña 2009/2010 y de la continuidad del aumento de las ventas de productos industriales, respuesta





en buena medida a la mayor demanda proveniente de Brasil (ver Gráfico III.12).

De todos modos, la expansión de la actividad económica local, conjuntamente con el aumento del ingreso interno impulsa a las importaciones, que crecen con un dinamismo aún mayor al que muestran las exportaciones. El incremento de las compras externas se da a tasas elevadas en todos los rubros relevados.

Como resultado de lo anterior, se proyecta que las Exportaciones Netas aporten negativamente a la suba del Producto durante 2010, situación que se repetiría en 2011.

### III.3 Comportamiento de la Oferta

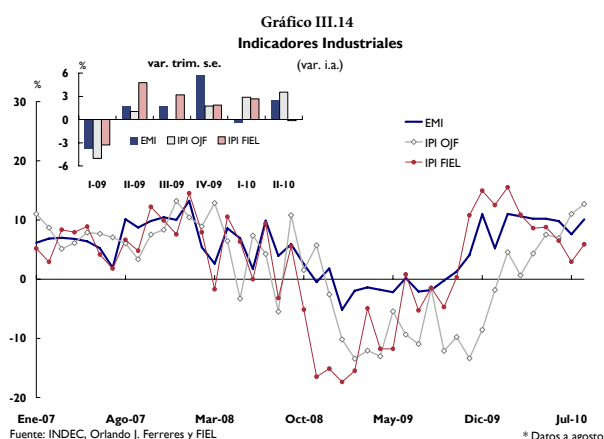
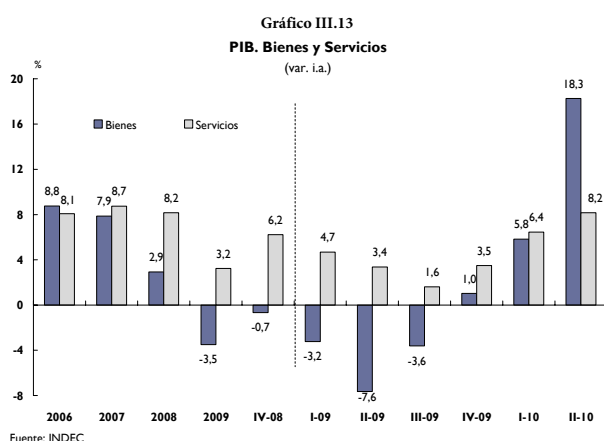
En lo transcurrido del segundo semestre de 2010, la actividad económica local sigue en aumento, impulsada tanto por el incremento en la producción de bienes como de servicios. El ritmo de expansión sería más balanceado que el observado en el primer semestre cuando el importante crecimiento del sector agropecuario, sumado a la continuidad de la suba en la industria, imprimió una mayor dinámica sobre los bienes (ver Gráfico III.13).

Hacia adelante, el incremento en la producción de bienes sería liderado por la industria, mientras que se reduciría el impacto del sector agropecuario y de la construcción. Por su parte, los servicios continuarían creciendo y en niveles elevados, favorecidos por las actividades comerciales y el transporte, así como por la intermediación financiera y los hoteles y restaurantes.

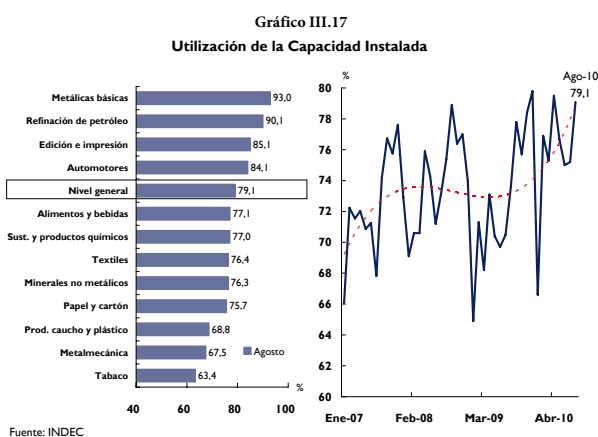
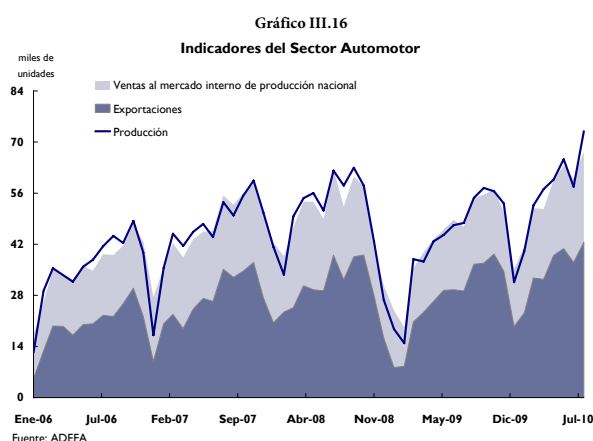
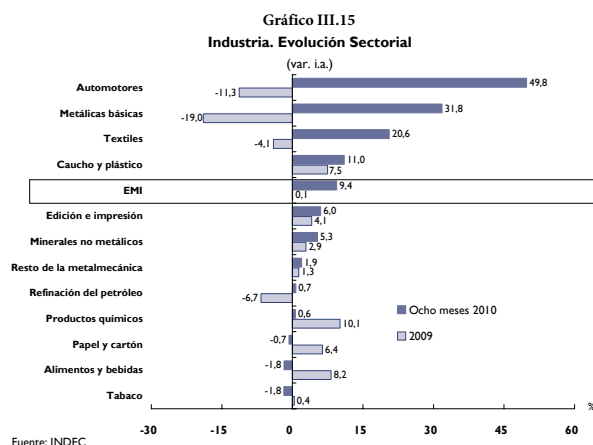
Para 2011 se prevé un menor ritmo de expansión, ante la reducción del aporte del sector agrícola por la estabilización de la producción, y de los bienes en general, dada la mayor base de comparación. En tanto, se espera que los servicios sigan ganando dinamismo y sean los principales impulsores de la actividad.

#### Industria

La producción manufacturera crece a un ritmo elevado, a pesar de la estrechez energética observada en algunos meses, estimulada por el aumento de la demanda del exterior y el sostenido incremento del consumo de las familias. De este modo, la industria se mantiene como uno de los sectores impulsores del avance de la economía, tendencia que se prevé se mantenga en los meses próximos (ver Gráfico III.14).







En lo que respecta a los sectores industriales, se evidencia una heterogeneidad en el comportamiento, siendo más intensa la actividad de los automotores y las metálicas básicas, diferenciándose del resto (ver Gráfico III.15). La producción de autos creció con fuerza en el tercer trimestre, alcanzando un nuevo récord productivo asociado al proceso inversor y a las aperturas de nuevas plataformas. Las exportaciones siguieron impulsando al sector, particularmente aquellas con destino a Brasil, mientras que también fueron relevantes las ventas de producción nacional al mercado local, que superaron ampliamente las cifras de 2009 y de los años previos a la crisis (ver Gráfico III.16). Este año se destacó el dinamismo, en producción y exportaciones, de biodiesel, resultante de las inversiones realizadas en el sector (ver Apartado 2).

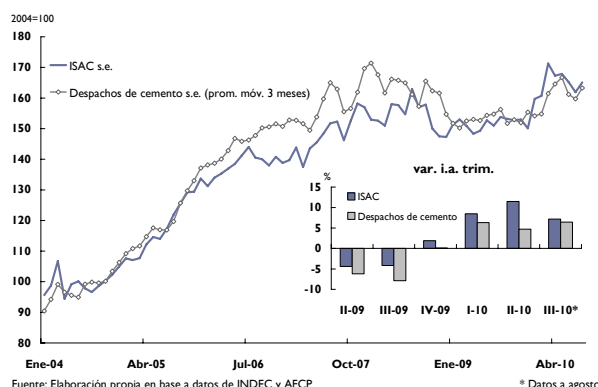
Asimismo, las industrias metálicas básicas acumulan un crecimiento superior al promedio de la industria en el año, al igual que los artículos textiles y los productos de caucho y plástico (insumos, entre otros, del sector automotor). En tanto, la etapa ascendente del ciclo y la menor transabilidad impulsan a las actividades de ediciones e impresión, mientras que los minerales no metálicos como pisos y revestimientos cerámicos, ladrillos y cementos, se ven favorecidos por el avance de la construcción.

A diferencia de los meses previos, la industria alimenticia creció en el tercer trimestre, ante la incorporación de los granos de la nueva cosecha para su procesamiento. El alza de la molienda de cereales y oleaginosas impulsó el aumento del sector, acompañada por la mejora de la industria láctea y las carnes blancas. Hacia adelante se prevé que los alimentos sigan ganando dinamismo, compensando la desaceleración por la mayor base de comparación de ciertos sectores, permitiendo mantener en niveles elevados el crecimiento de la industria en general.

La dinámica productiva ubicó el nivel general de la utilización de la capacidad instalada (UCI) en torno a los máximos de 2007 y 2008, aunque con heterogeneidades entre sectores (ver Gráfico III.17). Particularmente, la industria automotriz alcanzó en los últimos meses un nuevo máximo de la UCI, al igual que los textiles y edición e impresión.

En 2011, se espera que continúe el desempeño favorable de la industria siguiendo el ritmo de crecimiento de la demanda agregada.

Gráfico III.18  
Indicadores de la Construcción

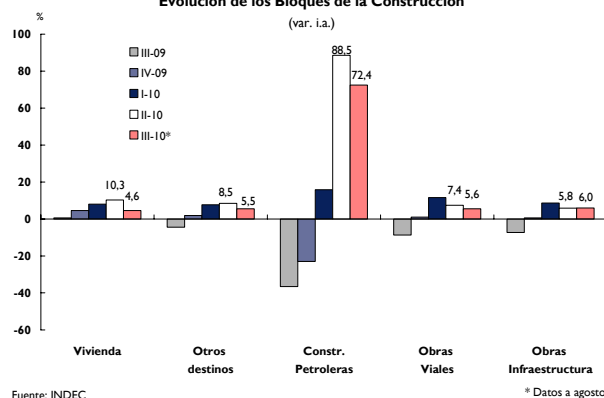


## Construcción

La construcción muestra una evolución favorable desde inicios de año, por encima de lo previsto con anterioridad. Se espera que este desempeño continúe en los próximos meses, manteniéndose en niveles históricamente elevados (ver Gráfico III.18).

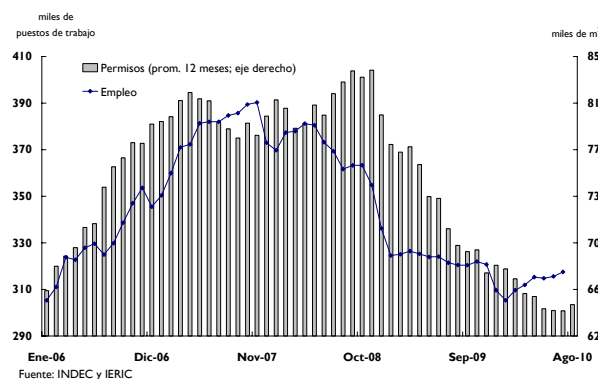
Con referencia a los distintos bloques de la construcción, todos exhiben un aumento de la actividad en lo que va del año en relación a igual período de 2009. No obstante, presentan un desempeño desigual en el tercer trimestre, con un repunte en los últimos meses de las construcciones vinculadas en mayor medida al sector público. Las obras de infraestructura y las viales retomaron el dinamismo, reflejado en el aumento de los despachos de asfalto y de cemento (ver Gráfico III.19). En tanto, las viviendas, las construcciones destinadas a fines comerciales e industriales y las obras petroleras redujeron el ritmo de crecimiento interanual.

Gráfico III.19  
Evolución de los Bloques de la Construcción  
(var. i.a.)



Acompañando a la evolución sectorial, el empleo en la construcción sigue recuperándose desde principios de 2010, si bien todavía se ubica en niveles inferiores a los del año pasado. Los indicadores que dan cuenta de las perspectivas comienzan a dar señales favorables, por lo que podría continuar la tendencia positiva en la creación de empleo. Los permisos de edificación, aunque acumulan una reducción en el transcurso de 2010, mostraron en agosto un crecimiento interanual (ver Gráfico III.20). Asimismo, la encuesta cualitativa a los empresarios del sector muestra resultados alentadores, previendo una mejora de la actividad tanto quienes realizan principalmente obras públicas como los que ejecutan en mayor parte construcciones privadas.

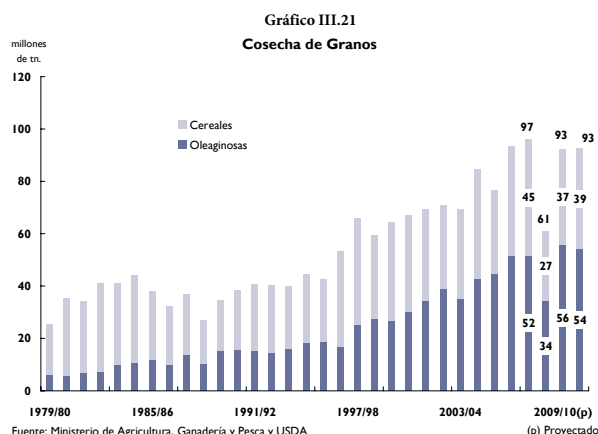
Gráfico III.20  
Indicadores del Sector de la Construcción



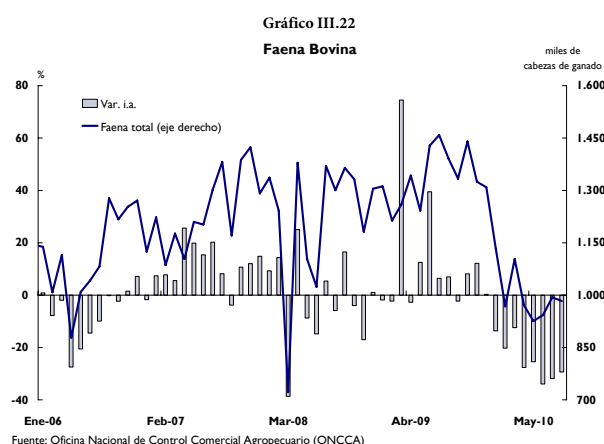
Para 2011, se espera que la actividad crezca en forma moderada. La mayor inversión en obra pública impulsaría al sector, mientras que, dados los márgenes de rentabilidad acotados, se prevé un menor estímulo por parte de la inversión privada.

## Sector Agropecuario

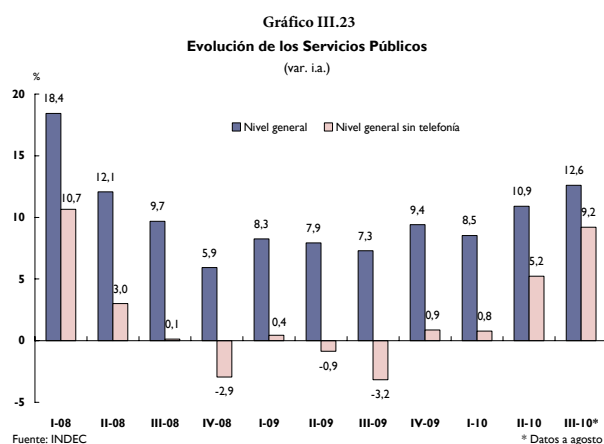
El sector agropecuario mantiene su heterogeneidad al interior de la rama: continúa la evolución favorable de la producción agrícola, mientras que en el sector pecuario, si bien persiste una reducción de la actividad, se está recomponiendo la capacidad productiva.



Las condiciones climáticas propicias permiten el normal desenvolvimiento de las tareas agrarias, luego de la próspera campaña 2009/10. La implantación del grano fino<sup>6</sup> del ciclo 2010/11 está finalizando, observándose una suba en torno al 20% de la superficie sembrada de trigo con respecto a la del ciclo anterior (un mínimo histórico). De este modo, se prevé un aumento de la producción a obtener de este cereal, a partir del buen estado general de los cultivos. En tanto, las primeras proyecciones de siembra del maíz y de la soja también son alentadoras, previéndose nuevamente cosechas en torno a las obtenidas en la campaña 2009/10. No obstante, los resultados finales estarán supeditados a los riesgos climáticos (ver Gráfico III.21).



La actividad en el sector pecuario mantiene su tendencia a la baja, acumulando una fuerte caída de la faena con respecto al año pasado, momento en que alcanzó un récord histórico. La gran sequía que afectó a las principales zonas productoras entre mediados de 2008 y 2009 forzó a los ganaderos a liquidar gran parte del rodeo y una proporción elevada de vientres, generando la escasez actual de hacienda para enviar al matadero. Al recuperarse las condiciones climáticas, y sobre todo la rentabilidad por los precios récord, se estaría reduciendo la cantidad de animales enviados a faena por la necesidad de recomponer la capacidad productiva. La recomposición de los rodeos se ve reflejada en la estabilización de la proporción de hembras faenadas por debajo de los máximos previos (ver Gráfico III.22 y Sección VIII).

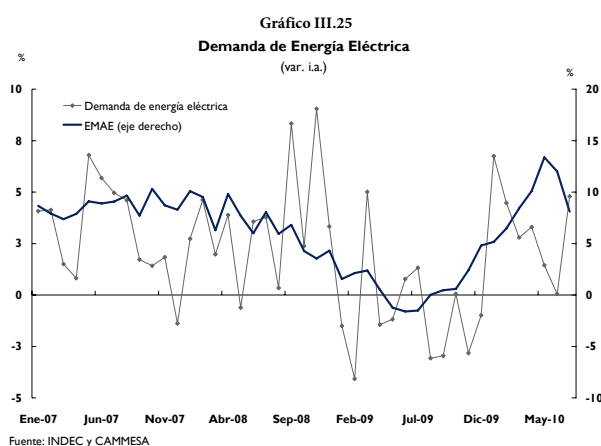
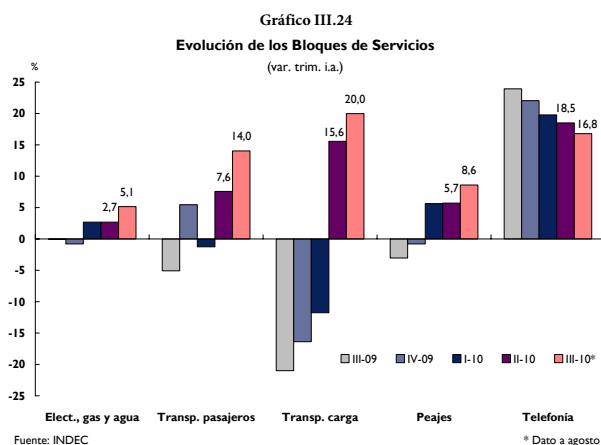


Por su parte, la producción de leche muestra una mejora en relación a los niveles obtenidos el año pasado (con una suba de 0,7% i.a. en agosto). Las condiciones favorables de humedad en los suelos en la mayoría de las cuencas productoras, que permiten el desarrollo de las pasturas, hace prever que se mantenga la tendencia positiva a futuro. En tanto, se adiciona como factor positivo el aumento de los precios en los mercados internacionales, que incrementa la rentabilidad del negocio.

### Servicios Públicos

El consumo de servicios públicos sigue aumentando con fuerza y manteniéndose en niveles históricamente elevados. El crecimiento de la producción de bienes y del gasto interno está acelerando la demanda de servicios, tendencia que se prevé siga en los próximos meses, convir-

<sup>6</sup> La cosecha de granos finos está compuesta por trigo, cebada cervecera, avena, cebada forrajera, centeno y alpiste. La cosecha de granos gruesos está compuesta por maíz, arroz, mijo, girasol, soja y sorgo granífero.



tiendo al sector en el principal impulsor de la actividad (ver Gráfico III.23).

La telefonía continuó motorizando el crecimiento de los servicios, a partir de la sostenida suba del uso del celular, fomentada por el avance tecnológico y la innovación en diversas aplicaciones. El resto de los servicios también crece, acelerando el ritmo de expansión en los últimos meses, a partir del mayor aporte del transporte (ver Gráfico III.24).

En particular, el transporte de carga y el tránsito de vehículos por rutas con peajes exhiben un fuerte incremento (20% interanual acumulado en el tercer trimestre), impulsados por el aumento de las actividades comerciales, ante el crecimiento de la industria y de las cantidades del comercio exterior. El transporte de pasajeros creció como consecuencia de los flujos turísticos tanto locales como internacionales, con una fuerte alza del tráfico aéreo internacional. Esta situación se vio reflejada en el aumento del sector hotelero y de los restaurantes. En tanto, la demanda de electricidad, gas y agua sigue creciendo interanualmente, con un menor componente de consumo de gas residencial ante las mayores temperaturas y mayor demanda del sector industrial (ver Gráfico III.25).

## Apartado 2 / El auge de la industria argentina de biodiesel y sus principales impactos económicos

El rápido desarrollo de la industria argentina de biodiesel en los últimos años permitió que nuestro país se posicionara en un corto plazo como un importante productor y exportador a nivel mundial en el mercado de los biocombustibles. En el ámbito interno, el fuerte proceso inversor detrás de este fenómeno generó una serie de transformaciones con impactos tanto a nivel sectorial, modificando la estructura de negocios de la cadena productiva de la industria aceitera, como a nivel agregado, repercutiendo sobre los flujos de comercio exterior y la generación de valor en la economía.

Elaborado principalmente a partir de aceites vegetales, el biodiesel se utiliza puro o en mezclas como sustituto del gasoil en motores de encendido por compresión (diesel). El proceso de producción, conocido como “transesterificación”, es relativamente simple y, dependiendo de los cultivos disponibles en cada región, se realiza a partir de distintas materias primas, como aceite de palma (Sudeste asiático), aceite de colza (Europa) y aceite de soja (Sudamérica). Los principales productores son, por un lado, la Unión Europea (UE), Estados Unidos y Brasil, que consumen internamente la mayor parte de lo que producen, y por otro lado Argentina, que destina a la exportación un alto porcentaje de su producción local.

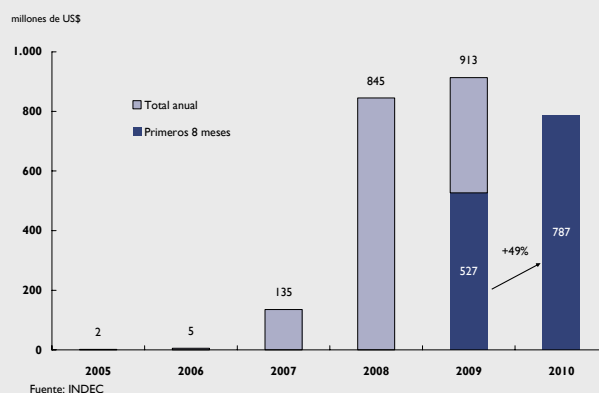
En nuestro país predomina la elaboración a base de aceite de soja, y fueron las grandes aceiteras nacionales y extranjeras las que lideraron el desarrollo inicial de la industria, construyendo plantas de escala mundial, con tecnología de punta, enfocadas principalmente al mercado de exportación. Las primeras instalaciones de envergadura comenzaron a operar en 2007 y luego se sumaron otras firmas productoras independientes, de diverso tamaño. De acuerdo a un estudio sectorial, a fin de 2009 alrededor de la mitad de la capacidad productiva correspondía a las aceiteras, y el resto a firmas independientes, que deben comprar la materia prima<sup>7</sup>.

Argentina cuenta con condiciones óptimas para el desarrollo del sector. Es el tercer productor mundial de soja, y posee una capacidad de molienda anual aproximada de 50 millones de toneladas (tn.), con una producción de aceite de soja de cerca de 7 millones de tn., que además de posicionarlo como el mayor exportador global garantiza una amplia disponibilidad de materia prima para la elaboración de biodiesel. Otro dato positivo es que la mayor parte de la capacidad productiva se encuentra radicada en el polo aceitero alrededor de la ciudad de Rosario (provincia de Santa Fé), que dada su estratégica ubicación geográfica permite a las plantas situarse cerca de instalaciones portuarias en el corazón de la región productora de soja, lo que reduce sustancialmente los costos de transporte y logística.

Como fruto de las fuertes inversiones realizadas, las exportaciones de biodiesel tomaron impulso a partir de mediados de 2007, llegando en 2009 a 1,1 millones de tn., por un valor de US\$913 millones. En 2010 continuó la fuerte expansión, con embarques acumulados por US\$787 millones en los primeros ocho meses del año (ver Gráfico 1). Las ventas externas están dirigidas principalmente a la UE, con Holanda, España e Italia concentrando 90% del total.

Además de las ventajas competitivas naturales que posee el país para esta industria, otro factor que favoreció el rápido desarrollo del sector fue el diferencial existente entre las alícuotas de Derechos de exportación (DE) del aceite de soja y el biodiesel. Mientras que las exportaciones de aceite de soja tributan 32%, desde marzo de 2008 las ventas externas de biodiesel poseen una alícuota efectiva de 16,7%, además de verse beneficiadas por Reintegros a la exportación de 2,5%. De este modo, el diferencial de tributos entre el insumo (aceite) y el producto final (biodiesel) es actualmente de 17,8%, lo que actúa como un incentivo para la elaboración local de este biocombustible.

Gráfico 1 | Exportaciones de Biodiesel



Por su parte, influenciado por la evolución de la cotización internacional del petróleo, el precio de exportación del biodiesel mostró sucesivas subas hasta mediados de 2008, cuando la profundización de la crisis internacional provocó una fuerte corrección. A partir de entonces, el precio tendió a estabilizarse, alcanzando un valor *Free on Board* (FOB) promedio de US\$870 por tonelada en el primer semestre de 2010.

En relación al marco normativo para el mercado doméstico, en 2006 se sancionó la Ley de Biocombustibles (N° 26.093), destinada a promover el desarrollo de un mercado de energías alternativas para consumo interno, estableciéndose cortes obligatorios mínimos de 5% de biodiesel en el gasoil y de 5% de etanol en las naftas a partir de 2010. Para ese entonces la industria mundial de biocombustibles tenía cierta magnitud, y los grandes centros de consumo (Europa y Estados Unidos)

<sup>7</sup> Cámara Argentina de Energías Renovables (CADER): “Estado de la Industria Argentina de Biodiesel”, septiembre de 2009.

habían establecido diversas metas para la introducción de combustibles alternativos en sus matrices energéticas.

En febrero de 2010 se reglamentó el reparto de los cupos de biodiesel para abastecer al corte obligatorio a nivel nacional, y se estableció la fórmula de cálculo para determinar mensualmente el precio al cual los productores venderán el biodiesel a las refinadoras de combustibles, que son las encargadas de realizar la mezcla<sup>8</sup>. Posteriormente, en julio se dispuso incrementar el corte obligatorio a 7% en el gasoil, efectuándose una asignación adicional de cupos entre las empresas<sup>9</sup>. En la actualidad existen 23 firmas incluidas en el reparto de cupos, que para 2010 cuentan con una capacidad de producción estimada de 2,49 millones de tn.. El volumen total asignado para cumplir con el corte obligatorio en 2010 es de 1,07 millones de tn., lo que dejaría una capacidad excedente de 1,42 millones de tn. disponible para atender los compromisos de exportación.

En línea con el espíritu de la Ley de Biocombustibles, el reparto del corte obligatorio privilegió a las pequeñas y medianas empresas (PyMEs), que lograron aplicar prácticamente la totalidad de su capacidad instalada. Las grandes aceiteras, en tanto, aplicarían menos de 25% de su producción al mercado nacional, permitiéndoles enfocarse al mercado de exportación, donde mantienen claras ventajas competitivas en relación al resto de los países productores. También, cabe señalar que el precio interno, determinado por la Secretaría de Energía, hace que actualmente sea más ventajoso destinar la producción a abastecer el corte obligatorio que a la exportación beneficiando a las PyMEs (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Precios del Biodiesel



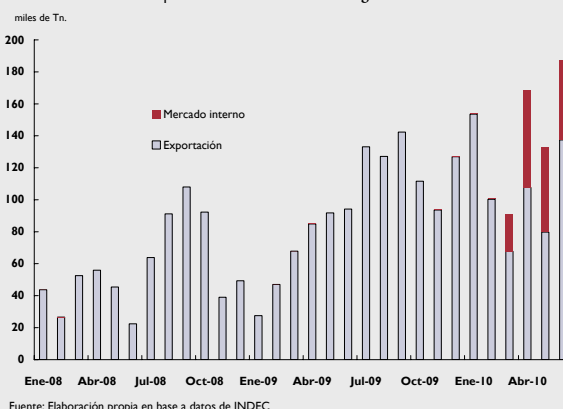
Al interior de la cadena productiva de la industria aceitera, la elaboración de biodiesel representa una oportunidad de agregar mayor valor a la producción. En las condiciones actuales, la venta de este producto (al mercado interno y al exterior) resulta para las grandes empresas más rentable que la exportación de aceite. Asimismo, facilita la diversificación de productos y de clientes para el sector, dada las diferencias que existen entre los principales mercados de aceite de soja y de biodiesel. En este sentido, la exportación de este biocombustible fue tomada como una alternativa frente a la reducción temporaria

de las importaciones de aceite argentino por parte de China en marzo de 2010.

Por otra parte, el auge del sector provocó una serie de cambios en la estructura del comercio exterior. En primer término, se destaca la propia irrupción de los embarques de biodiesel, que resultaron un componente dinamizador de las exportaciones industriales en los últimos años<sup>10</sup> y superan actualmente las ventas externas de otros productos más tradicionales como los lácteos, los cueros, los textiles y la harina de trigo, en tanto que equivalen a la mitad de las exportaciones de petróleo crudo. Sin embargo, la expansión de la producción de biodiesel se dio a expensas de una limitación del saldo exportable de aceite de soja. En efecto, hasta 2005 cerca de 95% de la producción de aceite de soja tenía como destino la exportación, porcentaje que comenzó a disminuir a partir del creciente consumo de las refinadoras de biodiesel. Así, se estima que en 2010 se exportará alrededor de 70% de la producción local de aceite. Este reemplazo de ventas externas de aceite de soja por exportaciones de biodiesel tiene un efecto marginal sobre la generación de divisas por exportaciones, dada la diferencia entre los precios de exportación de ambos productos (7% en promedio en 2010) y la relación de rendimiento físico del proceso productivo.

A su vez, la introducción en 2010 del corte obligatorio de biodiesel en el gasoil consumido internamente restringe la capacidad de crecimiento de las ventas externas de biodiesel (ver Gráfico 3). No obstante, este impacto es compensado por una reducción de las necesidades de importación de gasoil de similar magnitud.

Gráfico 3 | Destino de la Producción Argentina de Biodiesel



En resumen, el rápido desarrollo de la industria de biodiesel en nuestro país a lo largo de los últimos años trajo aparejado diversas transformaciones tanto al interior de la cadena productiva de la soja como sobre la economía en su conjunto. Se espera que dichos efectos tengan una importancia más significativa a medida que continúe la expansión del sector, que sigue inmerso en un proceso inversor de crecimiento de la capacidad instalada.

<sup>8</sup> Resolución N° 7/2010 de la Secretaría de Energía.

<sup>9</sup> Resolución N° 554/2010 de la Secretaría de Energía.

<sup>10</sup> Las ventas externas de biodiesel se registran dentro del agrupamiento Productos químicos y conexos, por lo cual están clasificadas como Manufacturas de origen industrial (MOI).

## IV. Empleo y Salarios

### IV.1 Síntesis

El fuerte crecimiento económico y las perspectivas macroeconómicas favorables impulsaron la creación de nuevos puestos de trabajo. La consolidación de la mejora del mercado laboral llevó los niveles de desempleo por debajo de los registrados en 2008.

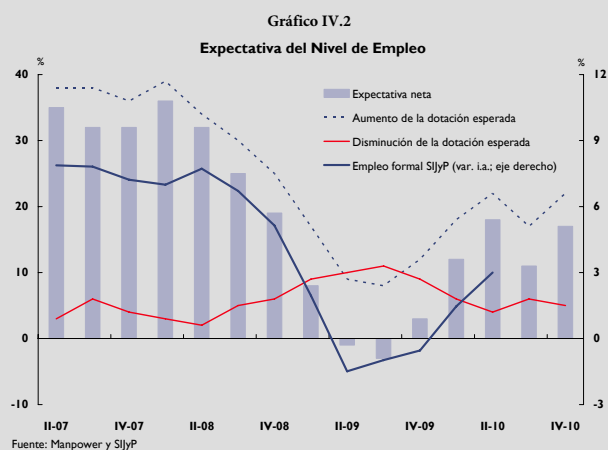
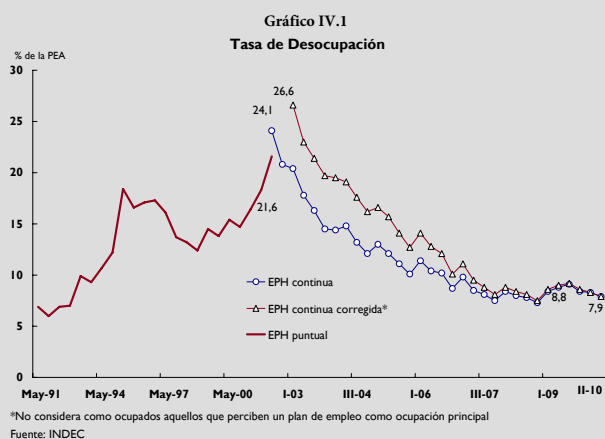
La Tasa de Desocupación se ubicó en el segundo trimestre del año en un nuevo mínimo con respecto a los registros de la última década. La mayor creación de puestos de trabajo fue la principal causante de la reducción del desempleo en un contexto donde la fuerza laboral creció levemente. Luego de cuatro trimestres consecutivos de caída, la Tasa de Empleo se incrementó hasta 42,5%. Entre abril y junio los resultados sobre la calidad de la ocupación han sido heterogéneos. Mientras que se acentuó la creación empleos plenos y se redujo la subocupación, el empleo informal registró una leve suba.

En tanto, el empleo formal consolidó su recuperación en el segundo trimestre de 2010 acompañando la mejora de la actividad económica. Los datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP) indican que el empleo formal en el segundo trimestre de 2010 creció 2,7% en relación con el mismo período del año previo.

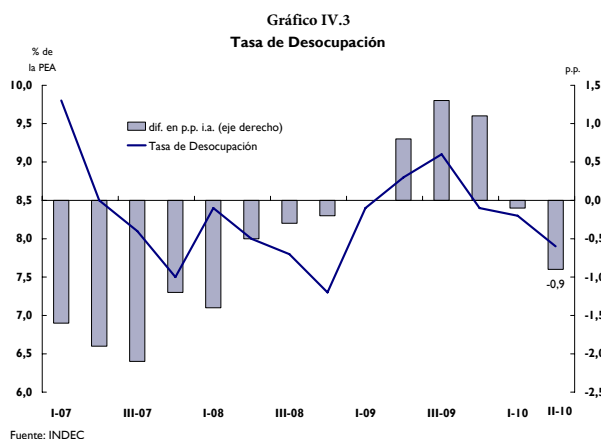
Por su parte, la Tasa de Actividad subió 0,2 p.p. hasta 46,1%, en un marco donde más personas ingresan al mercado laboral aprovechando la mayor probabilidad de conseguir empleo en un contexto de crecimiento económico.

Para el próximo año se prevé que continúe el descenso del desempleo aunque a tasas más moderadas. En un mercado más maduro y consolidado luego del fuerte proceso de crecimiento de los últimos años, es previsible que la demanda de nuevas posiciones laborales se incremente de forma más lenta que en el pasado. En este sentido, las expectativas de empleo y de demanda laboral de distintos relevamientos se ubican en niveles inferiores a los observados en promedio durante el período 2003/08.

En cuanto a los ingresos, en 2010 las negociaciones salariales nominales finalizarán por encima de las alcanzadas durante el año previo. Para el próximo año, los ingresos volverían a elevarse a partir de la mayor participación del trabajo en el Producto y de los ajustes en las transferencias gubernamentales.



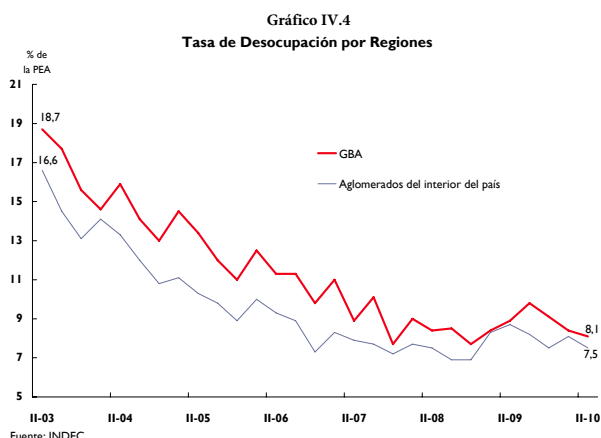




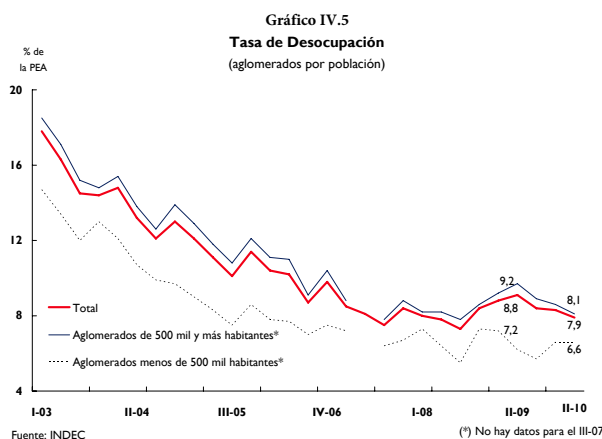
## IV.2 Empleo

El mercado laboral exhibe un fortalecimiento en la creación de nuevos empleos, empujado principalmente por la mayor dinámica de la economía. De este modo, los niveles de desempleo se ubican actualmente por debajo de los observados antes de la crisis internacional.

De acuerdo con los últimos datos disponibles de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), la Tasa de Desocupación fue de 7,9% de la Población Económicamente Activa<sup>11</sup> (PEA) en el segundo trimestre de 2010, situándose 0,9 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de la del año previo y 0,1 p.p. por debajo de la observada en el segundo trimestre de 2008, previo a la profundización de la crisis internacional (ver Gráfico IV.3). Así, los desocupados totales en el segundo trimestre alcanzaron a 898 mil personas en los 31 aglomerados urbanos relevados, situándose por debajo de 900 mil por primera vez desde el año 2008.



La caída del desempleo en relación a un año atrás fue generalizada a todas las regiones, destacándose un mejor comportamiento en los Aglomerados del Interior del País (AIP). En éstos se verificó un descenso interanual del desempleo de 1,2 p.p. -hasta 7,5%-, en un contexto de aumento del empleo, ante la mayor demanda laboral en las actividades conexas con la actividad agrícola, y de estabilidad de la fuerza laboral (ver Gráfico IV.4). En tanto, dentro del Gran Buenos Aires (GBA) la reducción del desempleo fue menor a pesar de verificar un alza de la tasa de ocupación similar, explicada por el incremento de la participación de la población en la fuerza laboral.

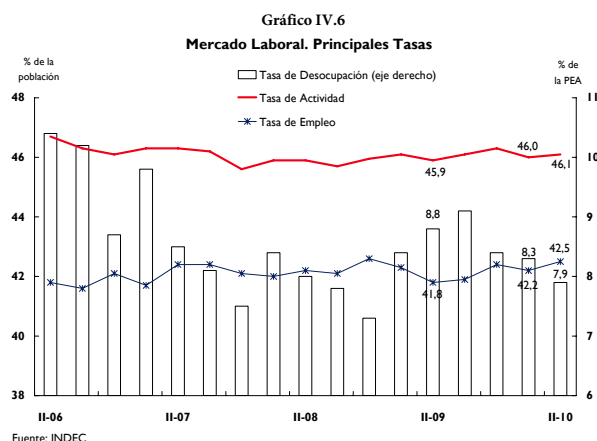


Observando la evolución entre las distintas regiones, se aprecia que el Noreste se mantiene con la menor Tasa de Desocupación (3,7%), seguida por Cuyo y la región Patagónica, en tanto que la región Pampeana evidencia el peor registro (9,2%), influida principalmente por los aglomerados del Gran Paraná y Santa Fe, que exhibieron tasas de 12,2% y 11,4%, respectivamente. Mientras tanto, los aglomerados de Río Gallegos y San Luis muestran las menores Tasas de Desocupación (1,4% y 1,5%, respectivamente). Este tipo de aglomerados de menos de 500 mil habitantes, que representan sólo cerca de 20% de la población total relevada en la EPH, mostraron una tasa de desocupación de 6,6%, inferior a la de los aglomerados con más de 500 mil habitantes, que ascendió a 8,1% (ver Gráfico IV.5).

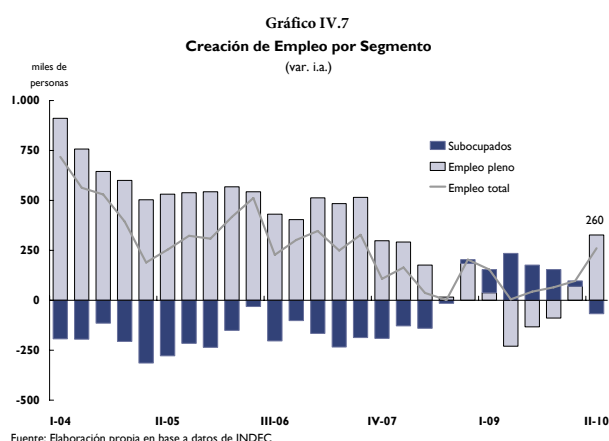
El descenso del desempleo en general respondió principalmente al incremento de la ocupación, en un contexto

<sup>11</sup> Personas en edad de trabajar que se encuentran ocupadas o que buscan activamente trabajo.

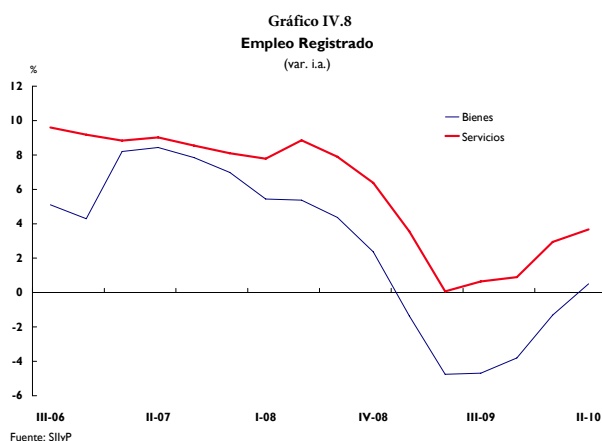




de leve aumento de la fuerza laboral. En particular, la Tasa de Empleo<sup>12</sup> se ubicó en 42,5% de la población, 0,7 p.p. por encima del año pasado (ver Gráfico IV.6). La ocupación totalizó 10,5 millones de personas en los 31 aglomerados relevados por la EPH, 2,5% más que un año atrás. El ritmo de crecimiento de la ocupación fue el más elevado desde el tercer trimestre de 2007 aunque implicó una baja elasticidad empleo-PIB (0,2). Ante la expectativa de una pronta recuperación y la existencia de políticas públicas activas para la protección de las fuentes de trabajo, frente a la profundización de la crisis internacional las empresas decidieron ajustar la intensidad laboral manteniendo en términos generales la dotación del personal empleado. De este modo, en la actualidad el crecimiento de la actividad económica se traduce en mayores incrementos de las horas trabajadas en relación a la creación de nuevos puestos laborales.



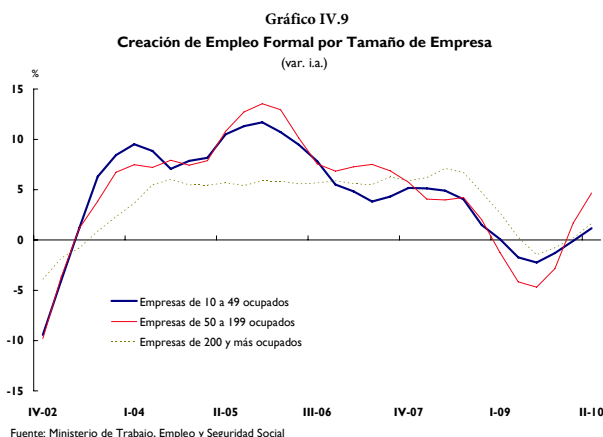
En relación a la calidad del empleo, los resultados del segundo trimestre fueron mixtos. La nota positiva fue la continuidad de la mayor creación de empleos plenos en la economía, que de acuerdo con los datos del INDEC incluso sobrepasó la creación de empleo total, determinando una nueva reducción en la subocupación (ver Gráfico IV.7). En particular, el empleo total se incrementó en 260 mil puestos, como consecuencia de un alza de 327 mil puestos de tiempo completo y una caída de 67 mil puestos de medio tiempo. La mayor creación de empleos plenos se habría concentrado dentro del segmento informal, que había sido el que más fuerte se había ajustado ante la reducción de los niveles de actividad. De este modo, y a pesar del crecimiento del empleo formal, se registró un aumento en la tasa de informalidad de la economía hasta 36,5% de los ocupados asalariados (0,3 p.p. por encima del año pasado).



Por su parte, según datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP), en el segundo trimestre del año el empleo formal mostró un incremento de 2,7% i.a.. Nuevamente el desempeño de los sectores productores de servicios fue el principal impulsor, aunque hay que destacar que por primera vez desde el cuarto trimestre de 2008 el sector productor de bienes aumentó su dotación de ocupados formales en términos interanuales (ver Gráfico IV.8).

En el segundo trimestre del año el crecimiento en los sectores de servicios fue, otra vez, generalizado. La contratación de personal dentro de la Administración Pública siguió siendo uno de los principales segmentos en la creación de empleo formal por cuarto trimestre consecutivo, aunque perdiendo paulatinamente protagonismo

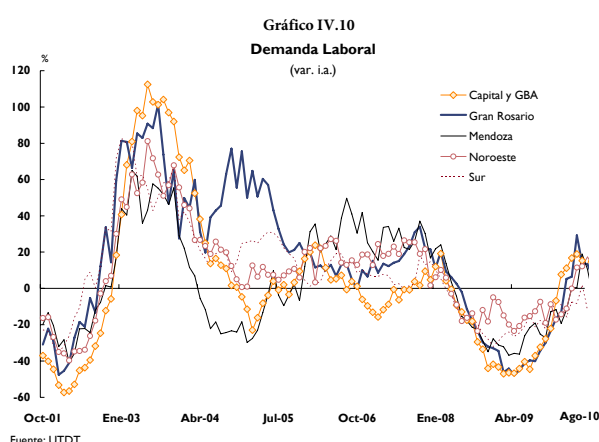
<sup>12</sup> Cociente entre la población ocupada y la población total.



en manos del sector privado. En particular, se han destacado las subas en la cantidad de ocupados en los segmentos de actividades inmobiliarias, comercio, transporte, enseñanza y salud que explicaron más de la mitad del incremento de los servicios. En tanto, del lado de los sectores productores de bienes, la industria fue la que mayores incorporaciones registra en su nómina, aunque aún los niveles de ocupación permanecen por debajo de 2008, mientras que persisten sectores como la construcción que aún presentan bajas en la dotación de personal en forma interanual.

Con respecto al crecimiento de la ocupación por tamaño de la empresa, los datos de la Encuesta de Indicadores Laborales<sup>13</sup> (EIL) revelan que en el segundo trimestre las empresas de tamaño mediano (50 a 199 ocupados) fueron las más dinámicas (ver Gráfico IV.9). En particular, las empresas medianas incrementaron su ocupación en 1,6% en el trimestre y acumulan una suba de 4,7% desde el mínimo observado un año atrás. En el caso de las empresas de menor tamaño (10 a 49 ocupados) la dinámica trimestral también fue positiva al crecer 0,6% trimestral (1,2% i.a.). Por su parte, las empresas de mayor porte (200 o más ocupados) se vieron menos afectadas por la crisis internacional y en la actualidad tienen un registro récord de la ocupación, tras aumentar 1,6% en forma interanual.

La Tasa de Actividad<sup>14</sup> subió 0,2 p.p. hasta 46,1%, en un marco donde más personas ingresan al mercado laboral aprovechando la mayor probabilidad de conseguir empleo, dado el crecimiento económico.



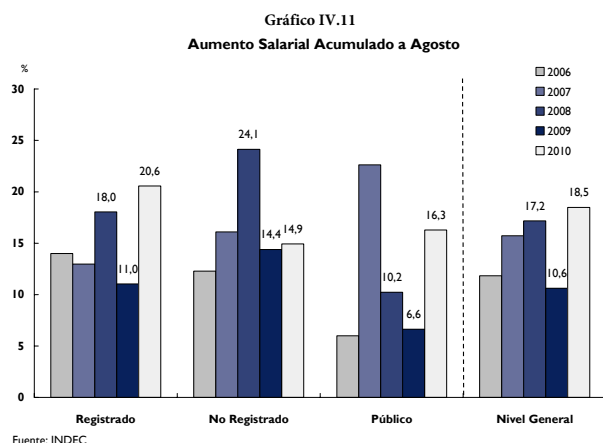
En adelante se prevé que el mercado laboral siga evolucionando favorablemente, acompañando el crecimiento de la actividad económica (ver Gráfico IV.10). Los indicadores de la demanda laboral y las encuestas de expectativas de creación de empleo siguen indicando un aumento de posiciones laborales, aunque a una menor velocidad que en períodos anteriores. De este modo, se proyecta que la Tasa de Desocupación mantenga la tendencia descendente en lo que resta del año y durante el próximo período.

### IV.3 Ingresos

El sostenido crecimiento económico, la mejora del mercado trabajo y el impacto de las políticas públicas laborales, impulsaron la suba nominal de las remuneraciones y de los ingresos familiares.

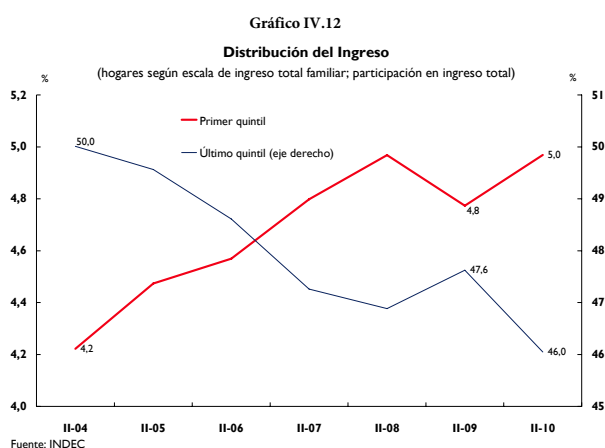
<sup>13</sup> Datos publicados por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

<sup>14</sup> Cociente entre la PEA y la población total.



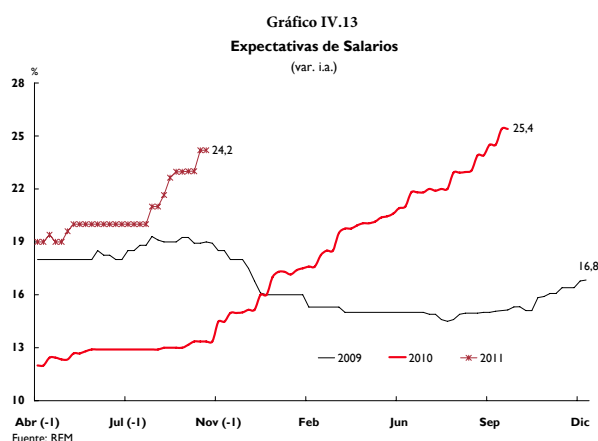
Los salarios nominales aceleraron su crecimiento en el año, impulsados por el sector privado formal. Las negociaciones salariales dieron como resultado incrementos superiores a los de 2008 y 2009, en un mercado de trabajo con altos niveles de ocupación (ver Gráfico IV.11). También en el sector público se elevó el ritmo de crecimiento de las remuneraciones. Contrariamente a lo registrado a inicios de 2010, los salarios del segmento privado informal volvieron a exhibir una fuerte suba, quebrando la tendencia de desaceleración.

Asimismo, tendría un efecto positivo sobre los ingresos familiares el incremento en las transferencias gubernamentales. La AUH registró un aumento devengado en septiembre, al igual que los haberes jubilatorios, impactando directamente sobre los estratos de menores ingresos.



Este tipo de medidas continúan impulsando una mejora en la distribución a favor de los sectores de bajos recursos, que en el segundo trimestre del año volvieron a registrar un incremento de la participación en los ingresos. En efecto, según datos del INDEC, se observa un incremento de la participación del primer quintil desde 2004, alcanzando actualmente 5% del ingreso total, tras haberse ubicado en 4,2% en el segundo trimestre de ese año. En contraposición, la participación en el ingreso total del quintil superior que entonces era de 50%, actualmente se ubica en 46% (ver Gráfico IV.12)

Para 2011, se espera que continúe en alza el ingreso de las familias (ver Gráfico IV.13). La mayor solidez del mercado laboral permitirá que las negociaciones salariales nominales, junto con el incremento en el empleo, generen una mayor participación del trabajo en el ingreso, mientras que persistirían las actualizaciones en las transferencias gubernamentales, más allá de los aumentos en los haberes jubilatorios.



## V. Sector Externo

### V.1 Síntesis

Las exportaciones de bienes continuaron creciendo a un ritmo elevado, prolongando la fase expansiva iniciada en la segunda mitad de 2009. El alza responde principalmente al incremento de las cantidades despachadas, a lo que se suma una moderada suba de los precios de exportación. El fuerte incremento de la producción agrícola en la campaña 2009/10 se tradujo en un pronunciado aumento de los embarques de granos gruesos (maíz y soja) a partir del segundo trimestre del año. Las exportaciones industriales también acumulan una sostenida expansión, impulsada en gran parte por la evolución de las ventas externas del sector automotor, que alcanzan niveles récord a partir de la maduración de nuevas inversiones y la firmeza de la demanda brasileña.

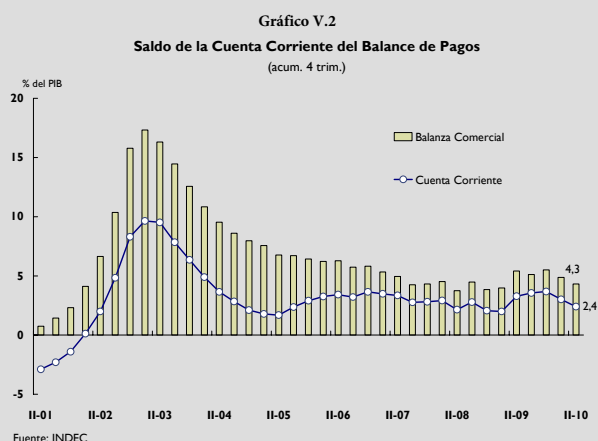
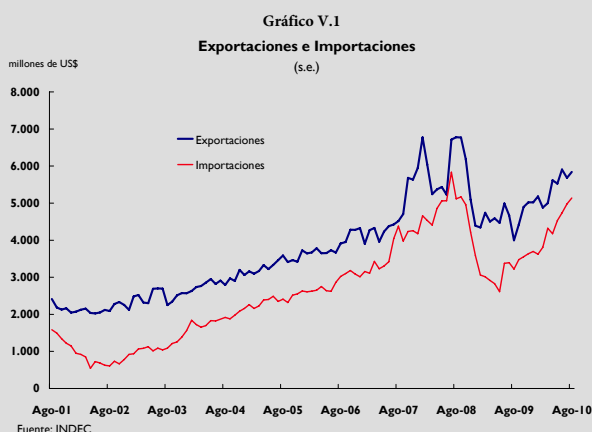
Por su parte, las importaciones también se mantienen en ascenso, debido al fuerte aumento de los volúmenes importados. Esta suba está vinculada al repunte del nivel de actividad, que se traduce en mayores compras externas de insumos industriales, combustibles y bienes de consumo e inversión. En este marco, se prevé que 2010 finalice con un importante crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones, ubicándose el superávit comercial por debajo de US\$13.000 millones (aproximadamente 3,6% del PIB), manteniéndose en niveles históricamente elevados, aunque en un valor algo inferior al observado en 2009.

En la balanza de servicios, el aumento de los egresos en concepto de fletes, a partir del incremento del intercambio de mercancías, son parcialmente compensados por mayores ingresos por turismo y servicios empresariales. Con relación a la cuenta de Rentas de la inversión, el incremento del déficit está explicado principalmente por una reducción de los ingresos por intereses, en un contexto de bajas tasas internacionales, y por mayores pagos netos en concepto de dividendos.

A partir de la fortaleza del saldo comercial de mercancías, en 2010 la Cuenta Corriente alcanzaría el noveno año consecutivo en terreno positivo, hecho inédito en la historia de nuestro país, registrando un superávit de cerca de 1% del Producto. Este saldo contribuiría a seguir fortaleciendo la posición de acreedor externo neto que viene construyendo el país desde 2004.

Con respecto a la Cuenta Capital y Financiera, en lo que va del año se observa un ingreso neto de fondos, asociado a la reducción de la incertidumbre y a las perspectivas favorables para la economía local, que marca un cambio de tendencia con respecto a la salida neta registrada en 2009, en sintonía con lo ocurrido en el resto de las economías emergentes.

Para 2011 se espera que las exportaciones se mantengan en alza, lideradas por las mayores ventas de productos manufacturados, tanto agropecuarios como industriales. No obstante, las importaciones mostrarían un desempeño aún más dinámico, traccionadas por la sostenida expansión de la economía local, lo que daría lugar a una reducción del superávit comercial y del saldo de Cuenta Corriente.



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

	2008	II-09	III-09	IV-09	2009	I-10	II-10	Var. II-10 / II-09
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>6.735</b>	<b>4.637</b>	<b>3.745</b>	<b>1.463</b>	<b>11.290</b>	<b>-319</b>	<b>3.097</b>	<b>-1.541</b>
acum. 4 trim. en % del PIB	2,1	3,3	3,6	3,7	3,7	3,0	2,4	-0,9
<b>Mercancías</b>	<b>15.423</b>	<b>6.761</b>	<b>3.729</b>	<b>4.077</b>	<b>18.528</b>	<b>2.638</b>	<b>6.005</b>	<b>-757</b>
Exportaciones fob	70.019	15.461	13.800	14.491	55.669	13.197	19.096	3.635
Importaciones fob	54.596	8.700	10.071	10.415	37.141	10.560	13.091	4.391
<b>Servicios reales</b>	<b>-1.314</b>	<b>-57</b>	<b>-474</b>	<b>-37</b>	<b>-916</b>	<b>-436</b>	<b>-362</b>	<b>-305</b>
Exportaciones de servicios	12.021	2.438	2.407	3.204	10.894	3.153	2.845	407
Importaciones de servicios	13.335	2.495	2.880	3.241	11.810	3.589	3.207	712
<b>Rentas</b>	<b>-7.553</b>	<b>-2.045</b>	<b>-2.196</b>	<b>-2.595</b>	<b>-9.013</b>	<b>-2.525</b>	<b>-2.517</b>	<b>-452</b>
Renta de la inversión	-7.495	-2.046	-2.174	-2.582	-8.946	-2.514	-2.500	-455
Intereses	-1.401	-575	-613	-628	-2.319	-643	-639	-44
Ganados	4.204	575	484	438	2.135	401	418	-157
Pagados	5.605	1.150	1.097	1.066	4.454	1.044	1.057	-93
<b>Utilidades y Dividendos</b>	<b>-6.094</b>	<b>-1.471</b>	<b>-1.561</b>	<b>-1.954</b>	<b>-6.627</b>	<b>-1.870</b>	<b>-1.861</b>	<b>-391</b>
Ganados	1.324	435	320	291	1.292	338	217	-218
Pagados	7.418	1.905	1.880	2.245	7.919	2.208	2.078	173
<b>Otras Rentas</b>	<b>-58</b>	<b>-19</b>	<b>-22</b>	<b>-13</b>	<b>-67</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>3</b>
<b>Transferencias corrientes</b>	<b>179</b>	<b>-2</b>	<b>2.686</b>	<b>19</b>	<b>2.691</b>	<b>4</b>	<b>-29</b>	<b>-27</b>

Fuente: INDEC

## V.2 Cuenta Corriente

Los flujos de intercambio comercial argentino continúan creciendo a buen ritmo, aproximándose a los niveles máximos históricos alcanzados antes de la profundización de la crisis internacional. El importante incremento de las exportaciones y las importaciones de nuestro país en lo que va del año se enmarca en un proceso de vigorosa recuperación de las corrientes comerciales globales, que de acuerdo a la Organización Mundial del Comercio (OMC) crecerán 13,5% en 2010, luego de la caída de 12,2% registrada el año previo.

La Cuenta Corriente registró en los últimos 12 meses un superávit de 2,4% del PIB al segundo trimestre del año, impulsado principalmente por el dinamismo de las exportaciones de mercancías (ver Cuadro V.1).

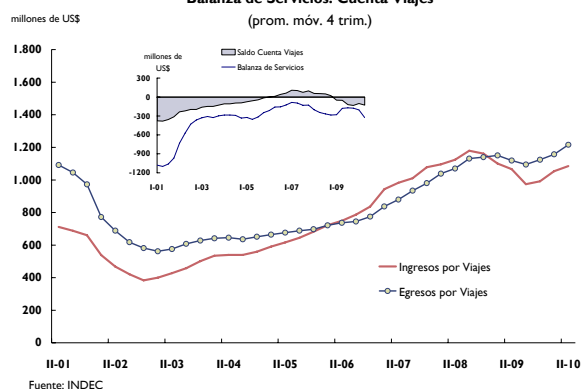
Las importaciones de bienes presentan una importante aceleración, asociada básicamente al sólido crecimiento de la economía local. Este aumento de los volúmenes de importación de mercancías viene siendo acompañado por mayores pagos por servicios de transporte (fletes y seguros), sólo parcialmente compensados por la mejora de los ingresos por turismo y por servicios empresariales, profesionales y técnicos, por lo que se observa un deterioro en el déficit de la balanza de servicios (ver Gráfico V.3).

En relación a la cuenta de Rentas de la inversión, se observan mayores pagos netos en concepto de Utilidades y dividendos, a partir del aumento de los resultados operativos de las firmas locales con accionistas no residentes. Asimismo, también se incrementa el déficit por Intereses, debido a una baja de los intereses ganados en un contexto de tasas internacionales en mínimos históricos (ver Gráfico V.4).

Aunque mostrando una contracción con respecto al año previo, en 2010 la Cuenta Corriente alcanzaría el noveno año consecutivo en terreno positivo, hecho inédito en la historia de nuestro país. Se estima que el superávit sería cercano a 1% del Producto, y seguiría sostenido por el excedente comercial de mercancías.

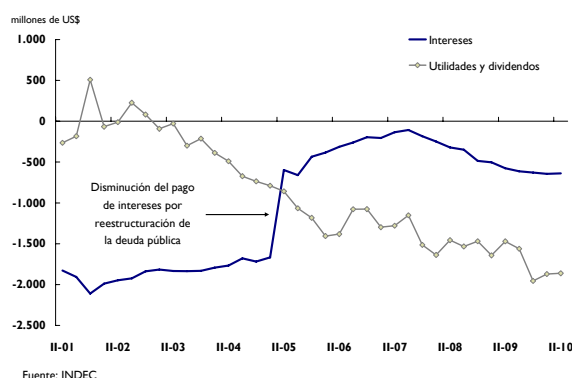
Para 2011 se espera que continúen expandiéndose las ventas externas, impulsadas por las mayores exportaciones de productos manufacturados agropecuarios e industriales. En tanto, las importaciones continuarían registrando un elevado dinamismo debido a la expansión de la actividad doméstica, dando lugar a una contracción del superávit comercial y del saldo de Cuenta Corriente.

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

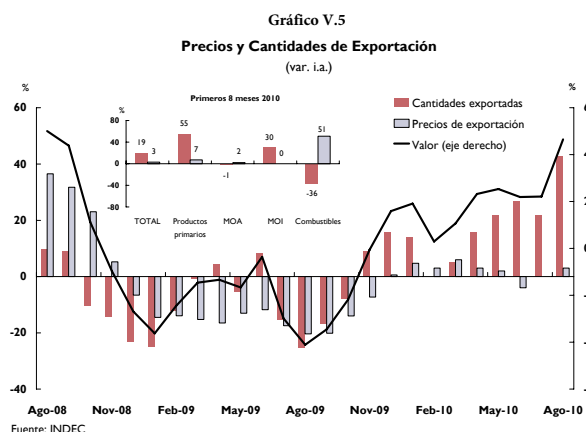


Fuente: INDEC

Gráfico V.4  
Rentas de la Inversión



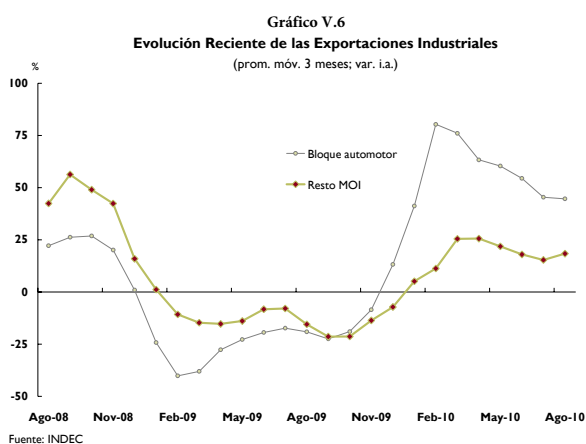
Fuente: INDEC



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

Rubro	Primeros 8 meses					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2009	2010	Total	Precios	Cantidades	
Productos primarios	6.896	11.372	64,9	7	55	55,8
MOA	14.207	14.337	0,9	2	-1	1,6
MOI	11.372	14.901	31,0	-	30	44,0
MOI sin Material de transporte	8.435	10.109	19,8			20,9
Material de transporte	2.937	4.792	63,2			23,1
Combustibles y energía	4.166	4.056	-2,6	51	-36	-1,4
<b>TOTAL</b>	<b>36.642</b>	<b>44.666</b>	<b>21,9</b>	<b>3</b>	<b>19</b>	<b>100</b>

Fuente: INDEC



## Balanza Comercial<sup>15</sup>

Las ventas externas de mercancías continúan en alza, prolongando la fase expansiva iniciada en la segunda mitad de 2009 (ver Gráfico V.5 y Cuadro V.2). El aumento acumulado en los primeros ocho meses de 2010 fue de 21,8% interanual (i.a.) y respondió principalmente al incremento de las cantidades despachadas, que crecieron 19% i.a., a lo que se sumó una moderada suba de los precios de exportación (3% i.a.; ver Apartado 3).

La notable expansión de la producción agrícola en la campaña 2009/2010 se vio reflejada en un pronunciado aumento de las ventas externas de Productos primarios (PP), que en lo que va del año registraron un incremento de 64,9% i.a., fruto del alza de 55% i.a. en las cantidades. Así, los embarques de porotos de soja muestran una suba de 171% i.a. y en el caso del maíz el incremento es de 114% i.a.. Otros productos con un desempeño exportador destacado dentro de este rubro en 2010 son las hortalizas y legumbres (63% i.a.) y el concentrado de cobre (32% i.a.).

Las exportaciones industriales (MOI) también acumulan un aumento sostenido, que llega a 31% i.a. en los primeros ocho meses del año, a partir de los mayores volúmenes vendidos. Las ventas del sector automotor siguen siendo uno de los componentes más dinámicos, con un crecimiento de 63% i.a., que alcanzan niveles récord a partir de la maduración de nuevas inversiones y la firmeza de la demanda brasileña (ver Gráfico V.6). Adicionalmente, continúan destacándose los embarques de oro (118% i.a.) y de biodiesel (49% i.a.), que reflejan las fuertes inversiones para aumentar la capacidad realizadas en los últimos años (ver Apartado 2).

Las ventas externas de Manufacturas de origen agropecuario (MOA) acumulan un crecimiento de 0,9% i.a. en los primeros ocho meses del año. Sin embargo, cabe señalar que en el primer trimestre la poca disponibilidad de poroto de soja del ciclo 2008/2009 afectó el nivel de actividad de la industria aceitera, con el consecuente impacto negativo sobre los embarques de subproductos oleaginosos (principalmente aceite y *pellets* de soja), situación que comenzó a revertirse a partir del segundo trimestre, con el ingreso al mercado de la nueva cosecha. Mientras que en el primer trimestre las MOA cayeron 11% i.a., en el período abril-agosto aumentaron 5% i.a..

<sup>15</sup> En esta sección de Balanza Comercial se consideran las importaciones en términos *Cost, Insurance and Freight* (CIF; incluyendo costos, seguro y flete) mientras que en el Balance de Pagos son contabilizadas en términos *Free on Board* (FOB; puesto a bordo), ya que los gastos de transporte se registran en la balanza de servicios.



Cuadro V.3  
Importaciones por Uso Económico

Uso Económico	Primeros 8 meses				
	millones de US\$		Variación % i.a.		
	2009	2010	Total	Precios	Cantidades
Bienes de capital	5.298	7.268	37,2	1	36
Bienes intermedios	7.783	11.131	43,0	18	21
Combustibles y lubricantes	2.003	3.205	60,0	25	28
Piezas y acc. para bienes de capital	4.400	6.748	53,4	1	52
Bienes de consumo	3.171	4.006	26,3	3	43
Vehículos automotores de pasajeros	1.464	2.782	90,0	-	-
Resto	89	99	11,2	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>24.209</b>	<b>35.239</b>	<b>45,6</b>	<b>7</b>	<b>36</b>

Fuente: INDEC

Por su parte, las exportaciones de Combustibles y energía disminuyeron 2,6% i.a. en lo que va del año, a raíz de un abrupto descenso de 36% i.a. en los volúmenes que fue sólo parcialmente compensado por la suba de precios (51% i.a.). La retracción de las cantidades vendidas está determinada por la baja del saldo exportable en un contexto de mayor demanda interna, en el que incide el aumento de los requerimientos para tareas de cosecha y transporte de la producción agrícola, además de la utilización de combustibles líquidos para generación de electricidad y para afrontar las bajas temperaturas durante el invierno. En tanto, los precios siguen afectados por la evolución de la cotización internacional del petróleo crudo, que pasó de un promedio de US\$55 por barril en los primeros ocho meses de 2009 a US\$78 por barril en igual período de 2010<sup>16</sup> (ver Sección II).

Las importaciones de bienes siguen creciendo a tasas elevadas (46% i.a. en los primeros ocho meses de 2010), explicadas mayormente por el aumento de las cantidades (ver Cuadro V.3 y Gráfico V.7). Las compras externas de Bienes de capital registran una suba de 37% i.a., asociada a la recomposición de los niveles de inversión, en tanto que para los Bienes intermedios el alza es de 43% i.a., destacándose las mayores importaciones de mineral de hierro para la industria siderúrgica y de fertilizantes. En tanto, los Bienes de Consumo muestran un alza de 26% i.a..

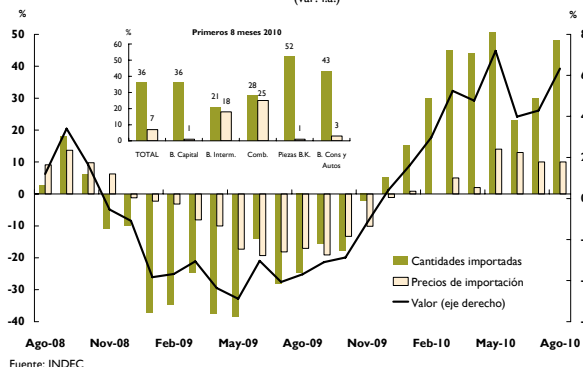
Por su parte, el fuerte crecimiento de la producción automotriz trae aparejado un aumento de las importaciones de autopartes (incluidas en el rubro de Piezas y accesorios para bienes de capital, que crece 53% i.a.). Junto con las mayores compras de automotores (90% i.a.), esto determina que el complejo automotor mantenga un saldo comercial negativo (superior a US\$2.000 millones en los últimos 12 meses), a pesar del dinámico comportamiento de las exportaciones automotrices (ver Gráfico V.8).

Para lo que resta de 2010 se prevé que continúe el crecimiento de las exportaciones y las importaciones, en tanto que el superávit comercial se ubicaría por debajo de US\$13.000 millones (en torno a 3,6% del PIB), manteniéndose en niveles históricamente elevados, aunque en un valor algo inferior al observado el año previo.

### V.3 Cuenta Capital y Financiera

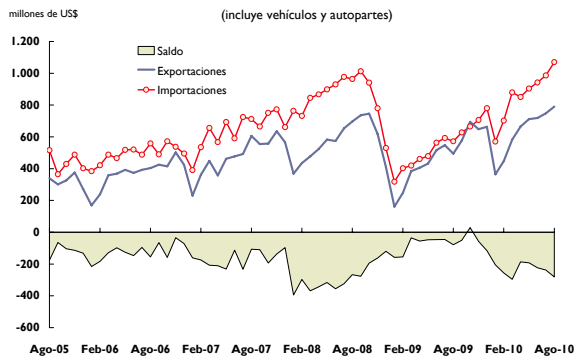
La Cuenta Capital y Financiera acumula un saldo positivo en lo que va de 2010, lo que marca un cambio de ten-

Gráfico V.7  
Precios y Cantidades de Importación  
(var. i.a.)



Fuente: INDEC

Gráfico V.8  
Comercio Automotor  
(incluye vehículos y autopartes)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

<sup>16</sup> Se considera la variedad de petróleo *West Texas Intermediate* (WTI), de referencia para nuestro país.

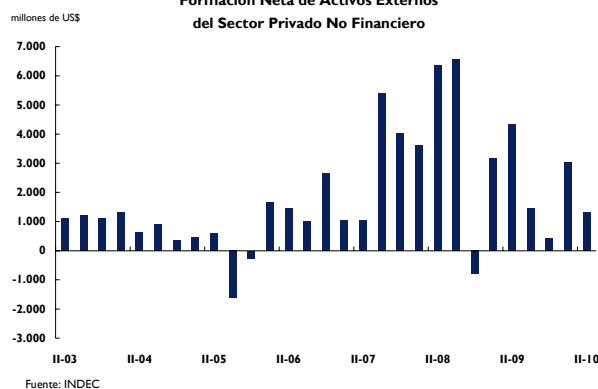


**Cuadro V.4**  
**Balance de Pagos. Cuenta Capital y Financiera**  
(millones de US\$)

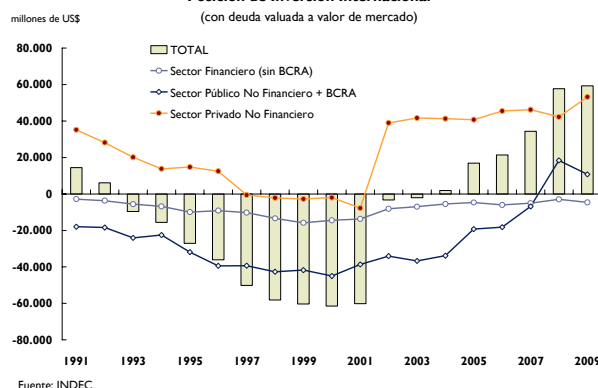
	2008	II-09	III-09	IV-09	2009	I-10	II-10	Var. II-10 / II-09
<b>Cuenta Capital y Financiera</b>	<b>-8.095</b>	<b>-4.113</b>	<b>-1.698</b>	<b>-2.221</b>	<b>-9.158</b>	<b>961</b>	<b>189</b>	<b>4.302</b>
Cta. capital y fin. (c/errores y omisiones)	-6.726	-5.336	-1.934	-1.497	-9.944	15	-992	4.344
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	-2,5	-3,7	-2,8	-3,0	-3,0	-2,2	-0,8	2,8
<b>Cuenta Capital</b>	<b>181</b>	<b>1</b>	<b>55</b>	<b>0</b>	<b>74</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>3</b>
<b>Cuenta Financiera</b>	<b>-8.275</b>	<b>-4.113</b>	<b>-1.753</b>	<b>-2.221</b>	<b>-9.232</b>	<b>954</b>	<b>185</b>	<b>4.298</b>
<b>Sector Bancario</b>	<b>1.733</b>	<b>-338</b>	<b>-346</b>	<b>-1.916</b>	<b>-986</b>	<b>975</b>	<b>-1.421</b>	<b>-1.083</b>
BCRA	1.823	-500	-600	-1.790	-1.404	640	-1.470	-970
Otras entidades financieras	-90	162	254	-126	417	335	49	-113
<b>Sector Público No Financiero</b>	<b>-536</b>	<b>118</b>	<b>-354</b>	<b>-416</b>	<b>-727</b>	<b>43</b>	<b>1.215</b>	<b>1.097</b>
<b>Sector Privado No Financiero</b>	<b>-9.472</b>	<b>-3.893</b>	<b>-1.053</b>	<b>111</b>	<b>-7.518</b>	<b>-64</b>	<b>392</b>	<b>4.285</b>
Errores y Omisiones Netos	1.369	-1.224	-236	724	-786	-945	-1.181	42
<b>Variación de Reservas Internacionales</b>	<b>9</b>	<b>-699</b>	<b>1.811</b>	<b>-33</b>	<b>1.346</b>	<b>-304</b>	<b>2.104</b>	<b>2.803</b>

Fuente: INDEC

**Gráfico V.9**  
**Formación Neta de Activos Externos**  
**del Sector Privado No Financiero**



**Gráfico V.10**  
**Posición de Inversión Internacional**  
(con deuda valuada a valor de mercado)



dencia sustancial con respecto a la salida neta registrada en años previos (ver Cuadro V.4).

La formación neta de activos externos del Sector privado, que se redujo hasta niveles similares a los observados antes del inicio de la crisis internacional, explica buena parte de dicha evolución (ver Gráfico V.9). En este sentido, la menor incertidumbre y las perspectivas favorables para la economía local actuaron como un determinante fundamental del reciente cambio de comportamiento de los flujos privados de capital. Por su parte, la mejora del escenario económico y el fuerte aumento de las importaciones de mercancías se reflejaron en un mayor ingreso de fondos a través del endeudamiento comercial. De todos modos, la deuda externa del sector privado se mantiene en niveles reducidos, representando 17,4% del PIB<sup>17</sup>.

Finalmente, la cuenta financiera del Sector público también muestra un saldo positivo, que responde principalmente a la repatriación de inversiones y depósitos que se encontraban en el exterior.

## V.4 Reservas Internacionales

El BCRA sigue manteniendo su política de acumulación prudencial de Reservas Internacionales, a través de la absorción del excedente de divisas del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC). Las Reservas continuaron en alza y alcanzaron US\$51.125 millones a fin de septiembre, 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 Financieros Internacionales<sup>18</sup>. De este modo, las Reservas constituyen cerca de 15% del PIB (100% de las importaciones anuales y 91% del M2), valor históricamente elevado, representando un factor decisivo para reducir la vulnerabilidad externa de la economía. En efecto, la acumulación de activos externos por parte del sector público, a través del incremento del stock de Reservas, le permitió mantener una posición externa neta positiva desde 2008 (ver Gráfico V.10).

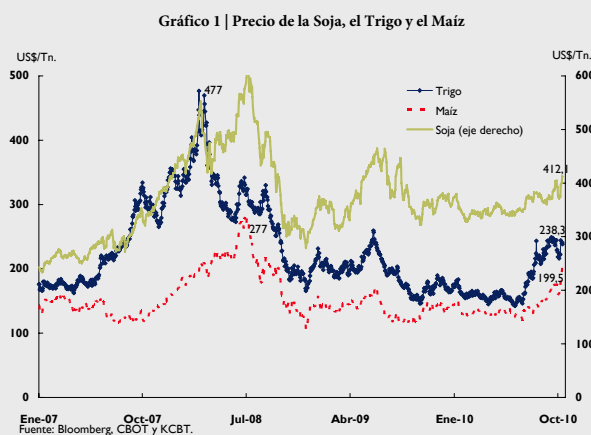
<sup>17</sup> El último informe del Balance de Pagos publicado por el INDEC no incluye estimaciones de la deuda externa del Sector público al II trimestre de 2010 ya que al momento de su elaboración no se disponía de información completa vinculada al último canje de Deuda Pública.

<sup>18</sup> Decretos N° 297/2010 y N° 298/2010.

## Apartado 3 / Consideraciones sobre la reciente suba de los precios de los commodities agrícolas

Durante los últimos meses, las cotizaciones de las materias primas agrícolas en los mercados internacionales retomaron una tendencia alcista. En una primera aproximación, esta evolución podría asociarse con el ciclo ascendente que se extendió hasta mediados de 2008 -con precios internacionales en máximos de varias décadas- y, eventualmente, revivir los temores de que, al igual que en aquella oportunidad, se intensifiquen las presiones inflacionarias, afectando principalmente a los países en desarrollo dada la mayor participación de los alimentos en sus canastas de consumo. Sin embargo, existen diversos factores que podrían diferenciar el fenómeno reciente de la experiencia anterior.

La fase ascendente de los precios de las materias primas que culminó a mediados de 2008 se había iniciado siete años antes, con una mayor aceleración a partir de 2006, relacionada con la expansión económica mundial. Fue un proceso prolongado en el tiempo, en el cual la suba estuvo liderada por los precios de la energía, que aumentaron 200% entre enero 2005 y julio de 2008. Las materias primas agrícolas acompañaron la tendencia general, aunque tuvieron un aumento más moderado, de 113% en el mismo período (ver Gráfico 1).



Entre 2007-2008 se profundizó la trayectoria de los años previos con una difusión del alza de los precios a todos los *commodities*. Las cotizaciones alcanzadas en 2008 representaron los valores reales más elevados desde los años 80 para los productos agrícolas, tanto expresados en dólares estadounidenses como en la canasta de monedas que forman los Derechos Especiales de Giro (DEG)<sup>19</sup>. En el caso de la energía, incluso se superaron los valores de las tres décadas previas, mientras que los

metales y minerales alcanzaron los precios más altos desde los años 70.

Con la profundización de la crisis internacional hacia fines de 2008, las cotizaciones de las materias primas agrícolas sufrieron una abrupta caída, afectadas por el deterioro de las perspectivas de demanda en los países avanzados y emergentes, los pronósticos de una cosecha global abundante, el descenso de los precios de los activos financieros y la contracción de liquidez en los mercados financieros. Posteriormente, se mantuvieron en valores moderados durante 2009, recuperando parte de las pérdidas del año anterior.

A lo largo de 2010, la mejora económica mundial, especialmente en los países emergentes, permitió una fuerte recuperación de la demanda de productos primarios. Las economías avanzadas dieron sostén al incremento de los metales y minerales durante la primera parte del año, en tanto que la demanda de alimentos por parte de los países en desarrollo, en particular China, sostuvo las cotizaciones agropecuarias.

Aunque con instrumentos diferentes, en ambos episodios de suba de precios la reacción gubernamental tendió a amplificar los aumentos de las cotizaciones internacionales de los granos. Durante 2008, numerosos países impusieron restricciones a las exportaciones agrícolas, con el objeto de asegurar su abastecimiento interno (seguridad alimentaria) y limitar el impacto sobre los precios domésticos, lo que terminó ejerciendo una presión alcista mayor sobre las cotizaciones internacionales. El encarecimiento de los alimentos desató violentas protestas en numerosos países, incluyendo Costa de Marfil, Egipto, Haití, Indonesia y Uzbekistán. Para evitar enfrentar ese escenario, en esta oportunidad varios países importadores reaccionaron aumentando sus compras preventivas de alimentos en el mercado para reforzar sus *stocks*, en tanto que Rusia (país exportador) cerró sus ventas externas. Este tipo de comportamientos contribuyó también a amplificar el impacto sobre los precios internacionales.

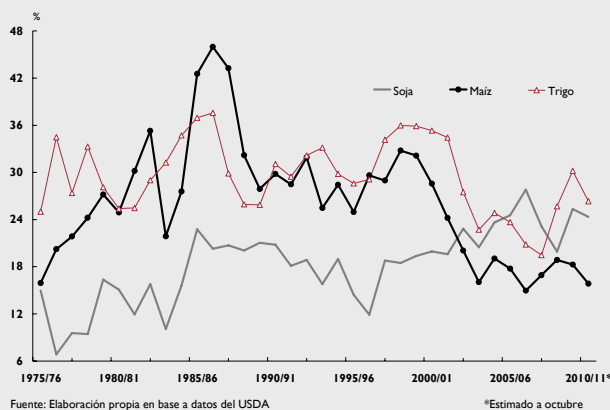
Otro factor común a ambos sucesos que contribuyó al aumento de las cotizaciones estuvo dado por la depreciación del dólar frente al resto de las monedas. En este sentido, la pérdida de valor de la unidad de cuenta en la cual se realizan la mayor parte de las transacciones de las materias primas a nivel global presiona al alza de las cotizaciones nominadas en dólares. Asimismo, se origina un fortalecimiento del rol de reserva de valor de los *commodities* en relación a la divisa norteamericana. En efecto, entre enero de 2007 y julio 2008 el dólar se depreció 20% respecto al euro, mientras que la actual suba de los *commodities* estuvo acompañada por una pérdida de valor de 13%.

<sup>19</sup> Unidad de cuenta del Fondo Monetario Internacional (FMI) que incluye al dólar estadounidense, al euro, al yen japonés y a la libra esterlina.

Entre las principales diferencias entre los dos ciclos se encuentran el escenario económico global y sus perspectivas. La suba de 2007-2008 se produjo en un contexto de generalizado crecimiento económico mundial, sostenido a lo largo de varios años, tanto en países avanzados como en emergentes. En cambio, en la actual fase la recuperación económica en los países avanzados no logra consolidarse, persistiendo aún elevados riesgos a la baja.

Además, los ratios de *stock*-consumo para la campaña 2007-2008 se ubicaron en valores mínimos, generando un menor margen de respuesta ante *shocks* de oferta. En particular, al presente los inventarios de trigo son más elevados, aunque se encuentran desde hace varias campañas por debajo del promedio histórico (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Stock-Consumo por Campaña de Soja, Trigo y Maíz

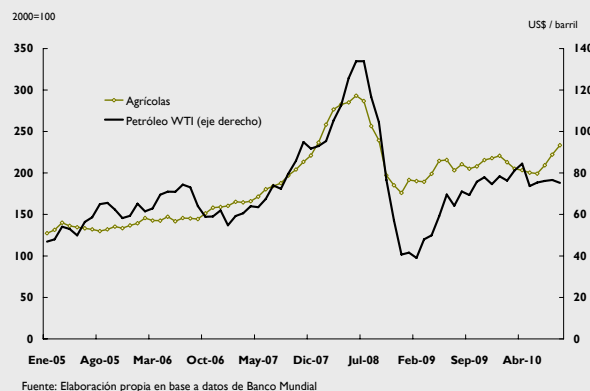


En este escenario, con diferencias respecto de 2007-2008 caracterizadas por la fase del ciclo económico y las cosechas récords de la presente campaña que permiten ajustes más moderados frente a *shocks* de oferta, las cotizaciones agrícolas subieron significativamente en los meses recientes debido, básicamente, a factores coyunturales. La sequía en la región del Mar Negro, una de las principales zonas productoras de trigo, y el consecuente cierre de las exportaciones de Rusia, presionó a la suba del trigo, arrastrando también a otros *commodities* agrícolas. Las condiciones climáticas no sólo afectaron los cultivos de la actual campaña, sino que condicionaron severamente la cosecha del ciclo siguiente, ya que la siembra de los cultivos de invierno en el hemisferio norte se vio perjudicada por la falta de humedad en los suelos. Además, persiste el riesgo de que algunas regiones productoras sufran los efectos del fenómeno La Niña, que genera disrupciones climáticas principalmente en el hemisferio sur, especialmente en Brasil. No obstante, la cosecha mundial de trigo en 2010 será la tercera más importante de la historia. Así, se interpreta que la reciente suba de precios sería sólo un *shock* de oferta del tipo que los mercados agropecuarios podrían absorber sin mayores complicaciones.

La última diferencia importante entre ambos sucesos reside en el precio del petróleo. El elevado valor del crudo en 2008, cuando llegó a superar los US\$140 por

baril, tuvo una influencia significativa sobre las cotizaciones agrícolas a través del aumento de costos (transporte, insumos, fertilizantes) y también debido a la correlación existente con los precios de los biocombustibles. En la actualidad la cotización del crudo se encuentra un 45% por debajo del pico de mediados de 2008, por lo cual la presión que genera sobre los precios agrícolas es sustancialmente menor (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Precios Agrícolas y Petróleo



Finalmente, al evaluar la tendencia de los precios de *commodities* hay que considerar que históricamente las cotizaciones de las materias primas mostraron una fuerte correlación entre productos. Un ejemplo claro es la reciente suba del precio del trigo, cuyo impacto negativo sobre la producción fue particularmente importante para el resto de los granos forrajeros (cebada, maíz y sorgo). Además de ser sustitutos para algunos usos, y competir por la tierra, la relación de las materias primas agrícolas está vinculada a la renovada demanda de *commodities* como activos financieros y su función como reserva de valor.

En conclusión, si bien el actual ciclo alcista de los precios agrícolas comparte algunos rasgos con los del episodio de 2008, ambos escenarios distan de ser idénticos. En particular, a diferencia de lo acontecido en 2007-2008, la actividad económica mundial presenta un panorama incierto, con señales de recuperación todavía débiles en los países industrializados. En este marco, aún luego de los factores coyunturales que marcaron el rumbo del mercado en los últimos meses, los precios de las materias primas agrícolas se encuentran todavía por debajo de los máximos de 2008.

De todos modos, estructuralmente prevalecen fundamentos, como la mayor demanda de alimentos ante los cambios en la dieta a nivel mundial y el desarrollo de la industria de los biocombustibles, que continuarán generando presiones alcistas sobre los precios de las materias primas a mediano y largo plazo.

## VI. Finanzas Públicas

### VI.1 Síntesis

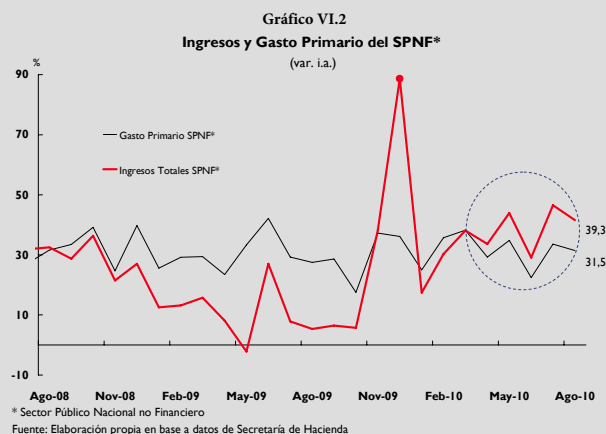
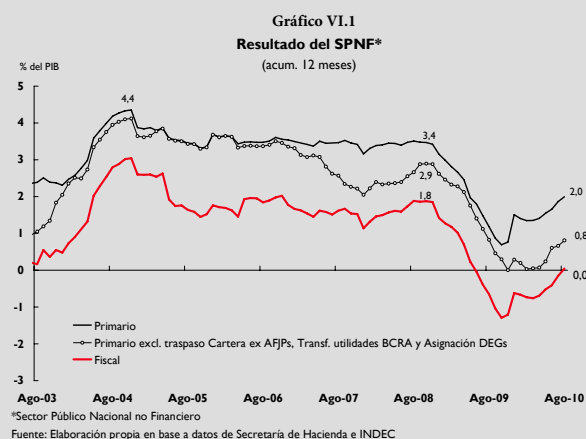
La Recaudación Tributaria Nacional continuó mostrando una aceleración al crecer 33% interanual (i.a.) entre enero y septiembre, en línea con la evolución del nivel de actividad económica, los precios internos y el comercio internacional. Se prevé que la suba de los ingresos tributarios exhiba cierta desaceleración en el último trimestre del año. De todas formas la relación recaudación/PIB alcanzaría un nuevo máximo histórico, en torno a 28%.

En lo que va del año los ingresos del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) crecieron en torno a 36% i.a., mientras que los gastos primarios mostraron una tasa de crecimiento levemente inferior, cercana a 32% i.a.. En particular, esta condición se cumplió de forma consecutiva en los últimos cinco meses. La expansión de las erogaciones primarias fue motorizada principalmente por las Prestaciones previsionales y las Transferencias al sector privado. En el tercer trimestre se dinamizó la trayectoria de crecimiento de las Transferencias de capital a las provincias, que contemplan las transferencias del Fondo Federal Solidario (que distribuye entre las provincias parte de los Derechos de exportación de la soja y sus derivados), aunque se moderó la evolución de la Inversión real directa. Durante 2010 el gasto primario, considerando las transferencias automáticas de recursos a las provincias (Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros), alcanzaría un nuevo máximo en relación al PIB (28%). El Resultado Primario del SPNF, que representó en los últimos 12 meses cerca de 2% del Producto, continuaría en terreno positivo en lo que queda del año. La estimación de Resultado Fiscal incluida en el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2011 (PPN-11) para el año en curso se ubica en torno al equilibrio, mostrando la recuperación del pilar fiscal.

El Tesoro Nacional (TN) siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes domésticas intra sector público, las cuales permitirán cubrir las obligaciones remanentes durante 2010. La Deuda Pública Nacional (excluyendo los holdouts) disminuyó en términos del PIB aunque creció nominalmente durante el primer semestre del año. Este aumento respondió básicamente al endeudamiento asociado al uso de las reservas de libre disponibilidad para pagos de servicios a organismos internacionales de crédito y a tenedores privados de deuda en 2010 y por el registro contable de las colocaciones efectuadas en el marco del Canje de Deuda 2010. Cabe destacar que las colocaciones de letras intransferibles al BCRA, vinculadas al endeudamiento por las reservas de libre disponibilidad, se produjeron durante el primer trimestre del año, mientras que los servicios se irán cancelando durante el transcurso del ejercicio fiscal. Así, al 30 de junio, se acumulaban US\$4.188 millones en concepto de activos financieros correspondientes a la fracción de estos fondos que aún no habían sido utilizados.

Para 2011, el PPN-11 prevé una suba de ingresos del SPNF de 18% i.a., y una desaceleración en el ritmo de incremento de los gastos primarios hasta 17% i.a., determinando una mejora del resultado primario, que representaría 2,5% del PIB, y un resultado financiero prácticamente equilibrado. En este contexto, el Proyecto prevé continuar financiando al TN básicamente a partir de fuentes domésticas intra sector público.

Por otra parte, tanto los ingresos de origen provincial como los recursos asociados a la Coparticipación federal de impuestos mantuvieron el dinamismo exhibido desde fines del año pasado, permitiendo iniciar una recuperación de las finanzas públicas subnacionales durante 2010. En el trimestre, algunas jurisdicciones volvieron a acceder a los mercados de deuda (Provincia de Buenos Aires, Córdoba, Ciudad de Buenos Aires y Chubut).



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

Impuesto	Acum. a Septiembre		Diferencia		Contrib. Acum. %
	2009 (A)	2010 (B)	Absoluta (B)-(A)	% (B)/(A)	
Ganancias	40.341	56.874	16.532	41,0	22,0
IVA Total (1)=(2)+(3)	66.958	86.532	19.573	29,2	
IVA DGI (2)	45.500	55.476	9.976	21,9	
IVA DGA (3)	21.458	31.055	9.598	44,7	
Devoluciones de IVA (4)	2.658	2.545	-113	-4,3	
IVA (5)=(1)-(4)	64.300	83.987	19.686	30,6	26,2
Ganancia Mínima Presunta	974	1.311	337	34,6	0,4
Bienes Personales	3.095	4.040	945	30,5	1,3
Derechos de Importación	5.385	7.854	2.469	45,8	3,3
Derechos de Exportación	23.247	33.580	10.333	44,4	13,8
Combustibles	7.790	10.552	2.761	35,4	3,7
Internos	4.788	6.910	2.122	44,3	2,8
Seguridad Social	56.504	73.410	16.906	29,9	22,5
Créditos y Débitos en Ctas. Bancarias	15.013	19.237	4.224	28,1	5,6
Otros (incluye reintegros)	2.823	1.508	-1.315	-46,6	-1,8
<b>TOTAL</b>	<b>224.260</b>	<b>299.261</b>	<b>75.001</b>	<b>33,4</b>	

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

## VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

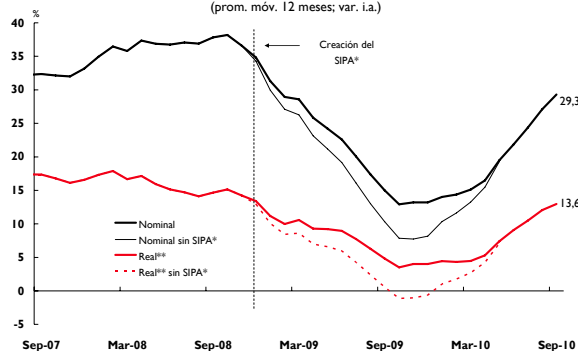
### Ingresos

La expansión económica, el comportamiento de los precios internos y externos y el dinamismo de las exportaciones e importaciones, permitieron que la recaudación muestre elevadas tasas de crecimiento en lo que va del año (ver Cuadro VI.1).

En el tercer trimestre de 2010 la recaudación continuó acelerándose, incluso por encima de lo registrado en los primeros seis meses. La suba fue impulsada por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la Seguridad Social, el impuesto a las Ganancias y los Derechos sobre el comercio exterior. En particular se destacó en el trimestre el desempeño relativo del impuesto a las Ganancias, que superó significativamente lo proyectado y de los Derechos de exportación en el marco de la cosecha récord de soja y maíz. Así, desde inicios de año los ingresos tributarios crecieron 33% interanual (i.a.) nominal. (ver Gráfico VI.3). En línea con las proyecciones de actividad económica y con lo previsto en el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2011 (PPN-11) para 2010, se prevé que la recaudación exhiba cierta desaceleración en el último trimestre del año. De todas formas, la relación recaudación/PIB alcanzaría un nuevo máximo histórico, en torno a 28%.

Los recursos provenientes del impuesto a las Ganancias subieron 35% i.a. entre julio y septiembre del presente año, y acumulan desde enero un alza de 41% i.a.. Más allá de la baja base de comparación, el notable comportamiento del trimestre obedeció principalmente a los mayores anticipos de sociedades, ante la perspectiva de que las empresas generen mayores resultados, y la suba de los ingresos por retenciones a personas físicas (ver Gráfico VI.4). Este desempeño se dio a pesar de que en julio del presente año el Gobierno Nacional impulsó la modificación del mínimo no imponible para la determinación del impuesto a las Ganancias para personas físicas y sucesiones indivisas<sup>20</sup>. La medida elevó los montos de las deducciones anuales en concepto de ganancia no imponible, cargas de familia y deducción especial, que no habían sido actualizados durante 2009, con un costo fiscal anualizado estimado por el Gobierno Nacional de alrededor de \$3.200 millones. Así, los ingresos del tributo totalizarían alrededor de 5,3% del PIB en 2010 (+0,4 puntos porcentuales -p.p.- interanuales).

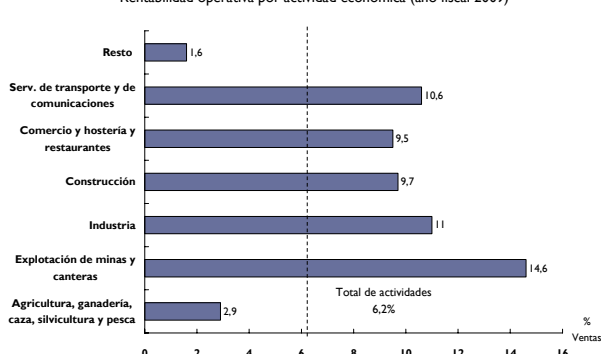
Gráfico VI.3  
Recaudación Tributaria Nacional  
(prom. móv. 12 meses; var. i.a.)



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

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

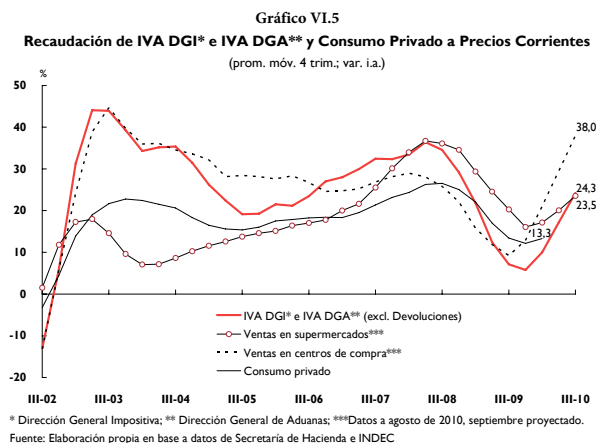
Gráfico VI.4  
Impuesto a las Ganancias de Sociedades  
Rentabilidad operativa por actividad económica (año fiscal 2009)



Fuente: Administración Federal de Ingresos Públicos

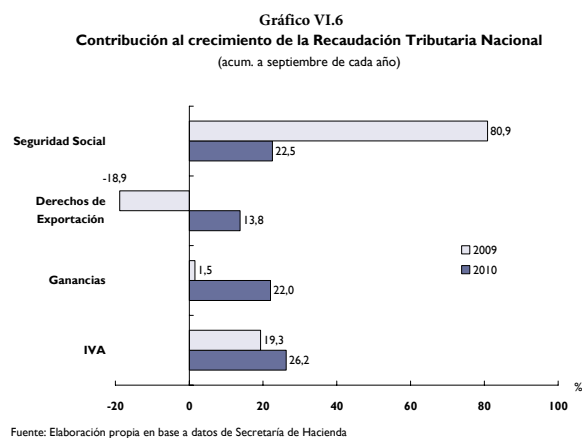
<sup>20</sup> Resolución General de la Administración Federal de Ingresos Públicos N° 2.866/2010.



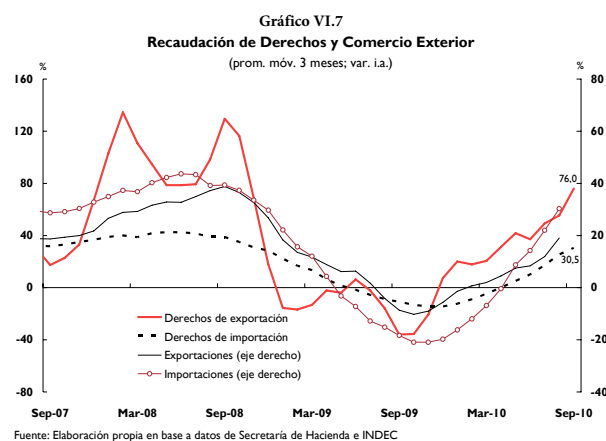


En igual sentido, entre enero y septiembre el IVA continuó creciendo a una tasa significativamente superior a la del año pasado (31% i.a. vs. 8% i.a., respectivamente). A diferencia de 2009, el desempeño de las Importaciones permitió que el IVA Dirección General de Aduanas (IVA DGA) acumule desde enero una suba de 45% i.a., superior al 22% i.a. registrado por el IVA Dirección General Impositiva (IVA DGI). De esta forma, al finalizar el año la recaudación del tributo representaría alrededor de 7,8% del PIB (+0,2 p.p. interanuales; ver Gráfico VI.5).

Los recursos de la Seguridad Social continuaron creciendo a tasas elevadas. Así, este tributo subió 30% i.a. desde principios de año, previéndose que en 2010 represente alrededor de 6,7% del PIB, 0,1 p.p. por encima del nivel de 2009. Cabe destacar que el año pasado los ingresos de la Seguridad Social aportaron 81% del crecimiento de la recaudación acumulada a septiembre, en tanto que en 2010 contribuyeron con 23%, debido a la recuperación del resto de los tributos y a que dejó de incidir el flujo de aportes que antes se destinaba a las ex Administradoras de Fondos de Jubilados y Pensionados (AFJP); ver Gráfico VI.6).



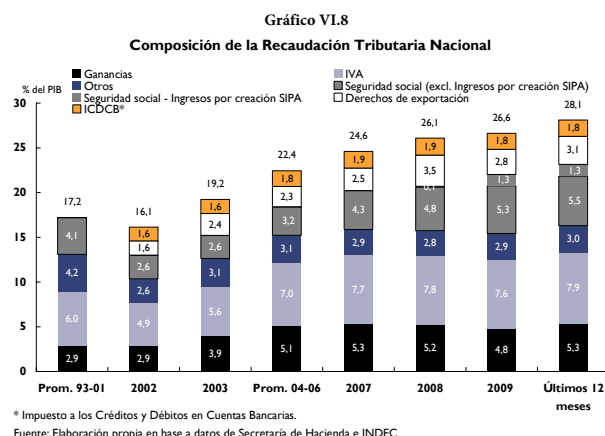
Durante el tercer trimestre, los Derechos de exportación se incrementaron 76% i.a., mostrando una aceleración en la suba interanual respecto de lo registrado en la primera mitad del año. Este comportamiento obedeció al ingreso de la cosecha récord de soja y maíz de este año, a los que se suma en los meses recientes la suba de los precios de los principales productos primarios gravados que exporta el país. Asimismo, cabe destacar la baja base de comparación interanual, producto del impacto que tuvo la sequía sobre la producción agrícola durante 2009 y de la retracción del comercio internacional por la crisis global. Estos factores permiten prever que hacia fines de año este rubro de ingresos muestre menores tasas de aumento a las evidenciadas en los meses recientes, aunque manteniéndose en niveles elevados<sup>21</sup>. En el año los gravámenes sobre las exportaciones representarían aproximadamente 3% del PIB (+0,2 p.p. i.a.; ver Gráfico VI.7).



Por su parte, los Derechos de importación subieron 46% i.a. en los primeros nueve meses del año, en línea con la expansión de las compras externas gravadas. Así, los derechos sobre las importaciones significarían cerca de 0,7% del Producto (+0,1 p.p. i.a.) en 2010.

Los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) incrementaron su ritmo de

<sup>21</sup> Parte del crecimiento registrado recientemente responde a la utilización del régimen de pagos anticipados de acuerdo al registro de operaciones de exportación (ROE).

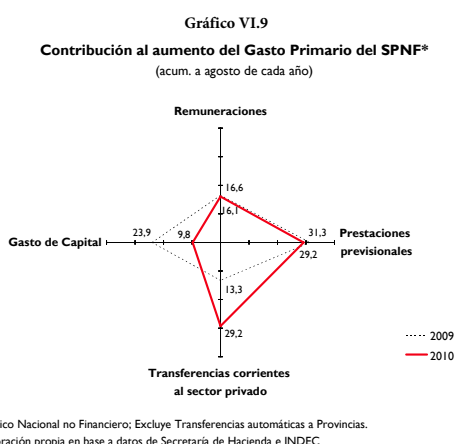


aumento entre julio y septiembre, logrando una suba de 28% i.a. en los primeros 9 meses del año. De este modo, la recaudación del tributo se mantendría en términos del PIB respecto al ratio alcanzado en 2009 (1,8%; ver Gráfico VI.8).

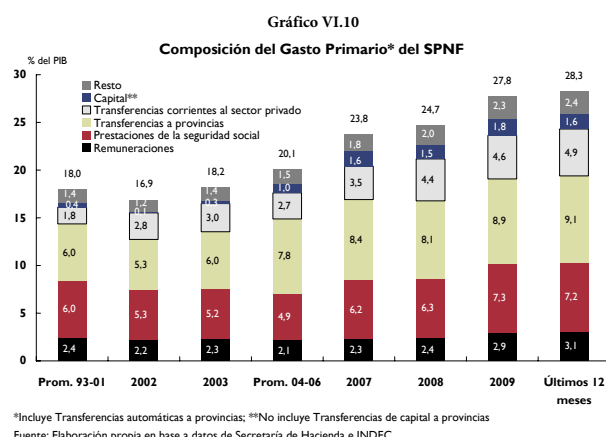
Respecto de los ingresos no tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), el BCRA transfirió en lo que va del año \$7.550 millones de Utilidades al Tesoro Nacional (TN) por las ganancias generadas en 2009, de acuerdo a lo que establece la Carta Orgánica. Además, se contabilizaron alrededor de \$4.400 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), mientras que en 2009 se registró la totalidad de los recursos generados por este concepto en el mes de diciembre.

## Gasto y Resultado

El Gasto primario del SPNF habría crecido en torno a 32% i.a. en los primeros nueve meses del año, manteniendo un elevado ritmo de ejecución durante el tercer trimestre del año (35% i.a.). Sin embargo, de forma constante, la tasa de suba de los ingresos superó a la de las erogaciones primarias en los últimos cinco meses. El alza habría sido motorizada principalmente por las Prestaciones previsionales, las Transferencias al sector privado, las Remuneraciones y el gasto de Capital (ver Gráfico VI.9).



En particular, entre julio y agosto, de la mano de la mejora del sector agrario, se destacó el alza de las Transferencias de capital a las provincias, que contemplan el Fondo Federal Solidario<sup>22</sup> (FFS; que distribuye entre las provincias el 30% de los Derechos de exportación de la soja y sus derivados).



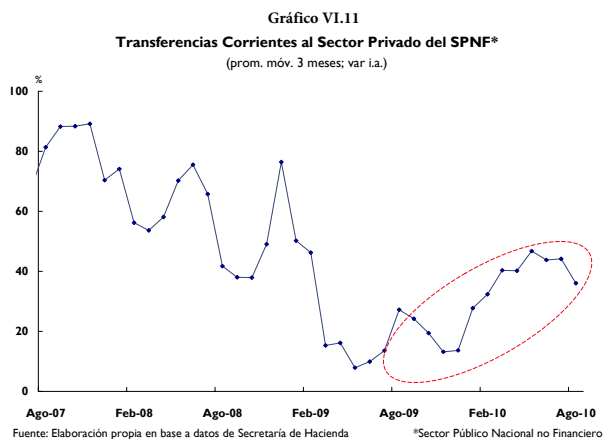
En 2010 las erogaciones primarias alcanzarían un nuevo récord histórico en términos del PIB (ver Gráfico VI.10).

El gasto en Prestaciones de la Seguridad Social habría aumentado en el tercer trimestre a un ritmo similar al registrado durante la primera mitad del año, acumulando un alza de 28% i.a. en lo que va de 2010, impulsado principalmente por las subas de los haberes otorgadas en 2009 y en 2010<sup>23</sup>. A fin de año, el gasto correspondiente a este rubro representaría alrededor de 7,5% del PIB, implicando una suba interanual de 0,2 p.p. del Producto.

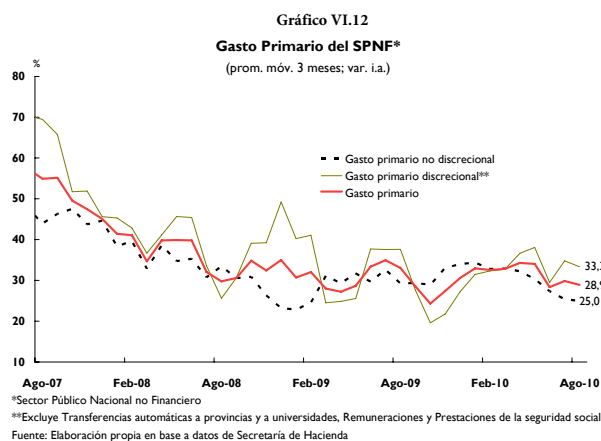
<sup>22</sup> Decreto N° 206/2009.

<sup>23</sup> Según la Ley N°26.417 de Movilidad Previsional se dispusieron subas de 11,69% en marzo y 7,35% en septiembre de 2009. Para 2010, la actualización de los haberes alcanzó a 8,21% en marzo y 16,9% en septiembre.



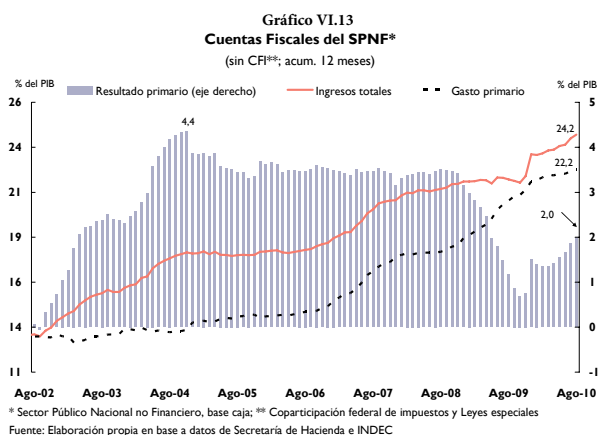


Las Transferencias corrientes al sector privado continuaron aumentando a tasas similares a las del primer semestre y habrían acumulado una suba de 41% i.a. en los primeros 9 meses del año, creciendo significativamente por encima del ritmo que mostraron en 2009 (ver Gráfico VI.11). Los mayores giros están asociados principalmente a la incidencia de la creación de la Asignación Universal por Hijo para Protección Social, el alza en las coberturas asistenciales administradas por el Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSSJyP; ex-PAMI), los incrementos en las Asignaciones Familiares<sup>24</sup> y los mayores subsidios al sector energético y al transporte público de pasajeros. A fin de 2010, los giros corrientes al sector privado representarían alrededor de 5,3% del Producto (+0,7 p.p. interanuales).



Las Remuneraciones del sector público habrían subido cerca de 35% i.a. desde enero, influidas principalmente por la incidencia de los aumentos salariales otorgados durante el segundo semestre de 2009, así como por los ajustes salariales de 10%, acordados para junio y agosto del presente año, respectivamente. Adicionalmente, se registró un alza del empleo público durante el período<sup>25</sup>.

Las erogaciones de Capital son el rubro del gasto primario que más habría acelerado su ritmo de expansión en el tercer trimestre, acumulando una suba desde principios de año de alrededor de 22% i.a.. Este aumento fue impulsado principalmente por las Transferencias de capital a las provincias, que incluyen el FFS, destinadas a la realización de obras públicas. Así, el gasto de Capital contemplando los giros automáticos a provincias representaría alrededor de 3,2% del Producto en 2010.



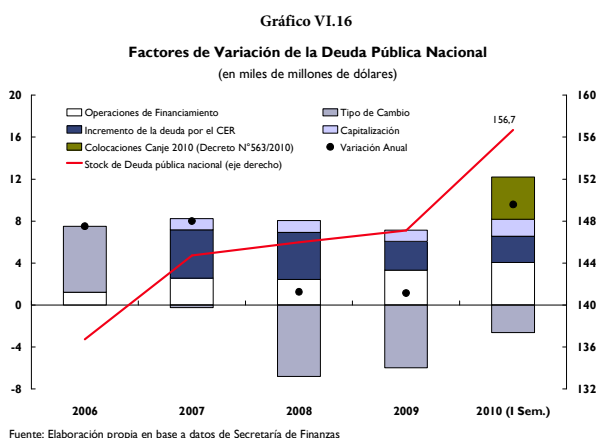
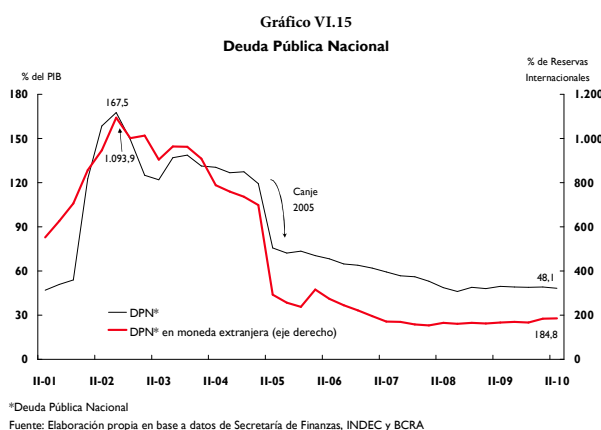
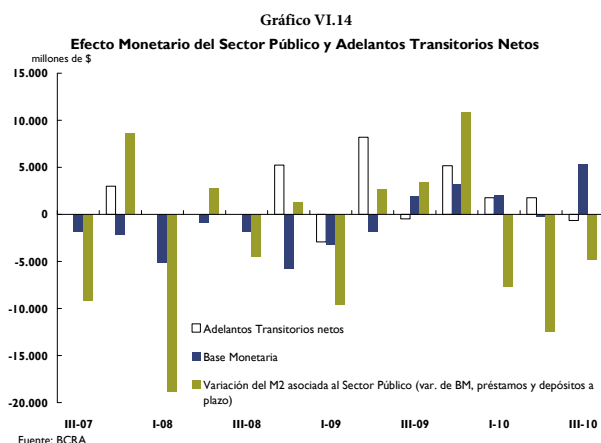
Debido principalmente a la evolución de las Transferencias corrientes al sector privado y a los giros discrecionales a las provincias, el gasto discrecional<sup>26</sup> habría aumentado cerca de 34% i.a. durante los primeros nueve meses de 2010 (ver Gráfico VI.12).

El Resultado Primario del SPNF continuaría recuperándose y se mantendría en terreno positivo (ver Gráfico VI.13). Para 2011, de acuerdo al PPN-11, el Resultado Primario del SPNF totalizaría \$38.333 millones, equivalente a 2,2% del PIB, implicando que el gasto primario se desacelere respecto de la evolución de los últimos años y aumente 17% i.a. hasta alcanzar \$368.108 millones (29% del PIB; ver Apartado 4).

<sup>24</sup> Decreto 1.729/2009.

<sup>25</sup> A junio de 2010, la variación interanual promedio de los últimos 4 trimestres de los puestos de trabajo del SPNF fue aproximadamente 5% i.a., según el INDEC.

<sup>26</sup> Excluye Transferencias automáticas a provincias, Prestaciones previsionales, Transferencias corrientes a universidades y Remuneraciones.



Durante el tercer trimestre del año, el TN afrontó sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes domésticas intra sector público (ver Gráfico VI.14). Se siguieron atendiendo los vencimientos de deuda con organismos internacionales de crédito y con los tenedores privados de deuda pública utilizando parte de las Reservas Internacionales de libre disponibilidad que nutrieron al Fondo de Desendeudamiento Argentino y a la cuenta de Pagos a Organismos Financieros Internacionales. Además, el TN continuó realizando colocaciones de deuda intra sector público. Se espera que el TN cubra las necesidades de financiamiento del resto de 2010 utilizando el remanente de estas fuentes en moneda extranjera y accediendo a financiamiento intra sector público.

A junio de 2010, la Deuda Pública Nacional<sup>27</sup> (DPN) totalizó US\$156.691 millones, incrementándose nominalmente US\$9.571 millones en los primeros seis meses del año (ver Gráfico VI.15). En términos del PIB se continuó observando una reducción de la deuda pública y a junio de 2010 representó 48% (-0,7 p.p. del Producto respecto a diciembre de 2009). Es importante destacar que sólo 35% de la deuda, equivalente a 17,1% del Producto, corresponde a obligaciones con el sector privado. El resto se asocia a deuda intra-sector público y con organismos internacionales que presentan un menor riesgo de refinanciación.

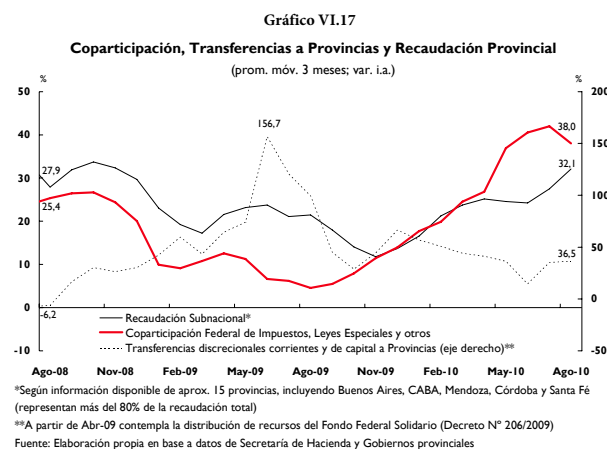
El crecimiento nominal del endeudamiento obedeció básicamente a la instrumentación del uso de las reservas de libre disponibilidad para pagos a organismos internacionales de crédito y a tenedores privados de deuda en 2010<sup>28</sup> y a las colocaciones efectuadas en el marco del Canje de Deuda 2010. En el primer caso, se realizaron colocaciones de letras intranferibles al BCRA por Valor Nominal Residual (VNR) US\$6.569 millones, en el marco de los Decretos N°297/2010 del Fondo de Pagos a Organismos Internacionales y N°298/2010 del Fondo de Desendeudamiento Argentino. En el mismo sentido incidieron las nuevas emisiones efectuadas en el marco del Canje de Deuda Pública 2010<sup>29</sup> que originaron un crecimiento de la DPN en situación regular por aproximadamente US\$4.050 millones<sup>30</sup> (ver Gráfico VI.16).

<sup>27</sup> Se mantiene el criterio de exposición de la DPN 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.

<sup>28</sup> Cabe destacar que las colocaciones de letras intranferibles 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 30 de junio, se acumulaban US\$4.188 millones de activos financieros que aún no habían sido utilizados. Si se considerara como deuda sólo el monto utilizado para la atención de los pagos respectivos al 30 de junio, financiado a partir de los recursos de los Decretos N°297/2010 y N°298/2010, las emisiones de deuda netas de pagos de amortizaciones a dicha fecha habrían ascendido a US\$2.171 millones.

<sup>29</sup> Decreto N°563/2010.

<sup>30</sup> La regularización de los pasivos derivada del Canje 2010 implicó un aumento en el registro de la deuda total equivalente al valor de la deuda en cesación de pagos con una quita de 64% en VNR.



En línea con el comportamiento de las finanzas públicas nacionales, el crecimiento de los ingresos tributarios permitió iniciar una recuperación de las cuentas públicas provinciales. Con información parcial, entre enero y agosto los ingresos tributarios de origen propio habrían crecido en torno a 27% i.a., en tanto que las transferencias automáticas de origen nacional también evidenciaron una significativa aceleración, con una suba de 33% i.a., influida en los últimos meses por la evolución del impuesto a las Ganancias y del IVA (ver Gráfico VI.17). En el trimestre, algunas jurisdicciones volvieron a acceder a los mercados de deuda. En este sentido, en lo que va del año los gobiernos subnacionales que realizaron operaciones de financiamiento fueron la Provincia de Buenos Aires, Córdoba, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y Chubut (ver Cuadro VI.2).

**Cuadro VI.2**  
**Colocaciones de Deuda de las Jurisdicciones Subnacionales en el Mercado**  
(en millones de US\$)

Fecha	Jurisdicción	Monto (Valor Efectivo)	Moneda	Tasa de Rendimiento implícito Anual	Plazo (en años)	Estructura
Mar-10	Ciudad Aut. de Buenos Aires	475	US\$	12,50%	5	Bono
Ago-10	Córdoba	400	US\$	12,37%	7	Bono
Ago-10	Chubut	104	US\$	9,75%	10	Fondo Fiduciario
Sep-10	Prov. Buenos Aires	550	US\$	12,00%	5	Bono
Oct-10	Córdoba	196	US\$	11,72%	7	Bono
Oct-10	Prov. Buenos Aires	250	US\$	11,50%	5	Bono

Fuente: Bloomberg

## Apartado 4 / Principales aspectos del proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2011

En el mes de septiembre el Gobierno Nacional elevó el mensaje del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2011 (PPN-11). De acuerdo a los supuestos macroeconómicos incluidos en el documento, la economía crecería 8,9% en 2010 y 4,3% en 2011, ubicándose en línea con las expectativas del mercado según surge del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM).

La expansión prevista para 2011 sería impulsada en buena medida por el Consumo Privado, en tanto que también se destacaría el aporte de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF). En sentido contrario, las Exportaciones Netas contribuirían negativamente al crecimiento del Producto. Por su parte, el PIB nominal exhibiría una suba de 15,7% interanual (i.a.), en tanto que el PPN-11 espera que la Balanza Comercial se reduzca paulatinamente, ascendiendo a US\$9.868 millones en 2011, en línea con lo esperado por el mercado. Por último, el PPN-11 estima que el tipo de cambio promedio para 2011 será de 4,1 \$/US\$ (ver Cuadro 1).

Cuadro 1 | PPN-11: Supuestos Macroeconómicos

Concepto	2009	Ley Presup. 2010	PPN-11		Expectativas del Mercado - REM <sup>1</sup> (2011)	Diferencia PPN-11 vs. REM (2011)
			2010	2011		
PIB real; en % (var. i.a.)	0,9	2,5	8,9	4,3	4,5	-0,2
Precios Implícitos del PIB <sup>2</sup> ; en % (var. i.a.)	10,0	8,8	12,2	10,9	18,8	-7,9
PIB nominal (en miles de millones de \$)	1.145,5	1.250,8	1.398,9	1.618,0	1.817,0	-199,0
IPC GBA (prom.); en % (var. i.a.)	6,3	6,1	10,3	8,9	11,8	-2,9
Tipo de Cambio Promedio anual \$/US\$ <sup>3</sup>	3,73	3,95	3,93	4,10	4,50	-0,40
Balanza Comercial; en mill. de US\$ <sup>4</sup>	16.888	14.178	12.733	9.868	11.226	-1.358

<sup>1</sup> Relevamiento de Expectativas de Mercado. Resultados de agosto de 2010 (publicados al momento que se presentó el PPN-11).

<sup>2</sup> Variable implícita en los resultados, no relevada directamente por el REM.

<sup>3</sup> En el caso del REM, corresponde a la media del pronóstico de tipo de cambio promedio para los meses de diciembre de 2010 y 2011.

<sup>4</sup> Cálculo realizado tomando en cuenta Exportaciones FOB e Importaciones CIF. Dato implícito en el caso del REM.

Fuente: Elaboración propia en base a Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2011, INDEC y BCRA.

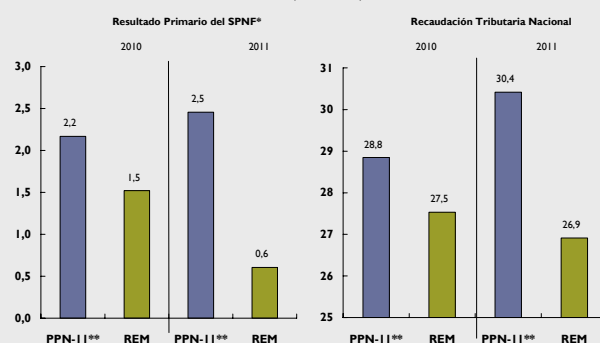
Respecto de la evolución de las finanzas públicas, el proyecto prevé para 2010 un resultado primario del Sector Público no Financiero (SPNF) de \$30.333 millones (2,2% del PIB), incluyendo transferencias de utilidades del BCRA al Tesoro Nacional (TN) por cerca de \$17.000 millones y rentas de la propiedad generadas por los activos administrados por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) por \$7.600 millones.

La relación de ingresos tributarios y el PIB se elevaría desde 28,8% este año a 30,4% en 2011, impulsada principalmente por la suba esperada en el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la Seguridad Social, el impuesto a las Ganancias y los Derechos de exportación. De este modo, de cumplirse los guarismos del PPN-11 la relación Recaudación / Producto alcanzaría un nuevo récord histórico en 2011 (ver Gráfico 1). Adicionalmente, el documento contempla dentro de los ingresos no tributarios del SPNF transferencias de utilidades del BCRA al TN para el año 2011 por \$7.700 millones y rentas de la propiedad originadas en activos administrados por la ANSeS por \$8.600 millones.

Para el año 2011, el PPN-11 contempla una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los gastos primarios al pasar

de un incremento de 29% interanual (i.a.) en 2010 a uno de 17% i.a. el año próximo, hasta alcanzar \$368.018 millones (22,7% del PIB). Los rubros que impulsarían la suba de las erogaciones primarias son las prestaciones de la Seguridad Social (22% i.a.), las transferencias (11% i.a.), el gasto de Capital (24% i.a.) y las Remuneraciones de los empleados públicos (14% i.a.; ver Cuadro 2).

Gráfico 1 | PPN-11: Comparación de Proyecciones del SPNF\* (% del PIB)



\* Sector Público Nacional no Financiero; \*\*Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2011  
Fuente: Elaboración propia en base a Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2011 y REM.

La dinámica del gasto presupuestado prevé, además del impacto pleno de los aumentos jubilatorios otorgados durante 2010, dos subas en las Prestaciones Previsionales (en marzo y septiembre) de acuerdo a la Ley de movilidad previsional<sup>31</sup>. De esta forma, según el PPN-11 el gasto previsional ascendería el año próximo a \$128.800 millones (10,3% del PIB; +0,4 puntos porcentuales p.p.- del Producto interanuales).

Cuadro 2 | PPN-11: Gastos Corrientes y de Capital del SPNF\*

CONCEPTO	Ley Presup. 2010		2010		PPN-11		2011		Var. i.a.
	mill. de \$	% del PIB	mill. de \$	% del PIB	mill. de \$	% del PIB	mill. de \$	% del PIB	
<b>Gastos Corrientes</b>	<b>256.239</b>	<b>20,5</b>	<b>300.363</b>	<b>21,5</b>	<b>352.173</b>	<b>21,8</b>	<b>51.810,3</b>	<b>17,2</b>	
Remuneraciones	39.110	3,1	46.822	3,3	53.529	3,3	6.706,9	14,3	
Bienes y Servicios	14.670	1,2	17.350	1,2	18.907	1,2	1.556,7	9,0	
Intereses	28.035	2,2	29.424	2,1	37.703	2,3	8.279,3	28,1	
Prestaciones de la Seguridad Social	97.062	7,8	105.729	7,6	128.818	8,0	23.088,2	21,8	
Transferencias	73.615	5,9	95.077	6,8	105.379	6,5	10.302,0	10,8	
Otros Gastos Corrientes	3.747	0,3	5.961	0,4	7.838	0,5	1.877,2	31,5	
<b>Gastos de Capital</b>	<b>40.372</b>	<b>3,2</b>	<b>43.242</b>	<b>3,1</b>	<b>53.547</b>	<b>3,3</b>	<b>10.305,3</b>	<b>23,8</b>	
<b>Gastos Primarios</b>	<b>268.586</b>	<b>21,5</b>	<b>314.181</b>	<b>22,5</b>	<b>368.018</b>	<b>22,7</b>	<b>53.836,3</b>	<b>17,1</b>	
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>296.610</b>	<b>23,7</b>	<b>343.605</b>	<b>24,6</b>	<b>405.720</b>	<b>25,1</b>	<b>62.115,6</b>	<b>18,1</b>	

\* Sector Público Nacional no Financiero

Fuente: Ley de Presupuesto Nacional 2010 y Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2011

Por su parte, el gasto en personal subiría 14% i.a., donde gran parte del incremento se explicaría por efecto arrastre debido a los aumentos otorgados durante 2010.

El gasto de Capital crecería 24% i.a., mostrando un ritmo de aumento relativamente superior al de otros rubros relevan-

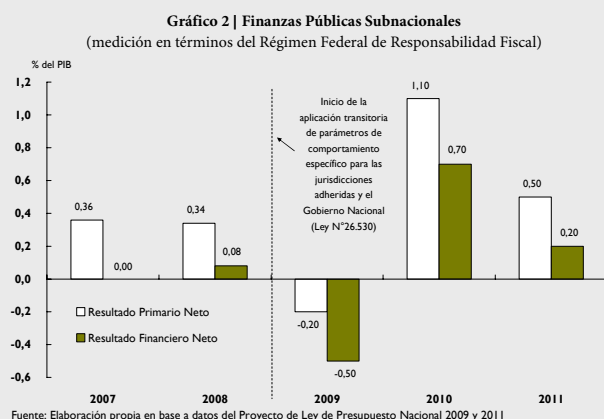
<sup>31</sup> Ley N°26.417.

tes del gasto primario e implicaría una suba en términos 0,2 p.p. del Producto hasta representar 3,3%.

De esta manera, el PPN-11 estima que el SPNF alcanzaría un superávit primario en 2011 de \$39.751 millones (2,5% del PIB), ubicándose por encima de lo esperado por el REM (\$11.000 millones; 0,6% del PIB).

Por otra parte, el PPN-11 autoriza al Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios a continuar con la implementación del Programa de Inversiones Prioritarias creado por la Ley de Presupuesto Nacional 2010. Se permitiría el endeudamiento por hasta US\$7.599 millones para financiar esas obras y el otorgamiento de avales del Tesoro Nacional por hasta US\$18.180 millones. Cabe destacar que la ejecución de las obras se registraría, de acuerdo a lo dispuesto por la Ley, como adelantos a proveedores y contratistas, de modo que no incidiría en la determinación del resultado fiscal hasta la finalización de las mismas.

En relación a las Finanzas Públicas subnacionales, de acuerdo al PPN-11, durante 2009 el consolidado de las provincias registró un déficit primario neto de 0,2% del Producto y un resultado financiero negativo neto de 0,5% del PIB, medido en términos del Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal<sup>32</sup>. Por su parte, para el presente año el proyecto prevé para el consolidado provincial superávits tanto primario como financiero, de 1,1% y 0,7% del Producto, respectivamente. En tanto, para 2011, el documento oficial proyecta un superávit primario de 0,5% del PIB y financiero de 0,2% del Producto (ver Gráfico N° 2).

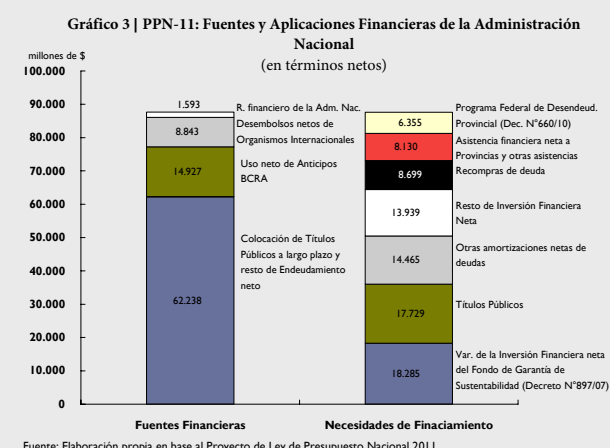


Respecto a la relación Nación-Provincias, se proyectan durante 2011 nuevos desembolsos brutos en el marco del Programa de Asistencia Financiera (PAF) por un total de \$8.000 millones. Los recuperos de financiamiento de perío-

dos previos se elevan a \$1.238 millones (en concepto básicamente de préstamos de Organismos Multilaterales de Créditos a Provincias). De esta manera, la Nación giraría en términos netos a las provincias \$6.760 millones durante el próximo año, cifra que se suma a los \$6.355 millones de financiamiento previsto por la implementación del Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas<sup>33</sup>.

De acuerdo al PPN-11 durante el próximo año la Administración Nacional deberá afrontar servicios de capital por \$112.300 millones (6,9% del PIB), compuestos principalmente por la cancelación de Adelantos Transitorios (AT) del BCRA al Tesoro Nacional (TN) por \$40.800 millones, pagos de Títulos Públicos (\$17.700 millones), Préstamos del Banco de la Nación Argentina (BNA) al Tesoro Nacional (TN; \$7.600 millones), IFIs (\$6.700 millones), Letras del Tesoro (\$6.300 millones) y Préstamos Garantizados (\$1.500 millones).

Considerando la previsión de desembolsos netos de IFI's por \$8.800 millones y el uso neto de Adelantos Transitorios del BCRA al TN por \$14.900 millones, la brecha de financiamiento a cubrir ascendería a \$62.162 millones (US\$15.200 millones). Este endeudamiento se formalizaría a partir de emisiones de Títulos Públicos de largo plazo en moneda extranjera, que se financiarían básicamente a partir de fuentes domésticas e intra sector público (ver Gráfico 3). Entre las fuentes previstas se destaca la nueva integración con reservas de libre disponibilidad del BCRA del Fondo del Desendeudamiento Argentino<sup>34</sup> por un monto de US\$7.504 millones, destinado a cancelar los vencimientos de la deuda pública con tenedores privados correspondientes al ejercicio fiscal 2011.



<sup>32</sup> El artículo 19 de la Ley N°25.917 del Régimen de Responsabilidad Fiscal establece que la medición del resultado fiscal surge de la diferencia entre los recursos percibidos y los gastos devengados netos de las erogaciones corrientes financiadas con préstamos de Instituciones Financieras Internacionales (IFIs) y de los gastos de capital destinados a infraestructura social básica necesaria para el desarrollo económico y social financiados con cualquier uso del crédito.

<sup>33</sup> Decreto N° 660/2010.

<sup>34</sup> Decreto N°298/2010.

## VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

### VII.1 Síntesis

El fuerte dinamismo evidenciado por la economía durante los últimos trimestres llevó a consecutivas revisiones al alza del crecimiento del Producto para este año, ubicándose al presente en torno a 9% interanual (i.a.), tasa de expansión muy superior a la prevista en ocasión de la elaboración del Programa Monetario (PM) 2010, cuando ascendía a 2,5% i.a.. Ante este mayor crecimiento de la actividad económica, que implica una demanda de dinero superior para llevar adelante el volumen de transacciones asociado, el Banco Central actualizó las metas monetarias del segundo semestre de 2010. El cumplimiento de los objetivos originales para el resto del año hubiera significado probablemente conferirle a la política monetaria un carácter contractivo de tal magnitud, que hubiese afectado la expansión económica, el crédito y la creación de empleo. Incorporando la proyección de crecimiento anual del PIB de 9,1%, sin modificar los precios originalmente previstos en el escenario base, se proyectó una suba del M2 total de 24,1% i.a. en septiembre y de 24,8% i.a. en diciembre.

En septiembre, la tasa de crecimiento interanual del M2 estuvo 0,3 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del escenario base previsto en la actualización del PM, ubicándose el saldo promedio del M2 en \$221.200 millones (23,8% i.a.). A su vez, todos los componentes del M3 subieron en el trimestre, aunque los depósitos a plazo fijo fueron los que explicaron la mayor parte del alza en el agregado monetario. En particular, las colocaciones a plazo fijo del sector privado se incrementaron 11,3% (\$7.810 millones), presentando el mayor aumento trimestral de los últimos años y acelerando su ritmo de crecimiento interanual de 22% i.a. en junio a 28% i.a. en septiembre.

Los préstamos en pesos al sector privado aumentaron en el noveno mes del año 26,6% i.a., 6,5 p.p. por encima del alza registrada en junio pasado. Se destacaron en el trimestre las financiaciones instrumentadas mediante documentos (créditos a empresas) y los préstamos al consumo.

Durante el tercer trimestre, el Banco Central mantuvo las tasas de interés para sus operaciones de pase, mientras que las asociadas a Letras y Notas del Banco Central evidenciaron descensos respecto al trimestre previo. En lo que respecta a las principales tasas de interés pasivas promedio de corto plazo, registraron un ligero aumento. La pagada en el tramo mayorista y por depósitos en pesos de hasta 35 días de plazo (BADLAR) por los bancos privados se ubicó en 10,5%, 0,4 p.p. superior a la de junio. Por su parte, la tasa otorgada por bancos privados a colocaciones inferiores a \$100.000 aumentó 0,2 p.p. en el período, ubicándose en 9% en septiembre. Las tasas de interés activas promedio evidenciaron comportamientos disímiles. En lo que respecta a las vinculadas a préstamos destinados a las actividades comerciales, la correspondiente al total de los adelantos en cuenta corriente se mantuvo en 18,5%, mientras que la de documentos a sola firma se ubicó en 15,4%, y la de los documentos descontados en 13,3%, evidenciando aumentos de 0,4 y 0,2 p.p. respectivamente. Las tasas de interés de los préstamos personales descendieron 0,5 p.p. respecto a junio, ubicándose en 29,3% en septiembre.

Por último, con el fin de profundizar el nivel de bancarización de los agentes económicos, el BCRA tomó una serie de medidas que se implementarán en su totalidad antes de fin de año, entre las que se destacan la creación de la cuenta gratuita universal, la reducción de los costos de las operaciones de transferencias bancarias de fondos y la promoción de la provisión gratuita y utilización del cheque cancelatorio.

Gráfico VII.1  
Tasas de Interés  
(datos diarios - TNA)

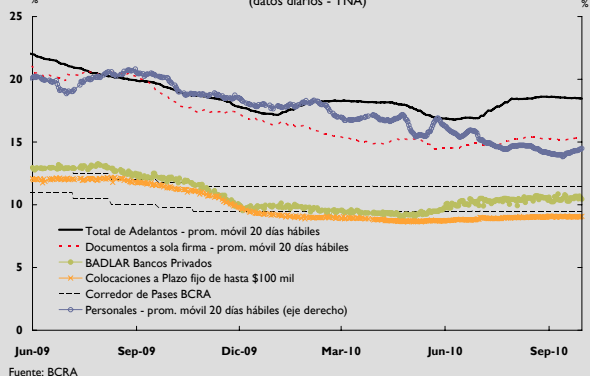
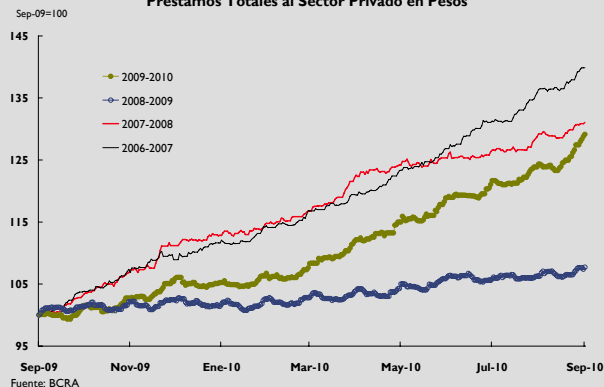
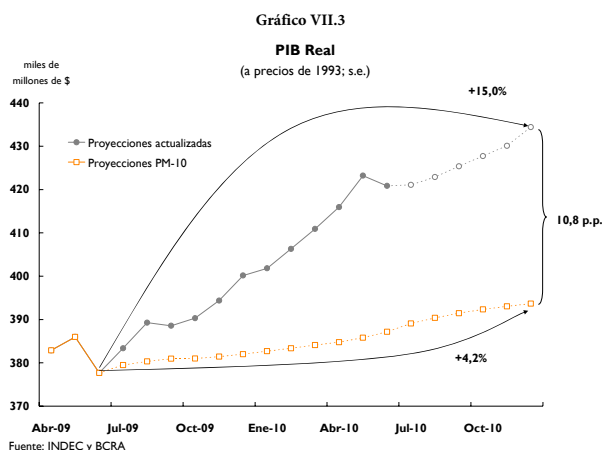


Gráfico VII.2  
Préstamos Totales al Sector Privado en Pesos



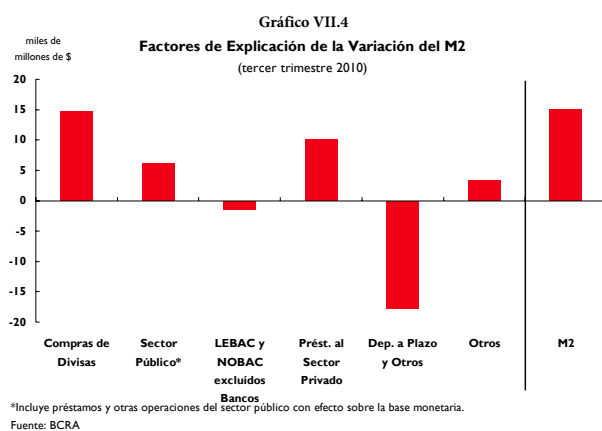




**Tabla VII.1**  
**Programa Monetario 2010 - Metas Actualizadas**

var % i.a.		Sep-10	Dic-10
M2 total	Superior	28,8	29,4
	Base	24,1	24,8
	Inferior	21,8	22,4
M2 privado	Superior		29,9
	Base		23,2
	Inferior		21,1
saldos, en millones de \$		Sep-10	Dic-10
M2 total	Superior	230.173	254.706
	Base	221.696	245.643
	Inferior	217.666	240.930
M2 privado	Superior		215.200
	Base		204.023
	Inferior		200.598

Fuente: BCRA



## VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés

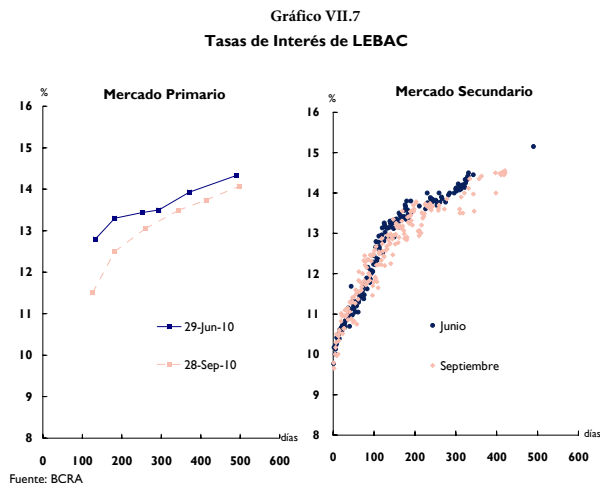
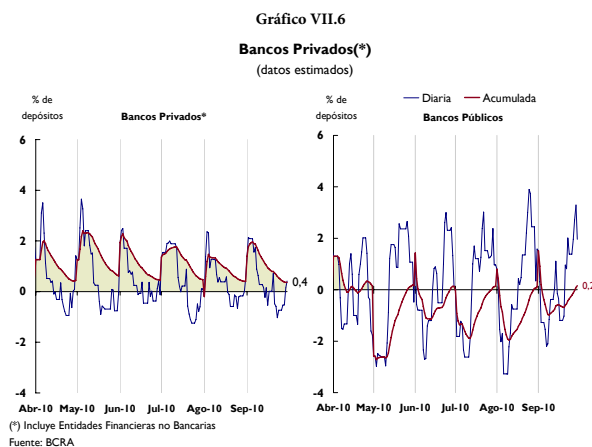
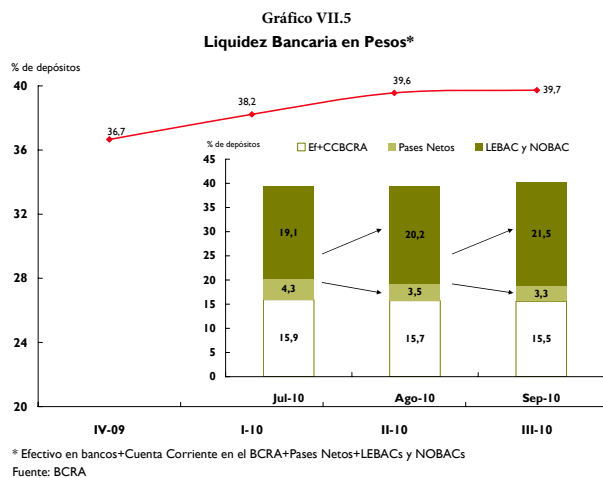
El creciente dinamismo de la actividad económica continuó impulsando un aumento en la demanda de dinero transaccional del sector privado. Este fuerte crecimiento de la economía, muy superior al previsto originalmente en el Programa Monetario (PM) 2010 (2,5%), llevó a que, en agosto, el Banco Central actualizara las metas monetarias del segundo semestre<sup>35</sup>. De esta manera, evitó conferirle un carácter contractivo a la política monetaria, que hubiese afectado el crecimiento del Producto, la dinámica del crédito y la creación de empleo. Las metas del PM 2010 fueron actualizadas incorporando la proyección actual de crecimiento del PIB de 9,1%, sin modificar los precios originalmente previstos. Como resultado, en el escenario base se proyectó un crecimiento de los medios de pagos totales (M2 total) de 24,1% interanual (i.a.) en septiembre y de 24,8% i.a. en diciembre (ver Gráfico VII.3 y Tabla VII.1).

En este contexto, en septiembre el M2 registró un saldo promedio mensual de \$221.240 millones, creciendo en el tercer trimestre 7,3% (\$14.970 millones) y presentando una variación de 23,8% i.a.. De esta manera, el M2 total se ubicó levemente por debajo del escenario base del PM actualizado. Por su parte, los medios de pagos privados (M2 privado) presentaron un saldo promedio de \$195.030 millones, con un incremento trimestral de 8,9% (\$15.860 millones) y un aumento de 31,1% i.a..

El incremento del M2 durante el trimestre estuvo explicado principalmente por las compras de divisas del Banco Central en el mercado y el crecimiento de los préstamos al sector privado (ver Gráfico VII.4). Respecto a las primeras, persistió el escenario de mayores excedentes de moneda extranjera respecto a lo que se había observado en el primer trimestre, producto de una mayor liquidación de exportaciones y de una reducción de la salida de capitales. De esta manera, en el tercer trimestre las compras de divisas implicaron una expansión cercana a \$14.800 millones, que el Banco Central esterilizó parcialmente, principalmente mediante la colocación de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC), en línea con lo que venía realizando. Por su parte, los préstamos al sector privado continuaron acelerando su ritmo de expansión (ver sección de Crédito al Sector Privado). En tanto, los depósitos a plazo fueron el factor más importante de contracción del M2 en el trimestre, tras registrarse aumentos, tanto de los pertenecientes al sector privado como de los constituidos por el sector público.

<sup>35</sup> Es importante recordar que en el año 2003 también el BCRA había modificado sus bandas para los agregados monetarios. Para mayor detalle de los recientes cambios, ver el Documento de Actualización de las metas del Programa Monetario 2010 en <http://www.bcr.gov.ar/pdfs/polmon/Actualización%20metas%20PM%20segundo%20semestre%202010.pdf>.





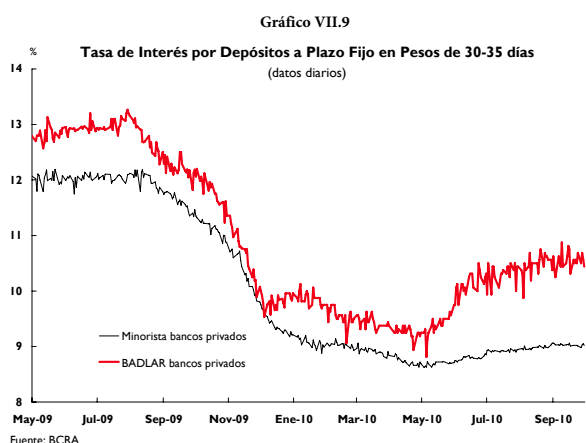
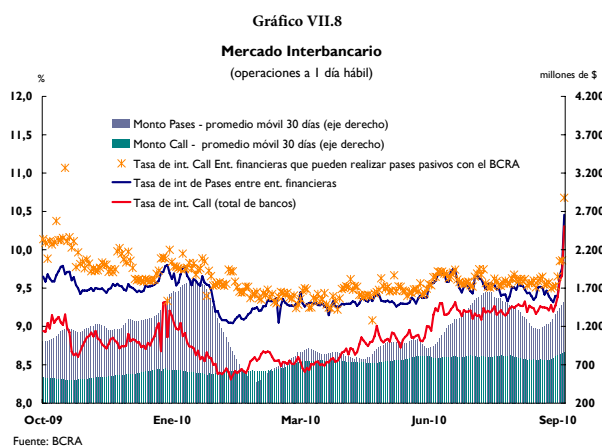
Por otra parte, el Banco Central informó que estima que la variación del M2 se ubicará en septiembre de 2011 en torno a 25,5% i.a. y la del M2 Privado en torno a 27,4% i.a..

Durante el tercer trimestre, el crecimiento de los depósitos en pesos de las entidades financieras permitió fondar el incremento de los préstamos en pesos al sector privado, así como fortalecer la liquidez bancaria, que fue, en promedio, equivalente a 39,7% de los depósitos en pesos en el período (ver Gráfico VII.5). Además, y tal como venía sucediendo a lo largo del año, se verificó un cambio de composición a favor de los activos de mayor plazo (LEBAC y NOBAC) y en detrimento de los de menor plazo (cuenta corriente en el BCRA, efectivo en bancos y pases netos).

En tanto, la posición de efectivo mínimo en pesos finalizó los tres meses del trimestre con un excedente de 0,3% de los depósitos totales en esa moneda. Particularmente, durante julio y agosto, el excedente a lo largo de cada mes fue menor al de los meses previos, en especial en los bancos privados (ver Gráfico VII.6). En tanto, la exigencia de encajes resultó ser levemente inferior durante el trimestre a raíz del aumento de la participación de los depósitos a plazo fijo en el total de depósitos en pesos, los cuales cuentan con un coeficiente de encaje menor al de los depósitos a la vista.

Por otra parte, en el segmento en moneda extranjera, el excedente de la posición de efectivo mínimo se mantuvo en torno al 50% de los depósitos totales en moneda extranjera, aunque con una leve tendencia descendente a lo largo del trimestre (+4,1 puntos porcentuales -p.p.- respecto a junio). Esto se debió a la menor integración por aplicación de recursos hacia préstamos en dólares al sector privado, y al descenso de colocaciones del sector público (que, en general, están totalmente “encajadas”) a fin de afrontar el pago de vencimientos de deuda en dólares.

En el marco de la política tendiente a profundizar la bancarización de los agentes económicos, hacia fines de septiembre el BCRA aprobó una serie de medidas que quedarán implementadas antes de fin de año. En particular, se creó la cuenta gratuita universal, poniendo a disposición de toda la población una cuenta bancaria básica y una tarjeta de débito. De este modo se extendió la disponibilidad de los servicios bancarios para incluir a un segmento de la población que aún no había podido ser incorporado al sistema financiero. Asimismo, se redujeron los costos de las operaciones de transferencias bancarias de fondos y se promovió la provisión gratuita y el uso del cheque cancelatorio como medio de pago.



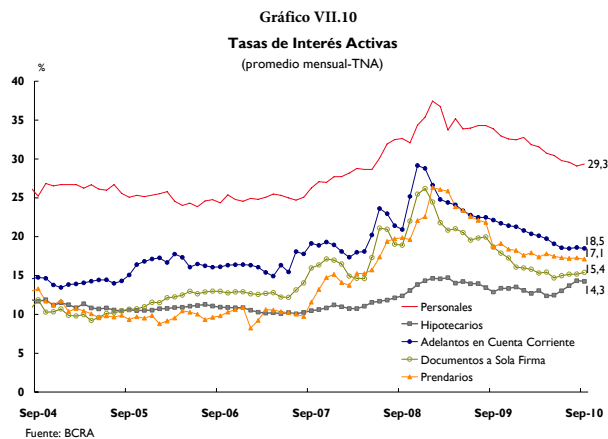
### Tasas de Interés

Durante el trimestre el Banco Central mantuvo las tasas de interés para sus operaciones de pase en 9,0% y 9,5%, para 1 y 7 días, mientras que las tasas de pases activos de 1 y 7 días continuaron en 11,0% y 11,5%, respectivamente. Por otra parte, la esterilización mediante la emisión de LEBAC y NOBAC continuó realizándose a tasas de interés decrecientes, observándose un desplazamiento hacia abajo de la curva de rendimientos (ver Gráfico VII.7). Entre julio y septiembre, la esterilización del 60% del efecto expansivo generado por las compras de divisas del Banco Central tuvo como contrapartida un aumento en torno al 25% del *stock* de LEBAC y NOBAC, que alcanzó \$72.565 millones. Cabe señalar que, si bien el total de títulos del Banco Central ha alcanzado valores máximos en términos nominales, si se lo mide en proporción de la base monetaria, de las reservas internacionales y del M3\*, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos y en moneda extranjera, se encuentra aún por debajo de sus máximos históricos.

En el mercado secundario de LEBAC y NOBAC se observó un crecimiento del 5% trimestral en el monto operado. Las LEBAC continuaron representando casi la totalidad del monto negociado, con leves disminuciones de las tasas de interés de las especies de mayores plazos, mientras que en el resto de los casos, las tasas se mantuvieron en niveles similares al trimestre previo.

Por otro lado, las tasas de interés promedio en los mercados de préstamos interbancarios se mantuvieron relativamente estables en el transcurso de la mayor parte del período, aunque registraron leves aumentos respecto a junio producto del incremento observado ese mes. En septiembre, las tasas de interés en el mercado interbancario (*call*) promediaron 9,3%, tanto para el total de operaciones como para las que se realizaron a 1 día hábil, registrándose un incremento de 0,5 p.p. respecto del promedio de junio. Por su parte, la media de la tasa de interés en el mercado de pases entre entidades financieras (excluyendo al Banco Central) a 1 día hábil fue de 9,5%, 0,2 p.p. mayor que en junio. Si bien en ambos mercados se observó un incremento en las tasas promedio de los últimos días hábiles del trimestre, dicha suba fue transitoria, y habría estado asociada a operaciones puntuales con una elevada participación en el monto negociado (ver Gráfico VII.8).

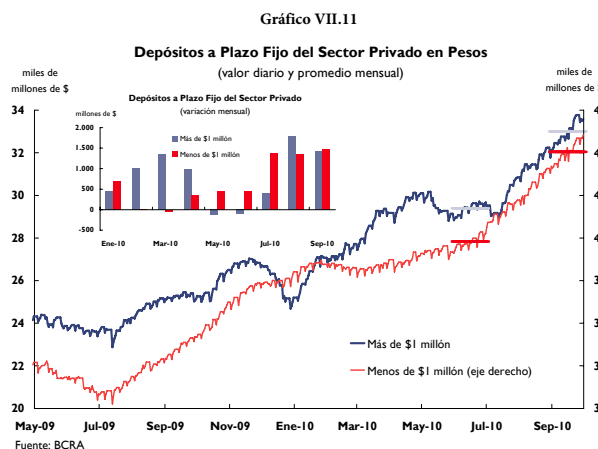
En lo que respecta a las principales tasas de interés pasivas promedio de corto plazo, se observó un leve aumento durante el trimestre. La tasa de interés pagada en el tramo mayor a \$1 millón de hasta 35 días de plazo (BADLAR) por los bancos privados se ubicó en 10,5%, 0,4 p.p. por encima de la correspondiente a junio. Por su



parte, la tasa pagada por bancos privados a colocaciones en el segmento minorista (montos inferiores a \$100.000) aumentó 0,2 p.p. en el período, ubicándose en 9% (ver Gráfico VII.9). En tanto, en el mercado de futuros de BADLAR las tasas de interés de los contratos con vencimiento al término del cuarto trimestre se ubicaron en torno a 11,1%, aproximadamente 2 p.p. por debajo de la registrada para dichos contratos en junio.

En tanto, las tasas de interés activas evidenciaron comportamientos disímiles durante el trimestre. En lo que respecta a las vinculadas a préstamos destinados a las actividades comerciales, la tasa del total de los adelantos en cuenta corriente se mantuvo en 18,5%. Mientras tanto, la correspondiente a los adelantos en cuenta corriente con acuerdo previo, otorgados a empresas, por hasta 7 días de plazo y por montos superiores a \$10 millones, que representaron una quinta parte del total de adelantos en cuenta corriente con acuerdo, se ubicó en 10,7%, incrementándose en 0,6 p.p. respecto al promedio de junio. Por otra parte, las tasas de interés de las financiacines realizadas mediante documentos registraron una leve suba trimestral. En efecto, la tasa de los documentos a sola firma se ubicó en 15,4%, mientras que la correspondiente a los documentos descontados alcanzó 13,3%, evidenciando aumentos de 0,4 y 0,2 p.p. respectivamente entre julio y septiembre (ver Gráfico VII.10).

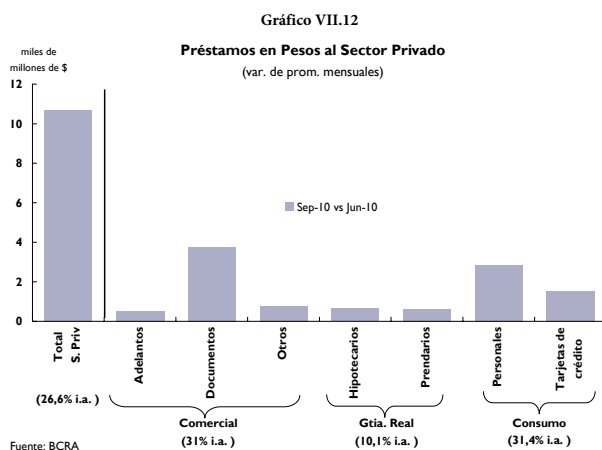
Por otra parte, las tasas de interés por préstamos hipotecarios a las familias registraron un aumento trimestral de 1,2 p.p., ubicándose en 14,3%. Mientras tanto, las tasas de los préstamos con garantía prendaria descendieron levemente (0,2 p.p.), alcanzando un nivel de 17,1% al finalizar el tercer trimestre. Por último, las asociadas a los préstamos personales continuaron descendiendo (0,5 p.p) respecto al último mes del trimestre anterior, ubicándose en 29,3%.



### VII.3 Agregados Monetarios Amplios y Crédito

En los últimos meses se evidenció un fortalecimiento de la demanda de dinero más amplia, que contempla aquellos componentes que no están directamente relacionados con los motivos transaccionales, como los depósitos a plazo. El agregado en pesos más amplio, M3, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos, registró en el trimestre un crecimiento de 9,8% (\$32.820 millones) y un aumento de 31,8% i.a..

Todos los componentes del M3 subieron en el trimestre aunque los depósitos a plazo fijo fueron los que explicaron la mayor parte de la suba trimestral del agregado. En particular, entre julio y septiembre las colocaciones a

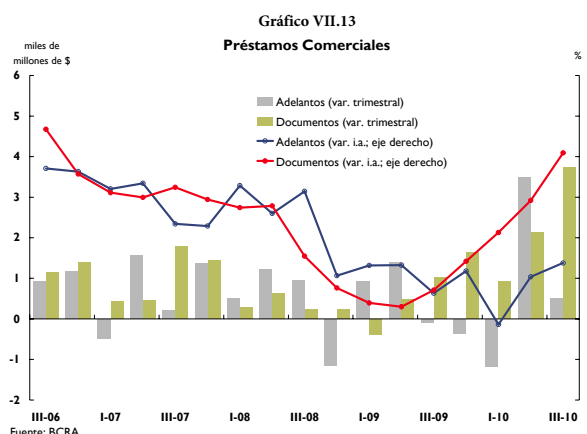


plazo fijo crecieron 15% (\$17.570 millones), presentando aumentos tanto las del sector público como las del sector privado. Respecto a estas últimas, se incrementaron 11,3% (\$7.810 millones), registrándose alzas en el segmento mayorista y en el minorista. De esta forma, las imposiciones a plazo fijo del sector privado presentaron en el trimestre el mayor crecimiento de los últimos años, acelerando la expansión desde 22% i.a. en junio hasta 28% i.a. en septiembre (ver Gráfico VII.11).

En el segmento en moneda extranjera, el total de depósitos mostró una reducción de 6,9%, explicada esencialmente por las colocaciones del sector público, las cuales disminuyeron para hacer frente a los servicios de la deuda del período. Los depósitos pertenecientes al sector privado continuaron creciendo, con aumentos de similar magnitud en los depósitos a la vista y en las imposiciones a plazo fijo. De esta manera, el agregado más amplio, M3\* evidenció un aumento de 7,3%.

### **Crédito al Sector Privado<sup>36</sup>**

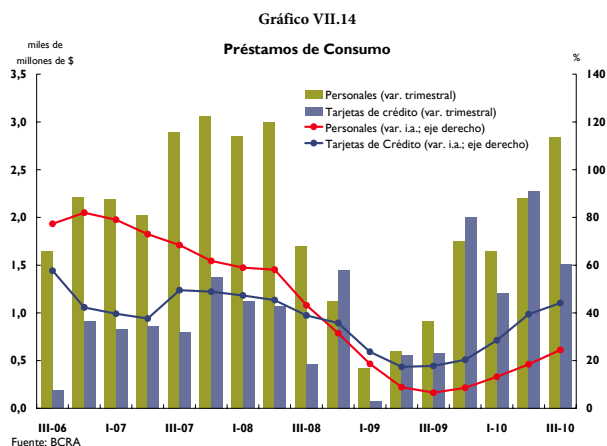
Los préstamos en pesos al sector privado registraron un incremento de \$10.670 millones (8%) en el trimestre, impulsados por las financiaci3nes instrumentadas mediante documentos y por los préstamos al consumo (ver Gráfico VII.12). De esta manera, continuaron acelerando su ritmo de expansi3n, que pasó a 26,6% i.a. en septiembre, 6,5 p.p. por encima del que registraban en junio.



Los préstamos destinados a financiar principalmente actividades comerciales se incrementaron \$5.030 millones (9,4%) en el trimestre, presentando un comportamiento disímil entre sus principales líneas. Las financiaci3nes instrumentadas mediante documentos mostraron un gran dinamismo, al crecer \$3.740 millones (14,8%; (ver Gráfico VII.13). En tanto, los adelantos en cuenta corriente, pasada la fase de mayor demanda de liquidez estacional por parte de las empresas, crecieron sólo \$515 millones (2,6%). Las restantes financiaci3nes comerciales registraron un alza de \$775 millones (9,4%) en el trimestre.

Los préstamos al consumo se acrecentaron \$4.345 millones (8%) en el último trimestre, impulsados principalmente por los préstamos personales, que mostraron a partir de agosto un renovado dinamismo y registraron

<sup>36</sup> Al igual que en los trimestres pasados, en los últimos meses se han producido movimientos contables, ocasionados por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros. En el momento de la conformaci3n de un fideicomiso financiero con cartera de préstamos de un banco, esa parte de la cartera se quita del rubro "Préstamos" en el balance y se transfiere al fideicomiso. Análogamente, cuando se transfieren préstamos desde un fideicomiso a la cartera de préstamos de un banco los créditos trasladados se registran en el rubro "Préstamos" del balance. Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta secci3n se encuentran ajustadas por este tipo de operatoria que, si bien altera los saldos contables, no afectan al stock de financiaci3nes otorgadas.

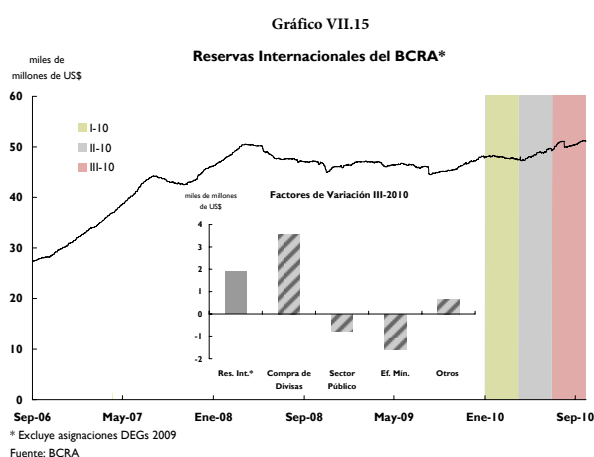


un crecimiento de \$2.845 millones (8,6%) entre julio y septiembre (ver Gráfico VII.14). Por su parte, las financiaciones con tarjetas de crédito crecieron en julio a un ritmo sustancialmente menor respecto al que venían mostrando desde abril, en parte vinculado a la cancelación de los saldos en virtud del cobro del medio salario anual complementario. Si bien en los meses subsiguientes presentaron un mejor desempeño, no recobraron el dinamismo del segundo trimestre. De esta manera, en el último trimestre evidenciaron un aumento de \$1.500 millones (7,1%).

Los préstamos con garantía real crecieron \$1.295 millones (10,1%), casi duplicando lo observado en el segundo trimestre. Los préstamos hipotecarios se incrementaron \$655 millones (3,6%), mientras que los prendarios avanzaron \$640 millones (8,4%). En ambos casos la mayor parte del aumento se concentró en septiembre.

Por su parte, los préstamos en moneda extranjera al sector privado registraron un sustancial aumento (US\$ 630 millones, 10,9%) explicado por las mayores financiaciones instrumentadas mediante documentos, que avanzaron US\$1.180 millones en el trimestre.

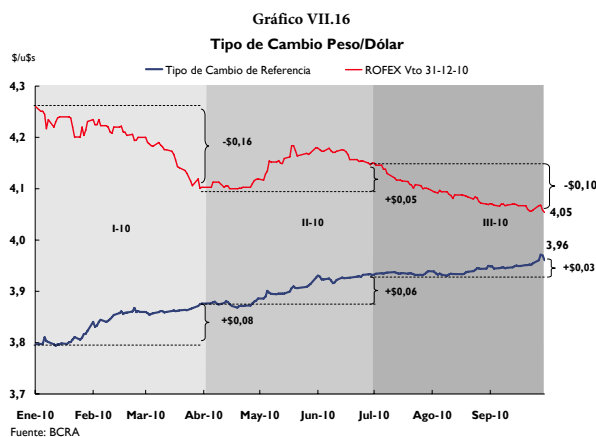
Por otra parte, cabe mencionar que a comienzos del cuarto trimestre se llevó a cabo la primera licitación de fondos en el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFP). El monto total de recursos licitados ascendió a \$230 millones y la tasa de interés a abonar por cada entidad financiera será del 9% nominal anual sobre los fondos adjudicados. En tanto, el costo financiero total para los respectivos prestatarios será de hasta el 9,9% nominal anual. El PFP tiene como objeto el otorgamiento de fondos a largo plazo a las entidades financieras a fin de mejorar la oferta de crédito a la inversión y a la actividad productiva.



## VII.4 Mercado de Cambios

El stock de Reservas Internacionales totalizó US\$51.125 millones al final del tercer trimestre de 2010 (ver Gráfico VII.15), aumentando US\$ 1.885 millones respecto a junio. En el marco de la política de acumulación precautoria de Reservas Internacionales, el principal factor que explicó tal incremento fueron las compras de divisas del Banco Central, que en el período totalizaron US\$3.578 millones, acumulando en el año compras netas por US\$9.292 millones<sup>37</sup>. En tanto, las operaciones del sector público hicieron descender el saldo de reservas por los pagos de deuda en moneda extranjera, dentro de los cuales se destacó la cancelación de parte del BODEN 2012 en agosto por un monto de US\$ 2.212 millones. Tales

<sup>37</sup> Al 15 de octubre de 2010, fecha de cierre estadístico.



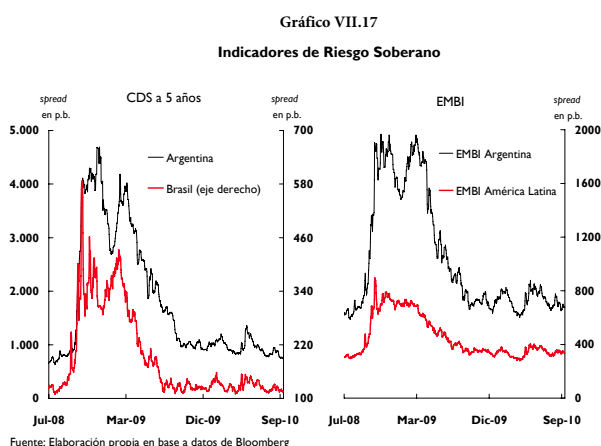
fondos provinieron de depósitos públicos en bancos comerciales, por lo que el mayor efecto se observó en la disminución de las cuentas de efectivo mínimo, en parte compensada por el aumento que generó el pago a tenedores residentes, ya sea del sector financiero como del no financiero.

En el mercado de cambios, la cotización del dólar estadounidense fue 3,96 \$/US\$ a fines de septiembre (ver Gráfico VII.16), incrementándose 0,7% respecto a junio y evidenciando una depreciación del peso menor a la de los dos trimestres anteriores. Esto se vio reflejado en los contratos a futuro, que marcaron un descenso en el tipo de cambio esperado para fin de año respecto de las expectativas vigentes en junio, y registraron niveles récord en el volumen negociado (\$1.325 millones en agosto). En tanto, respecto al real y al euro, la depreciación del peso fue más importante, producto de una apreciación de tales monedas respecto al dólar estadounidense. En efecto, septiembre finalizó con una cotización de 2,34 \$/real (6,6% superior respecto a fines de junio) y 5,39 \$/euro (11,8%). Por su parte, en términos reales y en relación a la canasta compuesta por las monedas de los principales socios comerciales, el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral<sup>38</sup> (ITCRM) indicó una pérdida de valor (2% agosto respecto a junio), la primera caída en cuatro trimestres.

## VII.5 Otros Activos

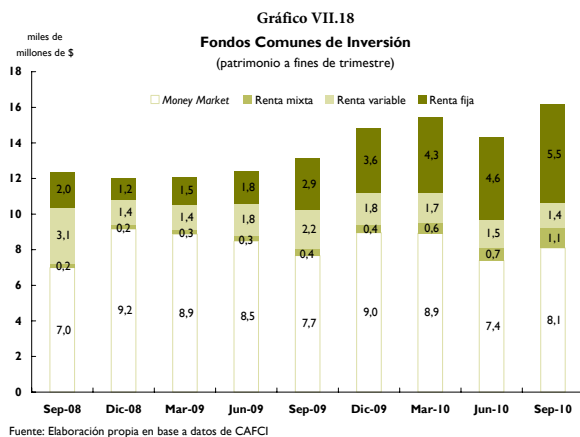
Durante el tercer trimestre, todos los mercados bursátiles relevantes para la economía argentina tuvieron resultados positivos, con un comportamiento muy homogéneo. Hasta inicios de agosto la tendencia era alcista dado el optimismo que generó la divulgación de los *stress tests* europeos. Esta tendencia se revirtió al crecer los temores en torno a la dinámica económica, principalmente de Estados Unidos. Sin embargo, la mejora en el margen de ciertos indicadores de actividad y el anuncio de nuevas medidas de estímulo de los principales bancos centrales permitió cierto repunte de los precios de los activos bursátiles hacia fines del trimestre (ver Sección II).

En este marco, el índice del Mercado de Valores de Buenos Aires (MERVAL) cerró septiembre con 2.643 puntos, materializando un alza de 21% en el trimestre. A excepción de una fuerte caída de 6% sufrida a mediados de agosto por un recorte de recomendaciones sobre la deuda argentina, la evolución del índice MERVAL fue positiva debido al impulso asociado a la finalización exitosa del Canje de deuda y al menor *stress* en los mercados internacionales durante el trimestre. El incremento inter-



<sup>38</sup> Los detalles metodológicos de su cálculo se encuentran disponibles en la página web [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar).



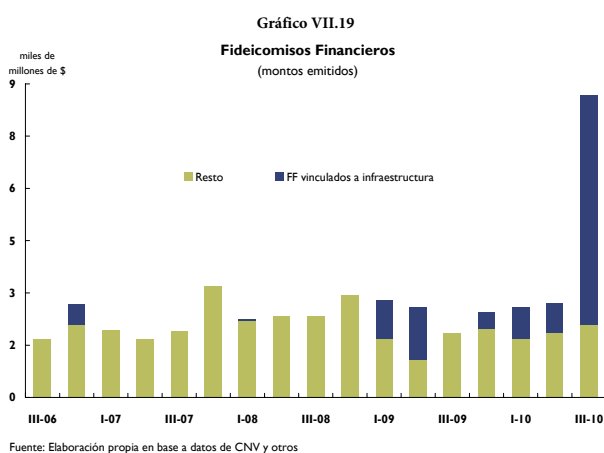


anual del MERVAL ascendió a 27%, y acumuló un alza de 14% en lo que va de 2010. La volatilidad histórica del MERVAL - 22 ruedas - en términos anualizados y medida en dólares, fue 14,5% a fines del trimestre, 11,1 p.p. inferior al valor de junio.

Asimismo, la evolución del mercado de renta fija también estuvo influenciada positivamente, en gran parte del trimestre por el cierre del proceso de Canje de la deuda. Hubo, especialmente en septiembre, fuertes aumentos en los volúmenes operados propiciados por la suba de calificaciones soberanas en moneda local y extranjera (de B- a B) por parte de *Standard & Poor's* (S&P) y por los atractivos rendimientos a nivel internacional que presentaban los títulos argentinos ante la mejora de los fundamentos macroeconómicos.

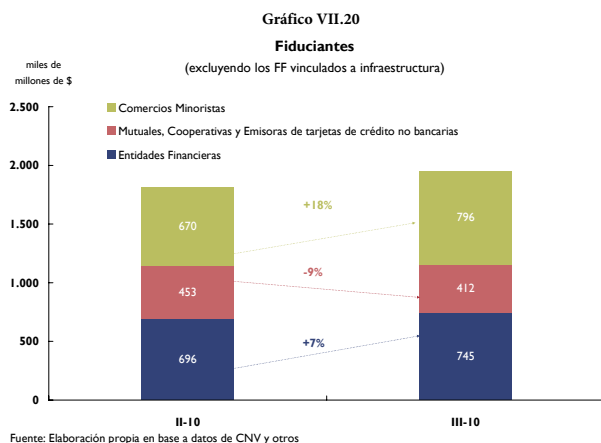
En este sentido, y en línea con lo evidenciado para la mayoría de las economías emergentes, los indicadores de riesgo soberano de Argentina se redujeron respecto de lo registrados en junio. El *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI+) de Argentina finalizó el trimestre en 675 puntos básicos (p.b.), lo que implica una reducción de 146 p.b.. En el caso del *spread* de los contratos de *Credit Default Swaps* (CDS) a 5 años (el segmento más negociado) de nuestro país se redujo 236 p.b. respecto a junio (ver Gráfico VII.17).

Uno de los grupos de inversores institucionales más importantes en el mercado local son los fondos comunes de inversión (FCI), que en el tercer trimestre del año registraron una importante suba, de 12%, finalizando el período con un patrimonio por encima de los \$18.100 millones. Este incremento estuvo impulsado por el tramo en moneda local, el cual explicó casi el 95% de la variación. Los FCI en pesos experimentaron un aumento trimestral de 12,8%, cerrando el trimestre con un patrimonio de \$16.140 millones, favorecidos por el resultado positivo que tuvieron los mercados en los que invierten. La mayor alza correspondió a los fondos de renta fija que, al aumentar 19,2%, alcanzaron a fin de septiembre un patrimonio de \$5.500 millones. Por su parte, por primera vez en al año, el segmento de *money market* finalizó un trimestre con un aumento (9,4%), explicado principalmente por la suba de la cantidad de cuotas partes hasta alcanzar un patrimonio de \$8.100 millones, representando el 50% del total en pesos.



Los fondos de renta mixta aumentaron su patrimonio por séptimo trimestre consecutivo (52,2% en el trimestre), que finalizó septiembre en más de \$1.200 millones. En cambio, los fondos de renta variable continuaron con su tendencia negativa y retrocedieron 9,4% en igual período, finalizando el trimestre con un patrimonio de

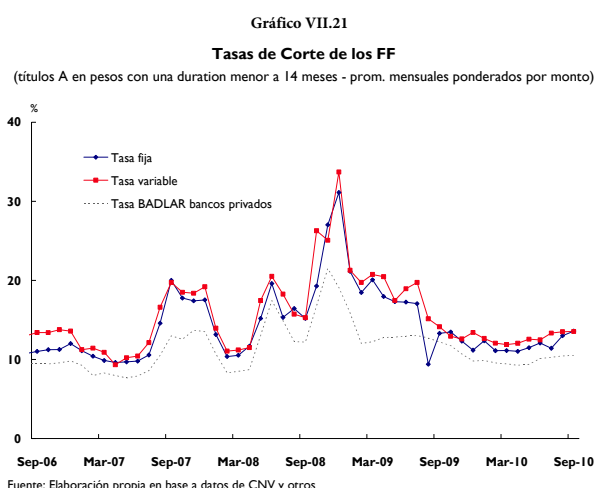




\$1.400 millones. Debe destacarse que dicha disminución estuvo explicada por la caída en la cantidad de cuotapartes de esta clase de FCI, en el contexto de aumento de precios que prevaleció para este tipo de activos (ver Gráfico VII.18).

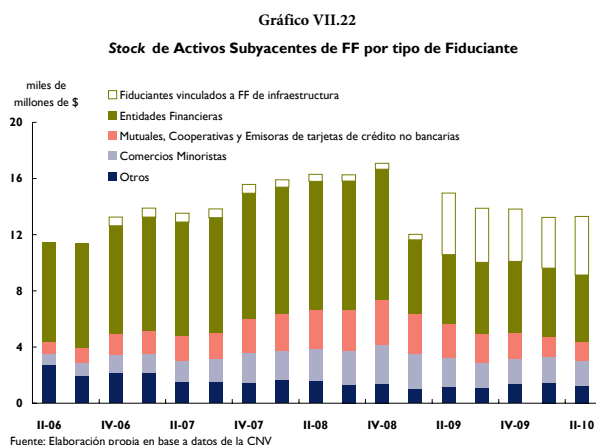
Por su parte, los FCI en moneda extranjera crecieron 6% en el período, alzándose con un patrimonio de US\$500 millones. Esta suba fue inducida por los aumentos en los tramos de renta fija (10,6%) y renta mixta (33,1%). En cambio, los fondos de renta variable disminuyeron su patrimonio en 7%, debido a la caída en la cantidad de cuotapartes. Mientras tanto, los fondos de *money market* tuvieron un leve descenso (2%) en su patrimonio, también resultado de la reducción de la cantidad de cuotapartes en este segmento.

Finalmente, por su relevancia al considerar las fuentes de financiamiento disponibles en el mercado local, es importante mencionar la evolución de las emisiones de Fideicomisos Financieros (FF). En el trimestre, alcanzaron un valor récord, al totalizar \$8.675 millones, de los cuales \$6.580 millones correspondieron a colocaciones del sector público destinadas a financiar proyectos productivos y obras de infraestructura. De esta manera, el total colocado en el trimestre más que triplicó el del trimestre anterior. Si no se consideran las colocaciones del sector público el aumento fue de 13% (ver Gráfico VII.19).



Excluyendo los FF vinculados a obras de infraestructura (por tratarse de colocaciones esporádicas de singular magnitud y naturaleza), los principales fiduciarios del trimestre fueron los comercios minoristas (48% del total), al tiempo que registraron un 19% de aumento en sus titulizaciones respecto al trimestre previo. Le siguieron las entidades financieras (35% del total) con un leve incremento en el monto securitizado respecto al segundo trimestre del año. En tanto, las mutuales, cooperativas y emisoras no bancarias de tarjetas de crédito (20% del total) experimentaron una disminución marginal en sus securitizaciones (ver Gráfico VII.20).

Este desempeño estuvo acompañado por una variedad de activos subyacentes. La mayor parte correspondió a flujos futuros de fondos (76% del total), producto de las importantes colocaciones destinadas a financiar obras de infraestructura, seguidos por los activos vinculados al consumo (préstamos personales y cupones de tarjetas de crédito), que en conjunto representaron el 18% del total. Adicionalmente, se securitizaron préstamos hipotecarios y contratos de *leasing* que no se titulizaban desde el último trimestre de 2009; y títulos públicos, que no se securitizaban desde el primer trimestre del año. El resto correspondió a créditos comerciales.



Las tasas de interés de corte (promedio ponderado por monto) de los títulos *senior* con una *duration* menor a los 14 meses aumentaron. La tasa de los títulos concertados a tasa variable se ubicó en septiembre en 13,5% y la de los títulos con rendimiento fijo en 13,6%, registrando subas respecto a junio de 1,1 p.p. y 1,5 p.p., respectivamente (ver Gráfico VII.21). Por su parte, la *duration* de los títulos *senior* (promedio ponderado por monto) se incrementó sustancialmente respecto al trimestre previo dada la presencia de activos de más largo plazo, ubicándose en 47 meses.

De acuerdo a la última información de balance correspondiente a junio de 2010, el *stock* de activos de los FF se mantuvo prácticamente sin cambios respecto al trimestre anterior, ubicándose en \$13.295 millones (ver Gráfico VII.22). De la discriminación del *stock* de activos por tipo de fiduciante, los vinculados a FF de infraestructura, en su mayoría pertenecientes al sector público fueron los únicos que incrementaron el *stock* de activos en circulación, de alrededor de 15% (+\$560 millones) respecto al trimestre anterior, compensando las disminuciones registradas en tal *stock* por el resto de los fiduciarios. En tanto, el valor de los activos de los FF se redujo 11% (-\$1.665 millones).

## VIII. Inflación

### VIII.1 Síntesis

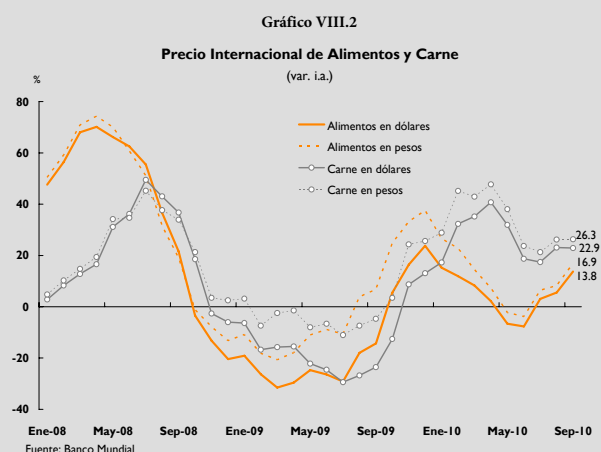
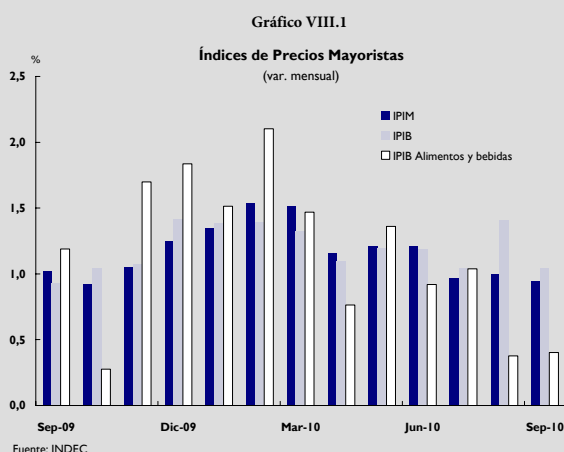
Los diferentes indicadores de precios tuvieron un comportamiento acotado en el tercer trimestre del año, que estuvo en línea con el desempeño de los tres meses anteriores, aunque hacia el final del período exhibieron una nueva suba, coincidiendo con el aumento de precios internacionales de las materias primas.

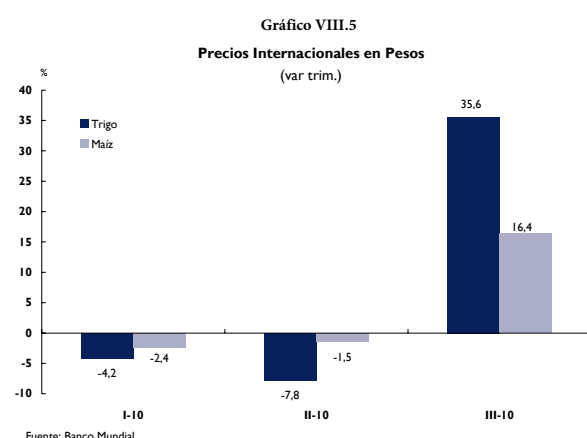
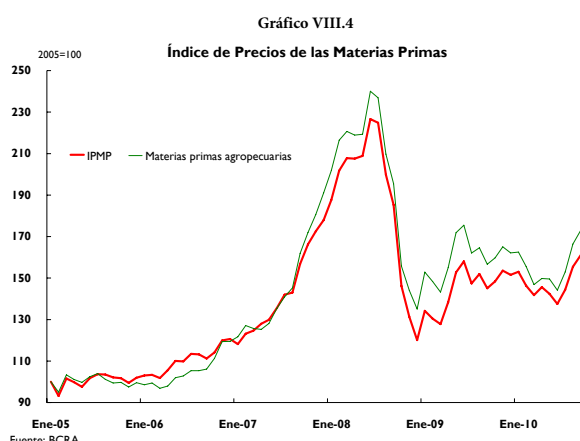
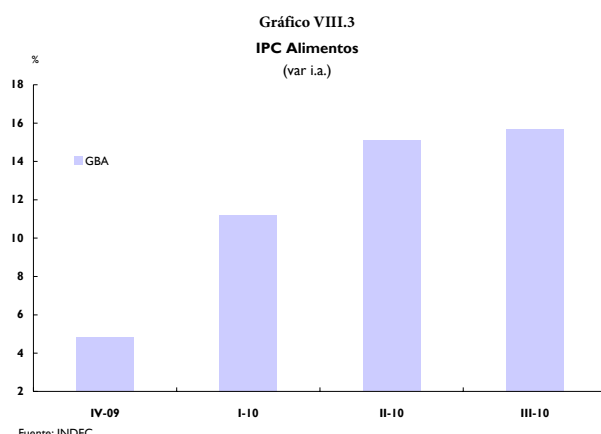
El alza de los precios minoristas, principalmente alimentos, resultó similar a la del trimestre previo y en algunos casos levemente inferior. Si bien no operaron los shocks de oferta que impulsaron las fuertes subas en los primeros meses del año, el encarecimiento de los precios de los alimentos encontró sostén en una demanda interna elevada. Asimismo, hacia final del trimestre comenzaron a trasladarse parcialmente los aumentos en las cotizaciones internacionales de los commodities alimentarios registrados en los meses recientes.

Los precios mayoristas tuvieron alzas similares a las del segundo trimestre impulsados principalmente por los Productos primarios. Mientras que los precios de las materias primas agrícolas ganaron dinamismo respondiendo a la evolución de las cotizaciones internacionales de estos bienes, los precios de los Productos manufacturados y de los Productos importados exhibieron una ligera estabilización en su ritmo de crecimiento interanual.

Los Costos de la construcción elevaron su trayectoria interanual, impulsados por los mayores costos de la mano de obra, en el marco de un nuevo acuerdo salarial.

En adelante, se esperan algunas presiones sobre los precios minoristas aunque serían menores a las observadas en la primer mitad de 2008 y en los primeros meses del corriente año. Si bien el actual ciclo alcista de los precios agrícolas comparte algunos rasgos con los del episodio de 2008, ambos escenarios distan de ser idénticos. En particular, a diferencia de lo acontecido en 2007-2008, la actividad económica mundial presenta un panorama incierto, con señales de recuperación todavía débiles en los países industrializados. En este marco, aún luego de los factores coyunturales que marcaron el rumbo del mercado en los últimos meses, los precios de las materias primas agrícolas se encuentran todavía por debajo de los máximos de 2008.





## VIII.2 Precios Minoristas

En el tercer trimestre del año los precios minoristas mostraron una dinámica similar a la del período abril-junio, e incluso en algunos casos las tasas mensuales resultaron inferiores. De esta forma, la trayectoria interanual se mantuvo relativamente estable, aunque mostrando una ligera suba hacia el final del período.

La evolución de los alimentos fue la que determinó principalmente la trayectoria de los precios minoristas. Tanto en el Gran Buenos Aires (GBA) como en algunas provincias del interior para las cuales se dispone de índices de precios comparables elaborados a partir de canastas de bienes y servicios de consumo, los alimentos tuvieron un desempeño moderado en los primeros meses del tercer trimestre, exhibiendo en la mayoría de los casos subas aún menores que en los meses del trimestre previo<sup>39</sup>. Como consecuencia, en términos interanuales las variaciones se ubicaron en niveles similares a las del período abril-junio. En tanto, el rubro de los alimentos siguió siendo el agregado con mayor contribución a la suba general de los precios (ver Gráfico VIII.3).

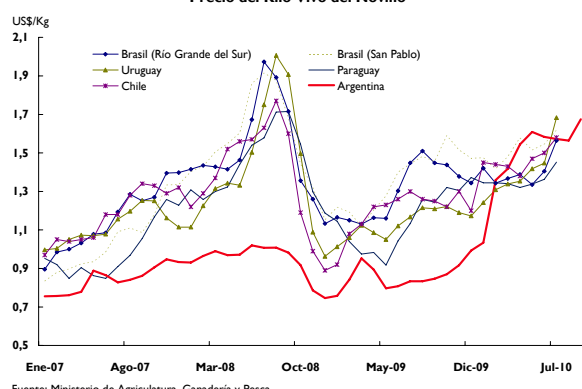
La convergencia hacia tasas de variación mensuales más bajas fue lenta debido a la persistencia generada por el *shock* de oferta del primer trimestre, lo cual determinó que, en la mayoría de los casos, las menores presiones desde el frente interno y externo se plasmaran en menores alzas en el mercado interno recién en los primeros meses del tercer trimestre. Sin embargo, hacia el final de este período se registró un posible quiebre en esta tendencia, ya que la mayoría de los indicadores captaron una tasa de aumento más elevada en los alimentos. Este comportamiento podría estar vinculado a un traslado parcial a los precios del mercado interno de las recientes subas en las cotizaciones internacionales de los *commodities* de origen agropecuario, que en el tercer trimestre del año se aceleraron (ver Gráfico VIII.4 y Apartado 2).

En este sentido, las principales subas registradas hacia el final del período en análisis se concentraron en productos como el pollo, donde impacta la suba de los precios de los granos, registrándose aumentos también en sus sustitutos cercanos, como la carne vacuna.

Dada la correlación entre la evolución de las cotizaciones internacionales de las materias primas alimenticias y la de los precios de este rubro en el mercado interno, cabría esperar un mayor dinamismo de los alimentos en los próximos meses, a medida que se vaya completando

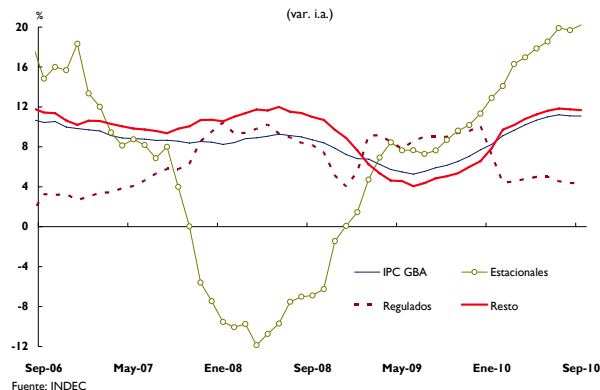
<sup>39</sup> Las provincias seleccionadas son aquellas que disponen de índices de precios calculados a partir de canastas de bienes y servicios y que los publican regularmente. No se han incluido, por lo tanto, los índices denominados "autoponderados". Asimismo, para aquellos casos donde la información estaba disponible, se calcularon índices excluyendo el capítulo de Alimentos y bebidas.

Gráfico VIII.6  
Precio del Kilo Vivo del Novillo



el traslado al mercado interno de las recientes alzas en los precios de los productos agrícolas, en un contexto de demanda sostenida. De todos modos, las características de estas nuevas presiones desde el frente externo determinarían un impacto menor sobre los precios minoristas que el del primer trimestre del año y al observado en la primera mitad de 2008. Esto se debe a que las alzas se reflejaron en las cotizaciones de los granos, principalmente trigo y maíz, que tienen una menor incidencia directa sobre los precios de la canasta familiar que aumentos directos en los precios externos de la carne vacuna (ver Gráfico VIII.5). Por otro lado, las recientes subas en los precios de la carne vacuna en los mercados mayoristas, que llegaron a superar incluso a las cotizaciones de los países vecinos, ya se han comenzado a reflejar a nivel minorista y determinarían un nivel de precios más elevado en los próximos meses (ver Gráfico VIII.6).

Gráfico VIII.7  
IPC GBA. Subíndices  
(var. i.a.)

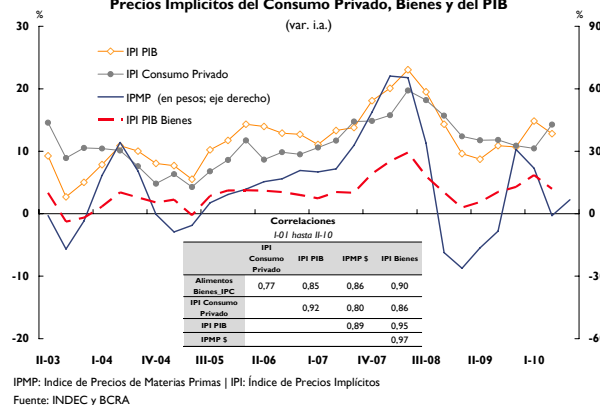


Analizando en forma separada el comportamiento de los Bienes y de los Servicios de la canasta de consumo, en el tercer trimestre la evolución de los primeros siguió ejerciendo un rol preponderante en la variación de los índices minoristas. Dentro del segmento de los Servicios, los no regulados mostraron una ligera recuperación en el trimestre. En este período impactaron las subas en las cuotas de la medicina prepaga, los gastos por expensas, los aumentos en los servicios relacionados con el automotor, como estacionamientos y seguros, las alzas en los servicios de esparcimiento, como turismo y televisión por cable y el incremento en la comida fuera del hogar, entre otros.

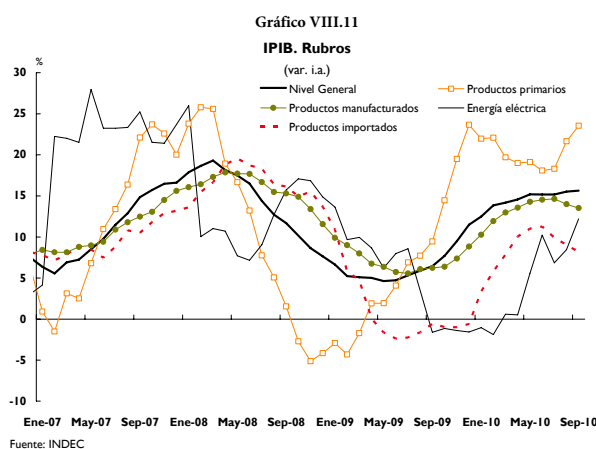
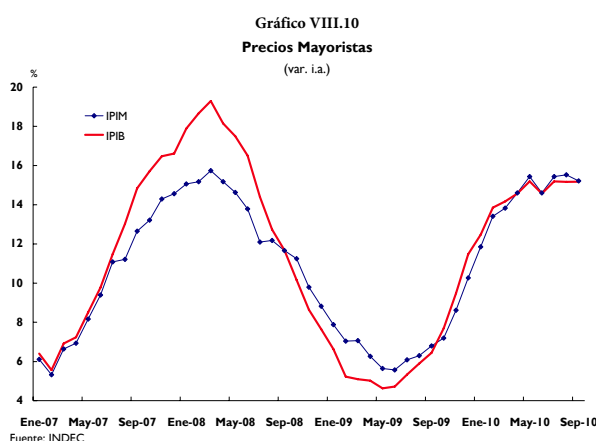
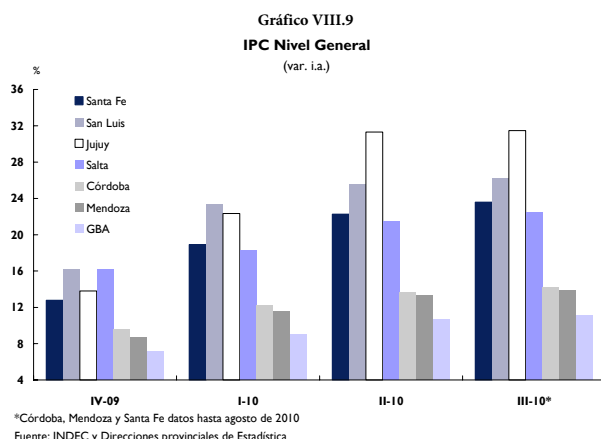
A nivel de subíndices<sup>40</sup>, el IPC Resto (compuesto por bienes y servicios que no están afectados por cuestiones estacionales o regulaciones gubernamentales) y los ítems Estacionales siguieron subiendo por encima del promedio. En contraposición, los precios Regulados continuaron desacelerándose por el comportamiento de los servicios incluidos en este agregado, fundamentalmente porque, a diferencia de lo ocurrido los dos años anteriores, no se observaron incrementos en las tarifas del transporte público de pasajeros, ni en las de gas y electricidad, aunque se registraron aumentos en combustibles para el automóvil y en los cigarrillos (ver Gráfico VIII.7).

Desde una óptica más amplia, el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB mostró una tendencia descendente en el segundo trimestre (12,8% i.a.), debido a la fuerte desaceleración de los precios de las Exportaciones (8,3% i.a.), mientras se espera que en el tercer trimestre esta situación se revierta al plasmarse la recuperación de las

Gráfico VIII.8  
Precios Implícitos del Consumo Privado, Bienes y del PIB  
(var. i.a.)



<sup>40</sup> En el presente capítulo, para la apertura del Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires (IPC GBA) por subíndices (IPC Resto, Estacionales y Regulados) se procedió a empalmar las series históricas (base 1999 = 100) con las variaciones mensuales publicadas a partir de abril de 2008, cuando la nueva base pasó a ser abr-08 = 100.



cotizaciones de los *commodities* en el IPI de las Exportaciones (ver Gráfico VIII.8).

Desagregando el IPI entre Bienes y Servicios, si bien se verificó un menor ritmo de subas en ambos componentes, la mayor desaceleración en términos interanuales la verificaron los Bienes durante el segundo trimestre. Recordemos que en los primeros meses del año habían mostrado un importante incremento en su tasa interanual debido principalmente a la suba de los precios internacionales en línea con la recomposición de la demanda mundial, siendo el precio de la carne el de mayor incidencia.

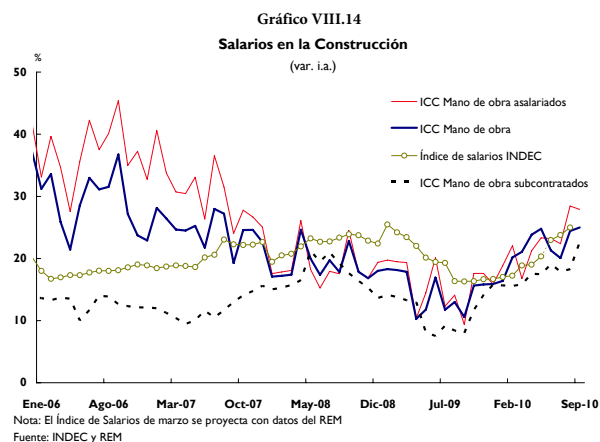
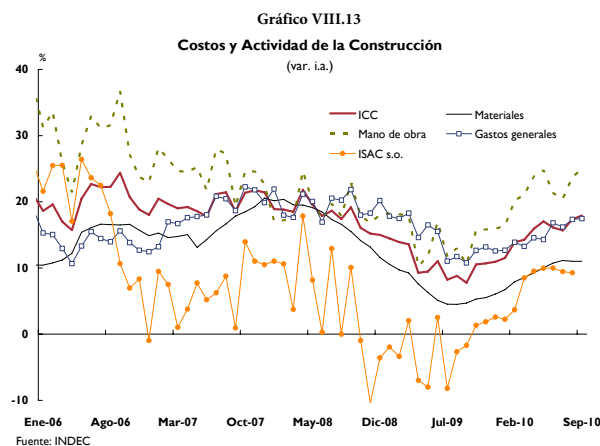
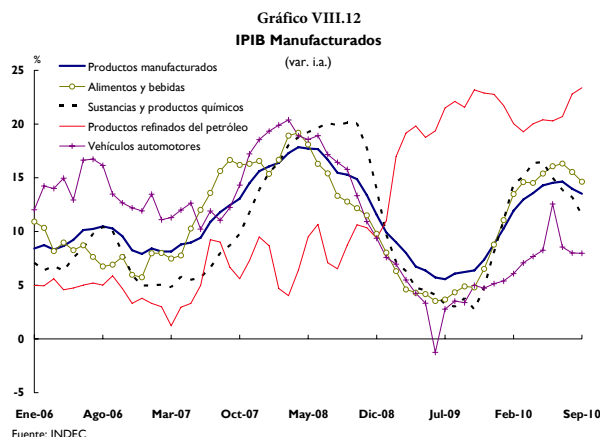
En resumen, si bien en el tercer trimestre los indicadores de precios tanto del GBA como de algunas provincias del interior mostraron una dinámica relativamente acotada, hacia el final del período se observó un mayor dinamismo de los precios de los alimentos, que reflejaron el parcial traslado de las subas en las cotizaciones internacionales de los alimentos (ver Gráfico VIII.9).

### VIII.3 Precios Mayoristas

Los precios mayoristas también tuvieron un comportamiento en línea con el segundo trimestre, dado que la aceleración de los precios de los Productos primarios fue parcialmente compensada por la desaceleración de los Productos manufacturados (ver Gráficos VIII.10 y VIII.11).

Los Productos primarios, particularmente hacia el final del trimestre, mostraron fuertes subas respondiendo a la evolución de los precios internacionales de las materias primas en los mercados mundiales. Particularmente se verificaron alzas significativas en las cotizaciones de los cereales y oleaginosas. En adelante no se esperarían fuertes presiones sobre los precios mayoristas por el lado de los Productos primarios, dado que se prevé que las cotizaciones internacionales de los granos se mantengan estables o se incrementen levemente (ver Sección II).

Por su parte, los Productos manufacturados promediaron en el tercer trimestre del año una menor inflación mensual que determinó una desaceleración en su trayectoria interanual. Los rubros con mayor incidencia en la suba acumulada en un año continúan siendo los Alimentos y bebidas, los Productos refinados de petróleo (que representan la evolución de los precios de los combustibles en el mercado interno), las Sustancias y productos químicos y los Vehículos automotores, carrocerías y repuestos (ver Gráfico VIII.12).



Finalmente, los valores mayoristas de los Productos importados manufacturados también registraron cierta desaceleración, probablemente vinculada al menor ritmo de expansión de la economía mundial y a un tipo de cambio nominal estable.

#### VIII.4 Costos de la Construcción

El Índice de Costos de la Construcción (ICC) continuó aumentando en términos interanuales, reflejando los mayores costos salariales (ver Gráfico VIII.13 y Sección III). Por su parte, las subas de los Gastos generales y Materiales fueron más contenidas.

Dentro de los costos de la Mano de obra, el sector asalariado es el que mostró mayores aumentos, acelerándose en los últimos meses en respuesta a la firma de una nueva escala salarial<sup>41</sup>. En tanto, los valores de los subcontratos de mano de obra, que cuentan con mayor flexibilidad, se están recuperando pero a un ritmo más lento. La variación del componente de Mano de obra del ICC se encuentra ligeramente por debajo del índice de salarios del INDEC, que capta la evolución de las remuneraciones de toda la economía.

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

Finalmente, los precios de los Materiales crecieron por debajo de los salarios y de los Gastos generales, mostrando una trayectoria estable, aunque con una leve recuperación en términos interanuales respecto del segundo trimestre.

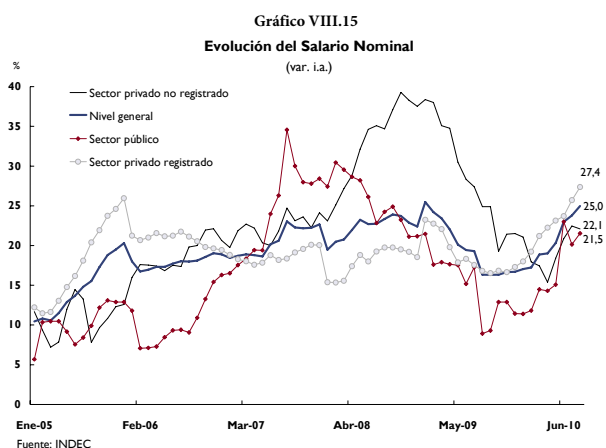
#### VIII.5 Salarios

En el contexto de expansión de la actividad económica, se incrementaron la demanda de trabajo y el empleo, con un impacto favorable sobre la desocupación y un aumento de los salarios nominales (ver Gráfico VIII.15).

Las remuneraciones exhiben una aceleración desde comienzos de año, ante la incorporación en los salarios de los incrementos acordados en las negociaciones. De este modo, el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) proyecta para 2010 un aumento en los salarios nominales de 25,4% (ver Gráficos III.16 y VIII.17).

<sup>41</sup> Las Resoluciones S.T. N° 639/2010 y N° 866/2010 establecieron nuevos valores salariales para las categorías previstas en los Convenios Colectivos de Trabajos N° 76/75 y N° 151/75 con subas de 27%.

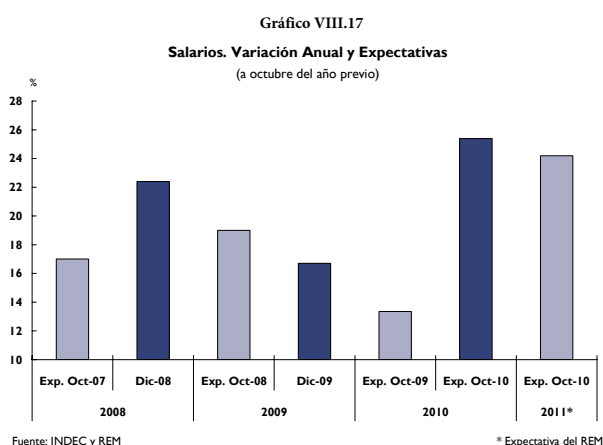
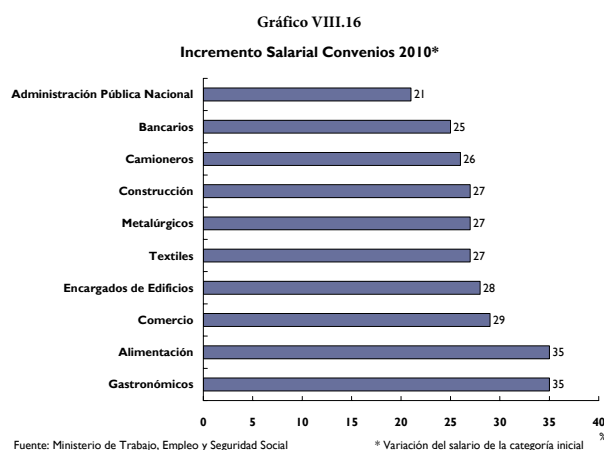




El impulso al alza salarial proviene principalmente del sector privado registrado, que experimentó el mayor incremento en el año. Los trabajadores de la industria manufacturera tuvieron una mejora del 30,1% i.a. en el segundo trimestre, impulsados por los aumentos en las automotrices y las metalúrgicas. Las subas en los servicios fueron más moderadas, alcanzando a 22,4% i.a. en comercio, 22,6% i.a. en hoteles y restaurantes y 23,1% en transporte, almacenamiento y comunicaciones.

Los salarios del sector público también se incrementaron por encima de 2009. Asimismo, las remuneraciones al segmento privado no registrado se aceleraron en los últimos meses, quebrando la tendencia de desaceleración de inicios de año.

Para 2011 se espera continúe la mejora del mercado laboral, aunque en un ritmo más moderado.



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

### IX.1 Síntesis

Durante el tercer trimestre, se observó una mejora general de los pronósticos recabados por el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) acerca de la evolución de la actividad económica del país. En efecto, se acrecentaron las expectativas de crecimiento para el presente año a 7,8%, basadas en un aumento de la contribución del Consumo y de la IBIF, parcialmente compensado por un mayor aporte negativo de las Exportaciones Netas. Para el año venidero se incrementaron las estimaciones de crecimiento del PIB a precios constantes de 4,2% a 5,0%.

Continúan ajustándose al alza las proyecciones de variación del Índice de Salarios para 2010, a 25,4%, y en igual sentido se corrigieron para 2011. En tanto, las perspectivas implícitas de expansión del IPI del PIB para el año en curso y el siguiente aumentaron en promedio 3,5 puntos porcentuales (p.p.).

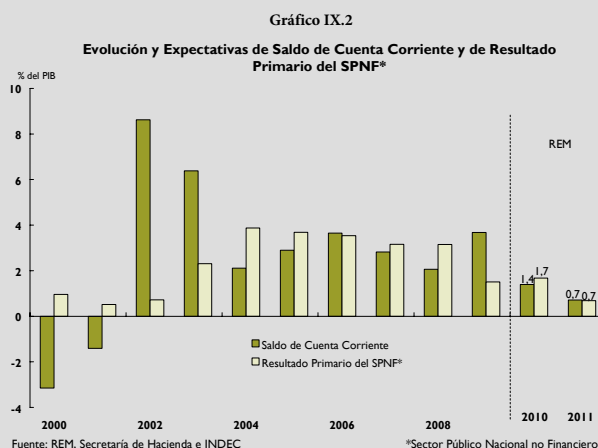
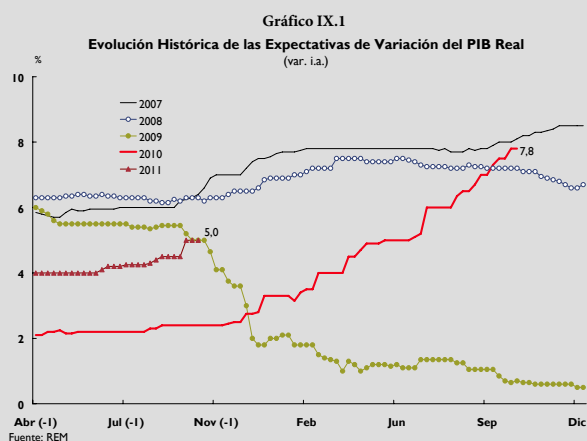
Al igual que en el anterior **Informe de Inflación**, volvieron a aumentar los pronósticos tanto de depósitos como de préstamos para 2010, y también subieron para 2011. Por otro lado, las expectativas de tasas de interés para el presente y el próximo año evidenciaron una ligera caída en términos generales.

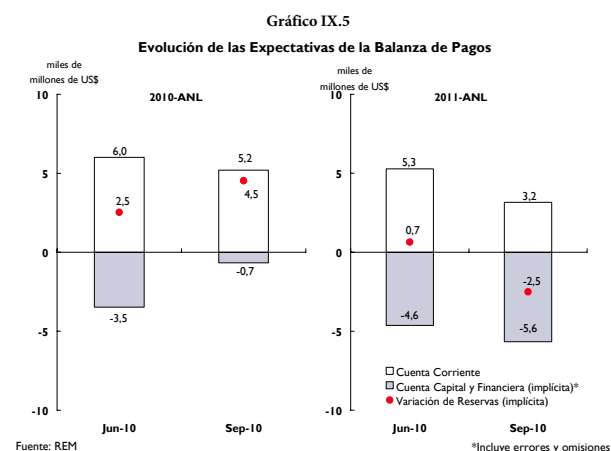
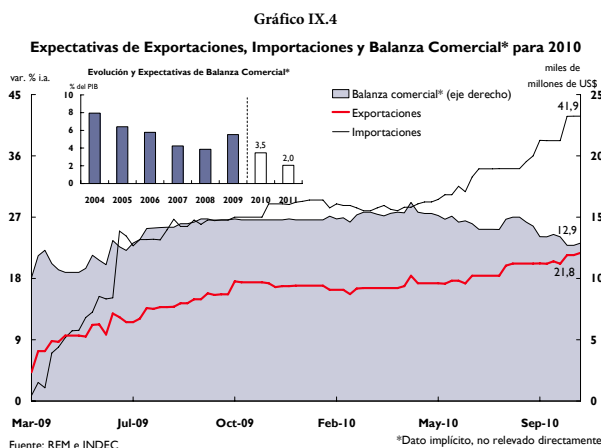
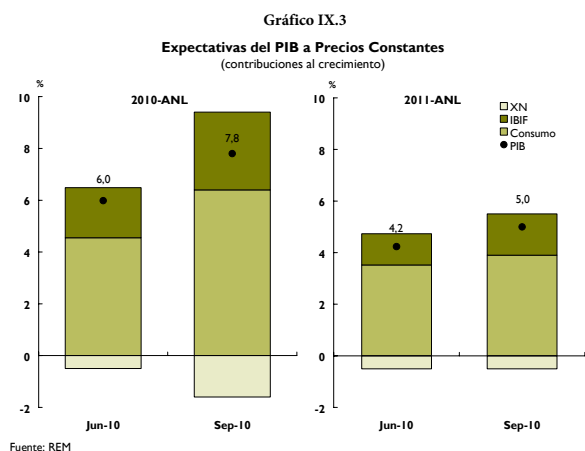
La mediana de las proyecciones del Agregado Monetario M2 para el promedio de diciembre de 2010 se incrementó a \$238.800 millones, con el 50% de los pronósticos ubicados dentro del rango recientemente actualizado del PM 2010, quedando el 50% restante por debajo. Para 2011 la variación interanual del M2 prevista por los participantes asciende a 25,2%.

Las estimaciones de Tipo de Cambio Nominal para el corriente año disminuyeron, ubicando el promedio de la variable en diciembre en \$4,02/US\$. Para 2011, el promedio proyectado para el último mes del año es de \$4,29/US\$, que implicaría una depreciación nominal de 6,6% superando a la esperada para 2010.

Fueron corregidas a la baja las expectativas implícitas de Balanza Comercial para 2010, a US\$12.900 millones, a partir de un aumento de los pronósticos de Importaciones que superó al observado por el de las Exportaciones. Un ajuste similar se registró para el año venidero. En tanto, la perspectiva del Saldo de la Cuenta Corriente para el presente año cayó US\$800 millones a US\$5.200 millones (1,4% del PIB), mientras que para 2011 verificó una contracción de US\$2.100 millones a US\$3.200 millones (0,7% del PIB). Por su parte, el stock de Reservas Internacionales estimado para el año en curso aumentó en US\$2.000 millones a US\$52.500 millones, mientras que se redujo en una cuantía inferior para el año venidero. De esta manera se contrajo el saldo implícito deficitario de la Cuenta Capital y Financiera esperado para el presente año y se amplió para 2011.

Las proyecciones de Recaudación tributaria nacional registraron un marcado incremento para ambos períodos anuales relevados, con una variación interanual que ascendería a 32,8% y a 23,5% y una presión tributaria de 27,7% y de 27,0% del PIB, respectivamente. Las previsiones de Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero para el año en curso se expandieron a 1,7%, mientras que se mantuvieron sin cambios para el año siguiente.





## IX.2 Evolución y Principales Resultados<sup>42</sup>

Al igual que en el último **Informe de Inflación**, las expectativas de crecimiento para 2010 volvieron a incrementarse, a 7,8% (+1,8 puntos porcentuales -p.p.-), a partir de aumentos en el aporte del Consumo<sup>43</sup> y de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), parcialmente compensados por una mayor contribución negativa de las Exportaciones Netas (XN). Para 2011 las perspectivas del PIB a precios constantes subieron ligeramente a 5,0% (ver Gráfico IX.3). Pese a la revisión al alza en el nivel de actividad, se destaca que la proyección de Tasa de Desocupación para los dos períodos anuales relevados permaneció en torno a 7,8%.

Las expectativas implícitas de superávit comercial para el corriente año disminuyeron marginalmente a US\$12.900 millones (3,5% del PIB), debido a un alza en las estimaciones de Importaciones superior a la registrada para Exportaciones. De esta manera, de cumplirse los pronósticos del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), las ventas externas sumarían US\$67.900 millones y las compras US\$55.000 millones. Para el año próximo los participantes prevén que el saldo de la Balanza Comercial totalice US\$9.100 millones (2,0% del Producto; ver Gráfico IX.4). En el mismo sentido, las estimaciones del saldo de la Cuenta Corriente también se redujeron para los dos períodos anuales relevados. Para 2010 se ubicaron en US\$5.200 millones (1,4% del PIB), en tanto que para 2011 se contrajeron a US\$3.200 millones (0,7% del Producto).

El stock previsto de Reservas Internacionales para fines de 2010 se corrigió al alza a US\$52.500 millones, y para fines del año próximo se redujo a US\$50.000 millones. En este contexto, se revisó a la baja la previsión implícita del déficit de la Cuenta Capital y Financiera a US\$700 millones para el presente año y se expandió marginalmente para el año próximo a US\$5.600 millones (ver Gráfico IX.5).

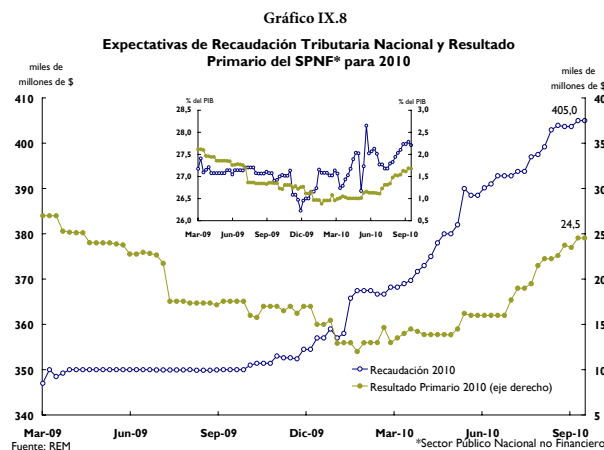
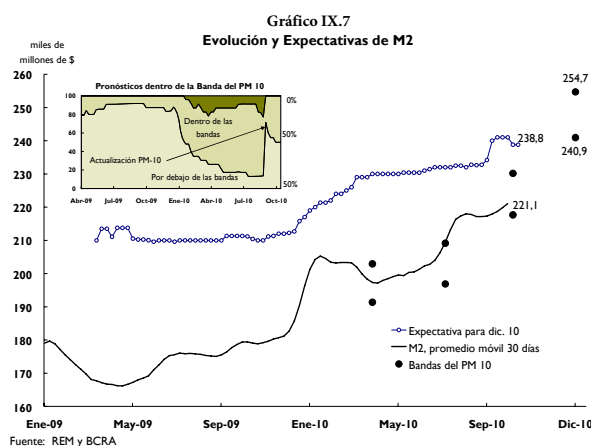
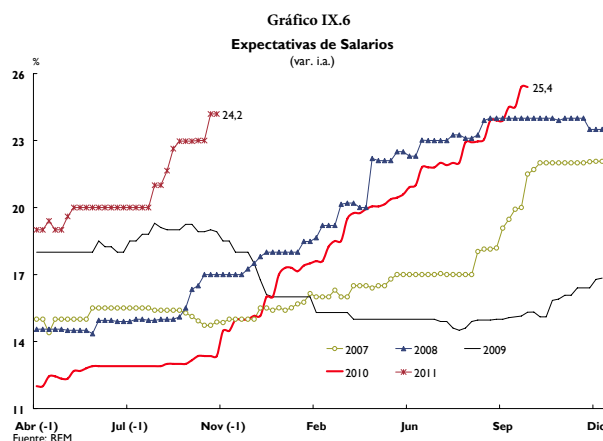
Durante el tercer trimestre, las expectativas de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB<sup>44</sup> para 2010 y 2011 aumentaron 3,5 p.p. en promedio hasta 18,4% y 20,5%, respectivamente. Las perspectivas de variación del Índice de Salarios para el año actual subieron 3,4 p.p. a 25,4%, y en igual sentido fueron ajustadas para el año próximo, a 24,2%. Cabe destacar que durante el presente trimestre se redujo el diferencial entre la tasa de crecimiento de los salarios para el presente y el próximo año (ver Gráfico IX.6).

En términos generales, las estimaciones de tasas de interés para ambos años disminuyeron ligeramente en el trimestre,

<sup>42</sup>Corresponde a la semana estadística 385 finalizada el 13 de octubre de 2010.

<sup>43</sup>Incluye el Consumo Privado, el Consumo Público, la Discrepancia Estadística y la Variación de Existencias.

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



ajustándose las tasas privadas en una mayor magnitud. La BADLAR (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*) se contrajo 1,0 p.p. a 11,0% para el año en curso y 0,3 p.p. a 13% para el próximo. La tasa de interés de plazo fijo en pesos a 30 días se ajustó para ambos períodos anuales relevados 0,8 p.p. en promedio a 10% y 12%, respectivamente. Por su parte, la previsión de tasa de interés de pasivos pasivos en pesos a 7 días disminuyó aproximadamente 0,4 p.p. a 9,5% y a 10%, respectivamente, mientras que la expectativa de tasa de interés de LEBAC se ajustó a la baja 0,3 p.p. en promedio a 13,8% para 2010 y 14,5% para 2011.

En el trimestre aumentaron las proyecciones tanto de Depósitos totales como de Préstamos totales del y al sector privado no financiero para el año en curso. De esta manera, el stock esperado para diciembre alcanzó \$243.300 millones (+\$15.500 millones; 25,6% interanual i.a.) y \$178.500 millones (+\$11.800 millones; 28,4% i.a.), respectivamente. También fueron ajustadas al alza las perspectivas para el año próximo, de manera que los depósitos totalizarían \$297.000 millones (22,1% i.a.) y los préstamos \$220.000 millones (23,2% i.a.). De este modo, para 2011 la desaceleración prevista en el ritmo de crecimiento de los depósitos es superior a la de los préstamos.

La mediana de los pronósticos del Agregado Monetario M2 para el promedio de diciembre del presente año aumentó \$6.800 millones, posicionándose en \$238.800 millones (21,3% i.a.). El 50% de los pronósticos se ubicó dentro del rango recientemente actualizado del Programa Monetario (PM) 2010, quedando el 50% restante por debajo. Según los participantes del REM, en 2011 el M2 crecería 25,2% i.a.. (ver Gráfico IX.7).

Las expectativas de Tipo de Cambio Nominal para 2010 se corrigieron a la baja, ubicando el valor esperado para el promedio en diciembre en \$4,02/US\$ (+5,7% i.a.). Para 2011 los participantes prevén que el promedio de diciembre se ubique en \$4,29/US\$ (+6,7% i.a.).

Las estimaciones de Recaudación tributaria nacional para el corriente año registraron un marcado incremento de \$14.000 millones, a \$405.000 millones, lo que implicaría un ritmo de aumento interanual de 32,8%. De este modo, la presión tributaria se ubicaría en torno a 27,7%. En igual sentido los participantes prevén mayores recursos para el año próximo, totalizando \$500.000 millones (23,5% i.a.; 27,0% del PIB). Por otro lado, los pronósticos del Resultado Primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) subieron para ambos años, +\$8.500 millones a \$24.500 millones y +\$1.400 millones a \$12.700 millones, respectivamente (1,7% y 0,7% del Producto; ver Gráfico IX.8).

# Resultados del REM. Septiembre 2010

## 1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2011-AGO		
	Promedio	Mediana	Desvío
IPC: var. 12 meses; en %	12,3	11,6	6,1
VARIABLES	2010-AGO		
	Promedio	Mediana	Desvío
<b>Precios</b>			
IPC: var. mensual; en %			
IPC: var. interanual implícita en % <sup>1</sup>		10,4	
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)			
Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en %	2,08	2,00	0,48
<b>Monetarias y Financieras</b>			
Agregado Monetario M2 (\$): promedio mensual en mil. de \$			
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual en mil. de \$			
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual en mil. de \$			
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (promedio mensual); en %			
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en %			
Tasa de Interés: Pasos Pasivos en \$ a 7 días; en %			
Tasa de Interés: BADLAR: promedio mensual de bols. priv. a 30 días en \$; en %			
Tipo de Cambio Nominal: promedio mensual: \$US\$			
<b>Actividad Económica</b>			
EMAE: var. interanual; en %	8,4	8,2	0,6
EMI: var. interanual; en %			
<b>Sector Externo</b>			
Exportaciones; en mil. de us\$			
Importaciones; en mil. de us\$			
<b>Fiscales</b>			
Recaudación Tributaria Nacional en mil. de \$			
Resultado Primario del SPNF: en mil. de \$			

## 2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2010-TR3			2010-TR4			2011-JR1			2010-AN1			2011-AN1		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
<b>Actividad Económica</b>															
PIB a precios constantes: variación interanual; en %	7,9	8,0	0,9	7,2	7,0	1,4				7,7	7,8	1,1	5,1	5,0	0,8
PIB a precios corrientes; en mil. de \$										1.435,087	1.461,574	71,371	1.821,681	1.848,861	128,664
Consumo Total a precios constantes: variación interanual; en %	8,1	8,5	1,0	7,7	7,8	1,2				8,1	8,2	1,3	5,2	5,0	0,9
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes: variación interanual; en %	13,6	13,7	3,7	13,9	14,2	2,8				13,2	14,5	4,0	7,4	7,3	1,8
Tasa de desocupación; en %	8,0	7,8	0,4							7,9	8,0	0,4	7,7	7,6	0,7
<b>Sector Externo</b>															
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mil. de US\$	1249,0	1.107	586	1.100	918	681				5.401	5.200	1.089	3.764	3.160	2.437
<b>Monetarias y Financieras</b>															
Reservas Internacionales: fin de período; en mil. de US\$							53,044	53,000	1,871	52,095	52,500	1,946	51,143	50,000	4,834

# Glosario de Abreviaturas y Siglas

**Acum.:** Acumulado

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

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

**AFIP:** Administración Federal de Ingresos Públicos

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

**AIP:** Aglomerados del Interior del País

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

**AT:** Adelantos Transitorios

**ATN:** Aportes del Tesoro Nacional

**AUH:** Asignación Universal por Hijo para Protección Social

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

**BDI:** Baltic Dry Index

**BCB:** Banco Central de Brasil

**BCE:** Banco Central Europeo

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

**BID:** Banco Interamericano de Desarrollo

**BIRF:** Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento

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

**BNA:** Banco de la Nación Argentina

**BoE:** Banco de Inglaterra

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

**BPC:** Banco Popular de China

**CABA:** Ciudad Autónoma de Buenos Aires

**CADER:** Cámara Argentina de Energías Renovables

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

**CAMMESA:** Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A.

**CBA:** Canasta Básica Alimentaria

**CBOE:** *Chicago Board Options Exchange*

**CBOT:** *Chicago Board of Trade*

**CDS:** *Credit Default Swaps*

**CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia

**CFI:** Coparticipación Federal de Impuestos

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

**CN:** Cuentas Nacionales

**CNV:** Comisión Nacional de Valores

**DE:** Derechos de Exportación

**DEG:** Derechos Especiales de Giro

**DPN:** Deuda Pública Nacional

**€:** Euro

**EDP:** Equipo Durable de Producción

**EE.UU.:** Estados Unidos

**EMAE:** Estimador Mensual de Actividad Económica

**EMBI+:** *Emerging Markets Bond Index Plus*

**EMI:** Estimador Mensual Industrial

**EIL:** Encuesta de Indicadores Laborales

**EPH:** Encuesta Permanente de Hogares

**FCI:** Fondos Comunes de Inversión

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

**FF:** Fideicomisos Financieros

**FFS:** Fondo Federal Solidario

**FGS:** Fondo de Garantía de Sustentabilidad

**FIEL:** Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

**FMI:** Fondo Monetario Internacional

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

**G7:** Grupo de los 7

**G20:** Grupo de los 20

**GBA:** Gran Buenos Aires

**GRA:** Gabriel Rubinstein y Asociados

**i.a.:** Interanual

**IBGE:** Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística

**IBIF:** Inversión Bruta Interna Fija

**ICC:** Índice del Costo de la Construcción

**ICDCB:** Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias

**IED:** Inversión Extranjera Directa

<b>IERIC:</b> Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción	<b>MERVAL:</b> Mercado de Valores de Buenos Aires
<b>IFI's:</b> Instituciones Financieras Internacionales	<b>mill.:</b> Millones
<b>IGA:</b> Indicador General de Actividad	<b>MOA:</b> Manufacturas de Origen Agropecuario
<b>IGEE:</b> Índice General de Expectativas Económicas	<b>MOI:</b> Manufacturas de Origen Industrial
<b>IIF:</b> <i>Institute of International Finance</i> (Instituto Internacional de Finanzas)	<b>MRO:</b> <i>Main Referencing Operations</i>
<b>INDEC:</b> Instituto Nacional de Estadística y Censos	<b>MSCI:</b> <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>
<b>INSSJyP:</b> Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados	<b>MULC:</b> Mercado Único y Libre de Cambios
<b>IOF:</b> Impuesto sobre las Operaciones Financieras	<b>NBER:</b> <i>National Bureau of Economic Research</i>
<b>IPC:</b> Índice de Precios al Consumidor	<b>NOBAC:</b> Notas del Banco Central (Argentina)
<b>IPCA:</b> Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)	<b>OCDE:</b> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
<b>IPC GBA:</b> Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires	<b>OIT:</b> Organización Internacional del Trabajo
<b>IPI:</b> Índice de Precios Implícitos	<b>OJF:</b> Orlando J. Ferreres
<b>IPI:</b> Índice de Producción Industrial	<b>OMC:</b> Organización Mundial de Comercio
<b>IPIB:</b> Índice de Precios Internos Básicos	<b>ONCCA:</b> Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario
<b>IPIM:</b> Índice de Precios Internos al Por Mayor	<b>O/N:</b> <i>Overnight</i>
<b>IPMP:</b> Índice de Precios de las Materias Primas	<b>p.b.:</b> Puntos básicos
<b>ISAC:</b> Índice Sintético de Actividad de la Construcción	<b>p.p.:</b> Puntos porcentuales
<b>ISM:</b> <i>Institute of Supply Management</i>	<b>PAF:</b> Programa de Asistencia Financiera
<b>ITCRM:</b> Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	<b>PAMI:</b> Programa de Atención Médica Integral
<b>IVA:</b> Impuesto al Valor Agregado	<b>PEA:</b> Población Económicamente Activa
<b>IVA DGA:</b> Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas	<b>PFP:</b> Programa de Financiamiento Productivo
<b>IVA DGI:</b> Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos	<b>PGN:</b> Préstamos Garantizados Nacionales
<b>LATAM:</b> América Latina	<b>PIB:</b> Producto Interno Bruto
<b>LEBAC:</b> Letras del Banco Central (Argentina)	<b>PM:</b> Programa Monetario
<b>LIBOR:</b> <i>London InterBank Offered Rate</i>	<b>PP:</b> Productos primarios
<b>LyN:</b> LEBAC y NOBAC	<b>PPN-11:</b> Proyecto de Ley de Presupuesto 2011
<b>M2:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	<b>Prom. móv.:</b> Promedio móvil
<b>M2 privado:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$ del sector privado	<b>PYMES:</b> Pequeñas y Medianas Empresas
<b>M3:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$	<b>REM:</b> Relevamiento de Expectativas de Mercado
<b>M3 privado:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$ del sector privado	<b>Repo:</b> Tasa de interés de referencia del Banco de Inglaterra
<b>M3*:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	<b>ROE:</b> Registro de Operaciones de Exportación
<b>M3* privado:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$ del sector privado	<b>ROFEX:</b> Mercado a Término de Rosario
	<b>s.e.:</b> Serie sin estacionalidad
	<b>S&amp;P:</b> <i>Standard and Poors</i> (Índice de las principales acciones en EE.UU. por capitalización bursátil)
	<b>SELIC:</b> <i>Sistema Especial de Liquidação e Custodia</i> (Tasa de referencia de Brasil)
	<b>SIJyP:</b> Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
	<b>SIPA:</b> Sistema Integrado Previsional Argentino
	<b>SPNF:</b> Sector Público Nacional no Financiero
	<b>SPP:</b> Sector Público Provincial



**TCN:** Tipo de cambio nominal  
**TN:** Tesoro Nacional  
**tn.:** Tonelada  
**TNA:** Tasa Nominal Anual  
**Trim.:** Trimestral / Trimestre  
**UE:** Unión Europea  
**US\$:** Dólares Americanos  
**USDA:** *United States Department of Agriculture* (Secretaría de Agricultura de EE.UU.)  
**UCA:** Universidad Católica Argentina  
**UCI:** Utilización de la capacidad instalada  
**UTDT:** Universidad Torcuato Di Tella  
**Var.:** Variación  
**VNR:** Valor Nominal Residual  
**VE:** Valor Efectivo  
**VIX:** *CBOE Volatility Index*  
**VNO:** Valor Nominal Original  
**WTI:** *West Texas Intermediate*  
**XN:** Exportaciones Netas  
**¥:** Yen japonés