



Informe de Inflación

Cuarto Trimestre de 2011



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación

Cuarto Trimestre de 2011



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Inflación
Cuarto Trimestre de 2011

ISSN 1668-0561
Edición electrónica

Fecha de publicación | Octubre 2011

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

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

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

Prefacio

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

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

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

*El cierre estadístico de este **Informe** fue el 14 de octubre y la próxima publicación, correspondiente al primer trimestre de 2012, será el 30 de enero a través de internet.*

Buenos Aires, 31 de octubre de 2011

Contenido

Pág. 5 | I. Visión Institucional

Pág. 11 | II. Contexto Internacional

Pág. 29 / Apartado 1 / ¿Puede repetirse la década perdida de Japón en los Estados Unidos y Europa?

Pág. 32 | III. Actividad Económica

Pág. 42 | IV. Empleo y Salarios

Pág. 48 | V. Sector Externo

Pág. 55 / Apartado 2 / Medición de los flujos comerciales basada en el valor agregado

Pág. 58 | VI. Finanzas Públicas

Pág. 64 / Apartado 3 / Principales aspectos del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2012

Pág. 66 | VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

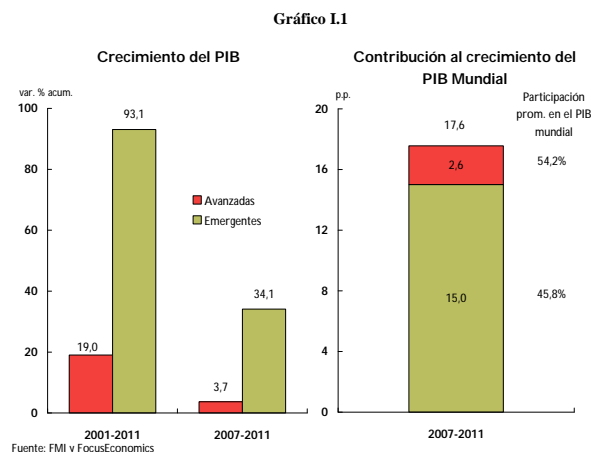
Pág. 75 | VIII. Inflación

Pág. 81 | IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

Pág. 84 | Resultados del REM. Octubre 2011

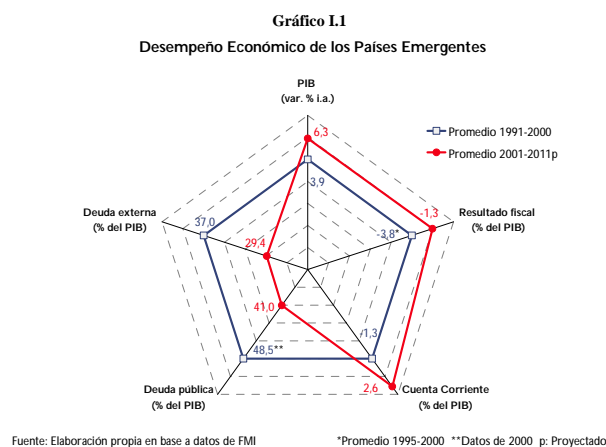
Pág. 85 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

I. Visión Institucional

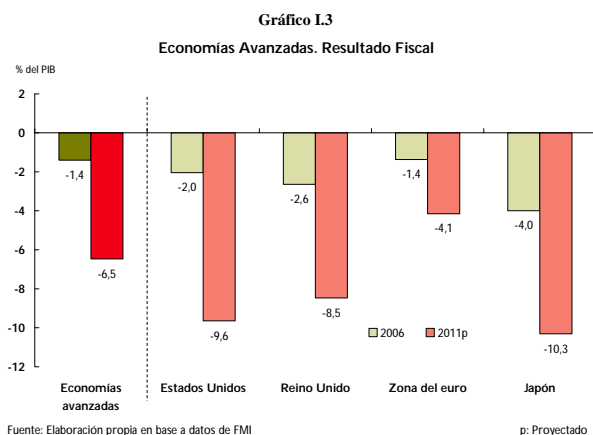


Durante el tercer trimestre del año, el crecimiento mundial exhibió una nueva desaceleración, producto de las dificultades que enfrenta la reactivación económica en los países avanzados. Al igual que durante la última década, las economías en desarrollo crecieron a un ritmo significativamente superior al de las naciones industrializadas. Con el inicio de la crisis internacional —con epicentro en las economías desarrolladas— este diferencial de crecimiento se acentuó y, desde 2007, el PIB de las naciones emergentes acumuló una expansión cercana a 34%, frente a un incremento de sólo 4% en los países desarrollados. Esta evolución generó una importante redistribución del peso relativo entre las diferentes economías del mundo, con una creciente participación de las regiones en desarrollo. Así, a fines de 2011 estas economías habrán aumentado su participación en el Producto mundial —medido en términos de Paridad del Poder Adquisitivo (PPA)— aproximadamente en 18 puntos porcentuales (p.p.) a lo largo de los últimos veinte años.

La crisis internacional tiene sus raíces en un prolongado proceso que se inició con el agotamiento del rápido crecimiento del Producto y del empleo —en particular de las economías más avanzadas— en el cuarto de siglo de la segunda posguerra y el surgimiento de nuevos centros de gravedad en la economía mundial. La respuesta a tal circunstancia, que condujo a la reaparición de la inestabilidad en las décadas posteriores, fue la de profundizar el papel del mercado y la reducción de la intervención pública tanto a escala interna como internacional. La “globalización” —en el terreno comercial, productivo y financiero— avanzó aceleradamente, en los países avanzados y emergentes, bajo el signo de la liberalización y la desregulación, acompañada de crisis cambiarias y bancarias. En los países industrializados, un crecimiento más lento e inestable generó el regreso a tasas significativas de desocupación para crear las condiciones de una redistribución regresiva del ingreso.

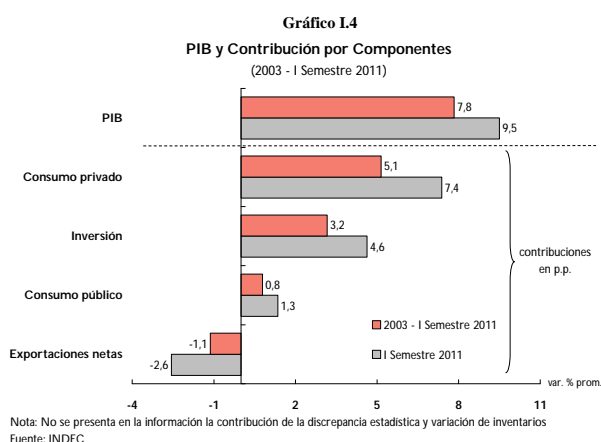


Paralelamente, la desregulación de un crecimiento financiero que triplicaba al de la producción permitió compensar transitoriamente algunos de aquellos desequilibrios. Así, en los países más avanzados, la creciente desigualdad en la distribución del ingreso derivada de las ganancias de productividad no trasladadas a los salarios pudo morigerarse con mayor acceso al crédito. El endeudamiento consiguiente y la inflación en los valores de activos mobiliarios e inmobiliarios llegaron a su límite para terminar bloqueando el funcionamiento del sistema financiero. Enfrentados a una crisis de proporciones históricas, los gobiernos de los países avanzados reaccionaron con una batería de medidas fiscales y mone-

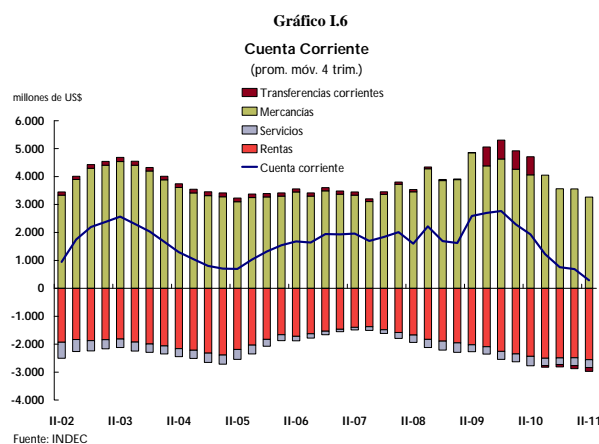
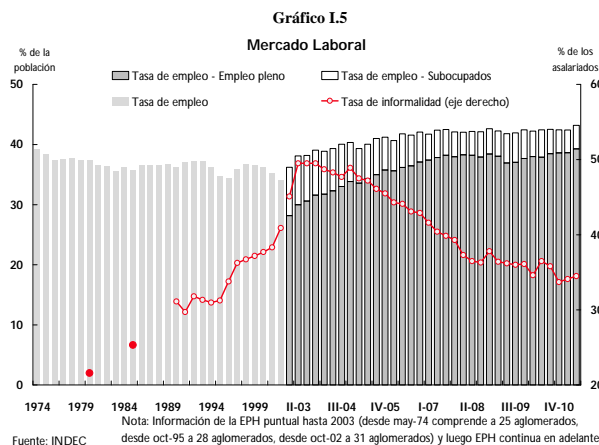


tarias evitando un colapso de la magnitud de la de los inicios de los 1930, pero al costo de un fuerte aumento del endeudamiento público, de una significativa desaceleración del crecimiento y de un incremento del desempleo. Como resultado de la notable suba previa del nivel de endeudamiento privado, las decisiones de consumo e inversión de este sector se encuentran limitadas en la actualidad por el proceso de desendeudamiento, lo que reduce la efectividad de la política monetaria. En esta situación, las discusiones acerca de la capacidad y del margen de la intervención pública en el proceso económico, podrían impedir compensar el efecto contractivo sobre la demanda del desendeudamiento privado, consolidando el estancamiento.

En las economías emergentes, en cambio, las lecciones de las crisis pasadas condujeron a adoptar, durante la última década, decisiones de política económica alejadas de las recetas más tradicionales, lo que explica su crecimiento y fortaleza en un escenario internacional adverso. Con relación al sector externo varias de estas economías privilegiaron una estrategia liderada por las exportaciones —con un mayor rol para los bienes industriales— más que por el endeudamiento externo, el cual disminuyó a partir de la mejora de los resultados de Cuenta corriente y como parte, en algunos casos, de una política deliberada de desendeudamiento. Hacia adentro, en muchos casos, predominaron las políticas de estímulo a la absorción interna —consumo e inversión— en un contexto de menores restricciones en la balanza de pagos y de financiamiento de la inversión, mayormente sustentada en el ahorro interno. En forma complementaria, se adoptaron medidas preventivas para mejorar la resistencia frente a turbulencias externas que ya constituyen parte de su instrumental macroprudencial. Entre estas medidas se encuentran la acumulación prudencial de Reservas Internacionales, una mayor regulación de los flujos de capitales financieros de corto plazo y del mercado cambiario además de una profundización de la intervención en este mercado, sumado a la regulación para limitar el riesgo de descalces de monedas y de plazos.



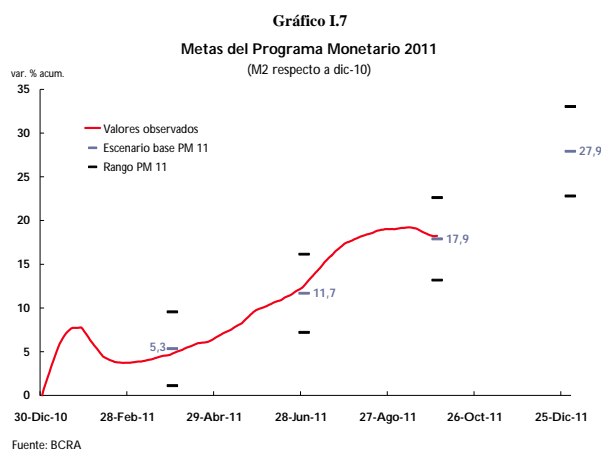
Frente a la crisis iniciada en 2007, las economías avanzadas reaccionaron con una política monetaria expansiva, al dotar de abundante liquidez al mercado y reducir las tasas de interés para incentivar la demanda interna y reactivar el crédito con los efectos limitados ya mencionados. Esta medida impulsó los flujos de capitales —particularmente volátiles— hacia las economías emergentes y acentuó las fluctuaciones de los precios de los *commodities* convertidos por efecto de la demanda de algunos países en desarrollo de rápido crecimiento en terreno de atractiva especulación comparados con los valores mobiliarios e inmobiliarios que estaban en proceso de caída. Asimismo, el deterioro de los resultados fisca-



les —originados en la implementación de medidas de estímulos a la actividad económica, en un contexto de recesión, y por la transferencia de deuda del sector financiero a las cuentas públicas— indujo en una segunda etapa de la crisis actual a una serie de medidas de ajuste de las finanzas públicas que podrían tener serias consecuencias en materia de la actividad económica y el empleo. En consecuencia, los países en desarrollo enfrentan un escenario con fuerzas contradictorias: un aumento de los flujos de capitales en busca de una mayor rentabilidad pero con un elevado grado de volatilidad, por un lado, y por el otro, una acentuada inestabilidad de las cotizaciones internacionales de las materias primas sumada al debilitamiento de la demanda global asociado a la austeridad fiscal y al desapalancamiento del sector privado.

Estas circunstancias reafirman la importancia de continuar con las políticas macroprudenciales. Por un lado, el fortalecimiento de la regulación de los ingresos de capitales financieros de corto plazo permite evitar los efectos perjudiciales sobre la estabilidad financiera y macroeconómica de las inversiones especulativas. Por otra parte, las políticas orientadas a fortalecer el mercado interno, a impulsar la diversificación de las exportaciones y a lograr una mayor integración a nivel regional y entre los países en desarrollo más en general, incluyendo los “acuerdos de monedas”, buscan consolidar un sendero de crecimiento a pesar de la caída en la demanda externa de las economías avanzadas. En conjunto, es importante para los países en desarrollo desplegar políticas que permitan que el nivel de actividad no se apoye únicamente en los altos precios de los *commodities* —en un contexto de precios favorables aunque inestables— y al mismo tiempo evitar —política cambiaria mediante— que los recursos se desvíen hacia los servicios no transables o la especulación inmobiliaria o de otros activos internos y acentuar —vía redireccionamiento del crédito— la inversión hacia los sectores productivos que generan mayor empleo y competitividad internacional.

En este contexto, la Argentina ha logrado mantener un nivel de crecimiento particularmente alto. Los indicadores adelantados de actividad y el arrastre de los dos primeros trimestres anticipan para el año 2011 una expansión del PIB cercana al 9%, con un gran dinamismo de la demanda interna. Para este año también se prevé que la Tasa de inversión supere el 24% del PIB y que el Consumo privado se mantenga como el principal factor de tracción del crecimiento, sustentado en la suba de los ingresos de las familias producto en parte de la mejora de las condiciones laborales. En el mismo sentido, a diferencia de lo que continúa ocurriendo en muchos de los países avanzados, operan las mejoras de ingresos a favor de los sectores con mayor propensión a consumir.

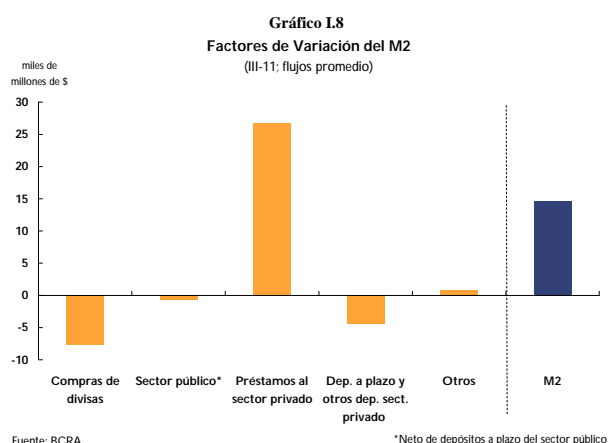


En esta dinámica virtuosa resultó especialmente relevante el comportamiento del mercado de trabajo que, en el segundo trimestre del año mostró una Tasa de empleo con un máximo de 43,2% con relación al total de la población. A su vez, se produjo un incremento considerable en la cantidad de empleos plenos que determinó una nueva reducción en la subocupación, al tiempo que la Tasa de informalidad de la economía disminuyó a 34,5% de los asalariados. Esto implicó una elasticidad empleo-PIB de 0,29, superior a la de igual período de años previos. El alza del empleo pleno fue incluso mayor, de 4,5% interanual (i.a.), con una elasticidad empleo pleno-PIB de 0,50. En este marco, la Tasa de desempleo continuó descendiendo en términos interanuales por sexto trimestre consecutivo hasta alcanzar un valor cercano a 7% de la Población Económicamente Activa (PEA), con lo que se fortaleció el proceso de inclusión social.

En el frente externo, las exportaciones acumularon a agosto un crecimiento de 25% i.a., 34% del cual es explicado por las Manufacturas de Origen Industrial (MOI). Las exportaciones industriales fueron impulsadas principalmente por las cantidades (+15% i.a.), a diferencia de lo registrado en el resto de los rubros. En efecto, a la reducción interanual de los volúmenes exportados de Combustibles, este año se sumó la caída de las cantidades despachadas de Productos primarios por la menor cosecha de oleaginosas, mientras que las cantidades de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) aumentaron sólo marginalmente.

El desempeño del comercio exterior permitirá generar en 2011 un superávit comercial de aproximadamente US\$8.000 millones. Este excedente mantendría la Cuenta corriente en niveles cercanos al equilibrio, en un contexto en que los pagos de Utilidades y dividendos —que se prevé alcancen 1,7% del PIB en 2011— constituyen el mayor factor contractivo del resultado externo. Por otra parte, a nivel macroeconómico, el resultado superavitario en la balanza comercial impacta positivamente en la evolución del endeudamiento externo. A fines de junio la deuda externa bruta total en términos del Producto volvió a mostrar una reducción interanual (de 4,3 p.p.), hasta ubicarse en 32,2% del PIB, mínimo nivel de los últimos 15 años.

En el frente fiscal, el Resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero se mantuvo en terreno positivo y se prevé que finalice el año con superávit. Por su parte, el Tesoro Nacional siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes internas intra sector público. En este contexto, el nivel de deuda en manos de tenedores privados —que es el componente con mayor riesgo de refinanciación— a fines de 2011 representaría aproximadamente 13% del Producto. Así, varios años de resultados externos y fiscales positi-



vos permitieron reducir los niveles de endeudamiento y mejorar los perfiles de vencimientos, para limitar la vulnerabilidad externa de la economía e incrementar el margen de acción de la política fiscal y cambiaria.

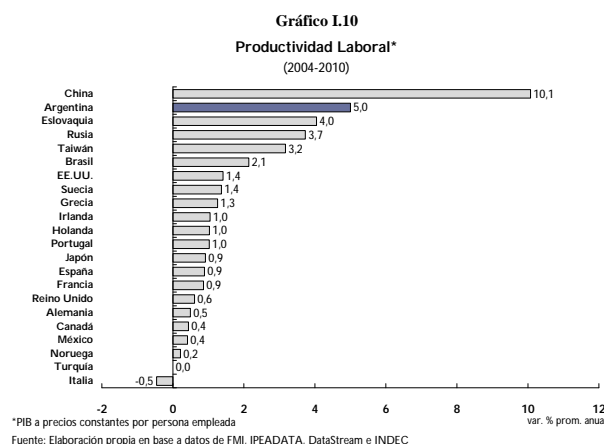
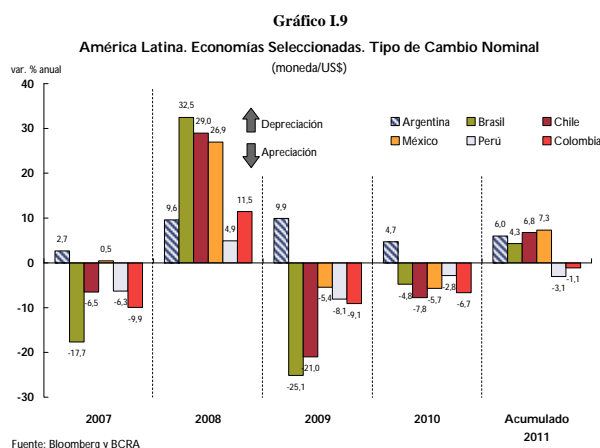
Durante el tercer trimestre los precios minoristas continuaron con un ritmo de aumento interanual similar al de los meses previos. Hacia delante, no se prevén saltos bruscos en las cotizaciones internacionales de los *commodities* o fuertes aumentos de los Productos importados que puedan otorgar un renovado dinamismo a la evolución de los precios internos. Tampoco se esperan efectos derivados de las fuertes restricciones en la oferta de carnes.

En este contexto, el Banco Central centró sus políticas en el terreno monetario y cambiario en promover estabilidad y otorgar certeza a los agentes económicos así como contrarrestar los efectos provenientes del negativo escenario internacional.

Durante el tercer trimestre del año se cumplió la meta establecida por el Programa Monetario (PM), prácticamente en su escenario base. Del lado de la oferta, el principal factor de aumento de los agregados monetarios fue la expansión secundaria ocasionada por el crecimiento de los préstamos al sector privado. Si bien el incremento fue generalizado en todas las líneas, las asociadas a la actividad comercial siguieron liderando la suba. En este sentido, a diferencia de los trimestres anteriores, la intervención del BCRA en el mercado cambiario condujo a una disminución de la base monetaria, en un contexto de cambio de cartera de los agentes. De manera complementaria, con el fin de promover el ahorro en pesos, el Banco Central convalidó subas en las tasas de interés de corte de las subastas semanales de Letras (LEBAC).

Desde el inicio de la crisis actual, los tipos de cambio nominales de los países de la región estuvieron expuestos a una gran volatilidad, asociada a fuertes fluctuaciones de los flujos financieros. El reciente deterioro de las condiciones internacionales exacerbó aún más estos vaivenes. Así, este año se observa un comportamiento similar al de los años 2007 y 2008. En respuesta a la mayor volatilidad e incertidumbre internacional, la mayoría de los países de la región ha depreciado sus monedas en el año en torno a 6% luego de registrar fuertes apreciaciones en los años 2009 y 2010. A su vez, mientras que en los primeros ocho meses de 2011 las monedas tendieron a revalorizarse, a partir de septiembre se debilitaron, con una reversión en menos de dos meses del comportamiento registrado en la primera parte del año.

En este marco, cobró mayor relevancia la intervención del BCRA en el mercado cambiario, con el objetivo de evitar cambios bruscos en el tipo de cambio nominal y



así otorgar previsibilidad a los planes de producción y a las estrategias de inversión del sector privado. Mientras en las economías de la región se enfrenta un panorama incierto sobre el signo de la evolución futura del valor de sus monedas, aunque se descuenta que las autoridades van a mantener su volatilidad dentro de cierto rango, en la Argentina se observó solamente un incremento gradual de la cotización del dólar estadounidense con relación al peso, tal como sucede desde el año 2007.

Como resultado de todo lo anterior, la economía argentina ha conseguido elevar en los últimos años significativamente su productividad total —un 41,8% por trabajador ocupado desde su mínimo registrado en 2002— ubicándose como una de las economías de mayor crecimiento a nivel mundial a partir del año 2004. Las ganancias de productividad obedecieron al liderazgo de la producción de bienes transables.

Al igual que este año, para 2012 se prevé un crecimiento económico, aunque a tasas más moderadas pero por encima del promedio proyectado para las economías emergentes y para los países de la región latinoamericana. Las menores alzas de los precios de los *commodities* y la moderación del crecimiento permitirán una desaceleración del ritmo de suba de los precios internos. La expansión del nivel de actividad se apoyará nuevamente en el dinamismo del mercado interno y en la diversificación de las exportaciones.

II. Contexto Internacional

II.1 Síntesis

La economía mundial presentó una desaceleración en el ritmo de crecimiento económico mayor a la prevista un trimestre atrás, evolución que también se vio reflejada en los volúmenes de comercio internacional. Los países emergentes, principales impulsores del crecimiento global, moderaron su tasa de expansión, básicamente afectados por las dificultades que atraviesan las economías avanzadas. En el marco de una creciente incertidumbre a nivel global que reveló una mayor preferencia por activos más líquidos y percibidos como menos riesgosos, se verificó un abrupto cambio en los flujos de capitales transnacionales especulativos, generando importantes correcciones en los precios de los activos. Las medidas implementadas por las autoridades económicas de los países industrializados, a través de políticas monetarias expansivas, por un lado, y fiscales contractivas por el otro, contribuyeron a un escenario internacional más incierto y adverso que un trimestre atrás, anticipándose un crecimiento global deprimido por un período prolongado.

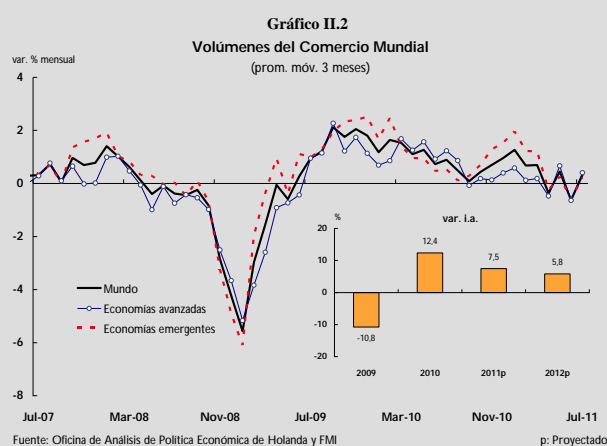
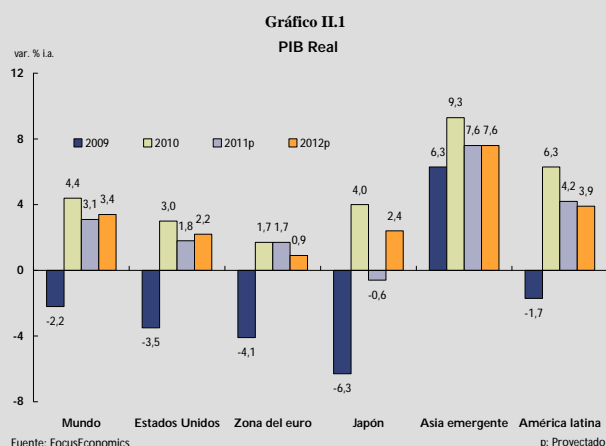
En los Estados Unidos el menor ritmo de crecimiento económico respondió a la fragilidad del desempeño de los mercados de trabajo, inmobiliario y financiero, en un marco de lento proceso de recomposición patrimonial del sector privado. En la zona del euro, las principales economías que venían impulsando la expansión del Producto (Alemania y Francia) se estancaron durante el segundo trimestre. Los problemas de financiamiento soberano y de los sistemas financieros de algunos países de la región condujeron a la adopción de políticas que intentan evitar que se desencadene una crisis financiera de mayor magnitud y profundidad. Varios países profundizaron las medidas de austeridad fiscal, lo que continuó afectando negativamente la actividad económica. En este contexto, existe un importante debate acerca de si las medidas que se están implementando en las economías avanzadas son las adecuadas para resolver los principales problemas de fondo.

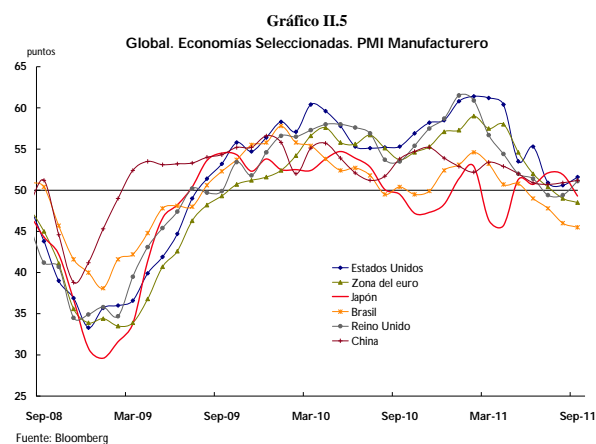
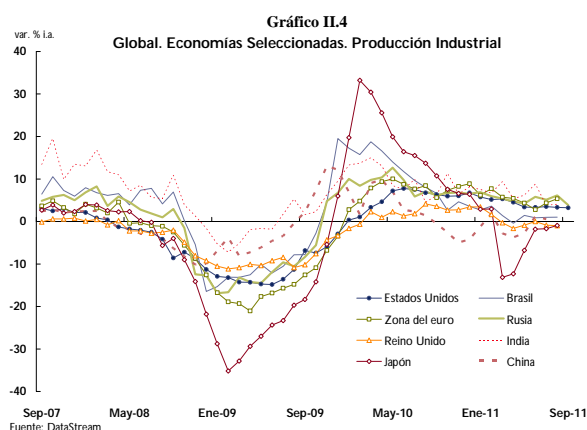
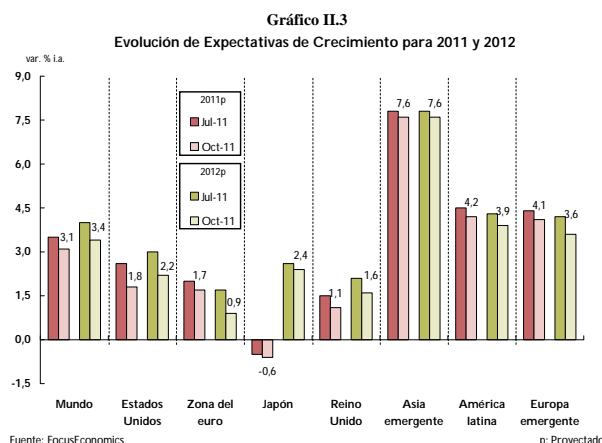
El empeoramiento de las condiciones internacionales dio lugar en el margen a una salida de capitales desde las economías emergentes, originando fuertes ajustes en las relaciones cambiarias respecto del dólar estadounidense. No obstante, el mayor rendimiento relativo de los activos de las economías emergentes seguirá impulsando elevados flujos de capitales hacia estas regiones. De esta manera, las autoridades de los países emergentes se enfrentan al desafío de lidiar con mercados financieros más volátiles, en un contexto donde será necesario profundizar las medidas de regulación de los flujos de capitales de corto plazo y de intervención cambiaria para evitar los efectos negativos de la volatilidad.

Luego de las subas de inicios de año y la posterior estabilización, las cotizaciones de las materias primas cayeron en los últimos meses, aunque aún permanecen por encima de los valores de un año atrás. Este comportamiento estuvo sustentado tanto por factores macroeconómicos como por elementos particulares de los mercados de commodities. Hacia adelante, si bien se prevé que al igual que otros activos las cotizaciones de las materias primas presenten gran volatilidad, se estima poco probable una fuerte caída de las mismas dada la persistencia de factores estructurales.

En un contexto de corrección de las cotizaciones de los commodities, y de desaceleración de la actividad económica, se redujo la presión sobre la inflación minorista a nivel global. En este marco, en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes se verificó un freno, y en algunos casos una reversión, del ciclo contractivo de la política monetaria. Incluso, en algunos países donde la variación de precios supera las metas establecidas por las autoridades monetarias se optó por priorizar el estímulo a la actividad económica en un marco de fuerte desaceleración.

En conclusión, se observa un deterioro de las perspectivas para lo que resta de este año y 2012, con una mayor probabilidad de un escenario con un crecimiento global deprimido para los próximos años, especialmente en las economías avanzadas.





II.2 Economía Global

La economía mundial está creciendo a un ritmo inferior al esperado un trimestre atrás, con un incremento de la vulnerabilidad en las naciones avanzadas. En efecto, continuaron las dificultades en el financiamiento y aumentaron las dudas sobre la solvencia del sector público —de algunos países de la zona del euro— y del sistema financiero de la región. Las respuestas de las autoridades económicas de los países industrializados, a través de políticas monetarias expansivas, por un lado, y fiscales contractivas por el otro, amplificaron la incertidumbre sobre el contexto internacional. Así, se anticipa un escenario global con crecimiento deprimido, que podría compartir ciertas características con el proceso de estancamiento económico verificado en Japón durante la década de los 90 (ver Apartado 1).

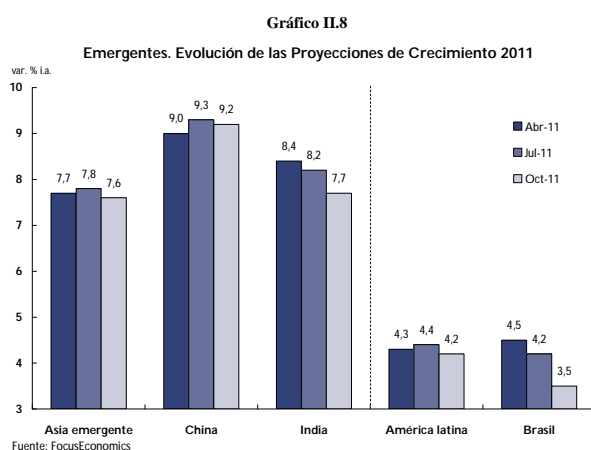
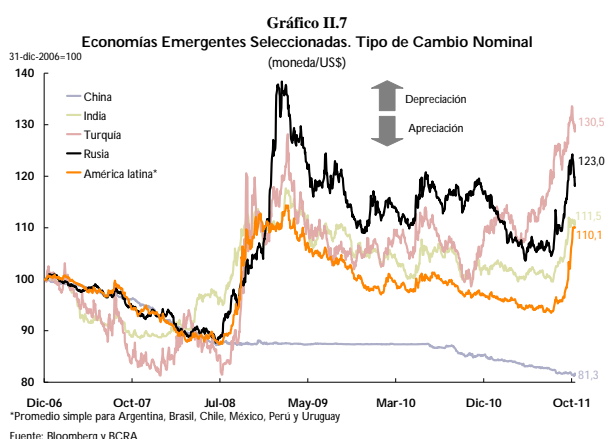
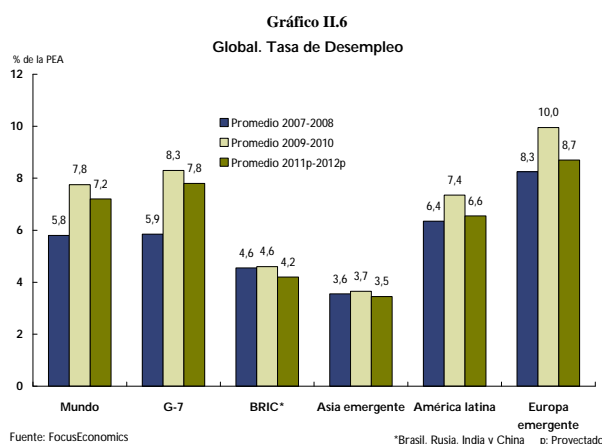
En efecto, la actividad mundial se expandiría en torno a 3,1% en 2011, con proyecciones inferiores a las de unos meses atrás para todas las principales regiones del mundo, particularmente las desarrolladas (ver Gráfico II.3).

En línea con este comportamiento, los volúmenes del comercio internacional de bienes se estancaron entre mayo y julio, tanto en las regiones avanzadas como en las emergentes. En Japón continuó la recuperación de los flujos comerciales transnacionales, tras la catástrofe natural de principios de año, al tiempo que América latina, Medio Oriente y África mostraron crecimientos modestos del intercambio internacional de bienes y servicios en los últimos meses.

Por el lado de la oferta, el menor aumento de la actividad económica se reflejó en la desaceleración de la producción industrial (ver Gráfico II.4). Los indicadores adelantados de actividad manufacturera de las principales economías del mundo (*Purchasing Managers Index* —PMI—) anticipan una mayor moderación en el ritmo de crecimiento de la producción industrial en los próximos meses (ver Gráfico II.5).

Se proyecta que los países desarrollados crezcan 1,3% en 2011, por debajo de la previsión de un trimestre atrás. De hecho, en las economías avanzadas la demanda privada no logra suplir el retiro del estímulo fiscal debido a la conjunción de la fragilidad de los mercados laboral, inmobiliario y financiero y el lento proceso de desapalancamiento¹ de las familias y de las empresas. Los mercados de trabajo de las economías industrializadas se encuentran significativamente deteriorados en relación con la situación pre-crisis, diferenciándose de lo ocurrido en los países emergentes (ver Gráfico II.6).

¹ Proceso de reducción del nivel de endeudamiento.



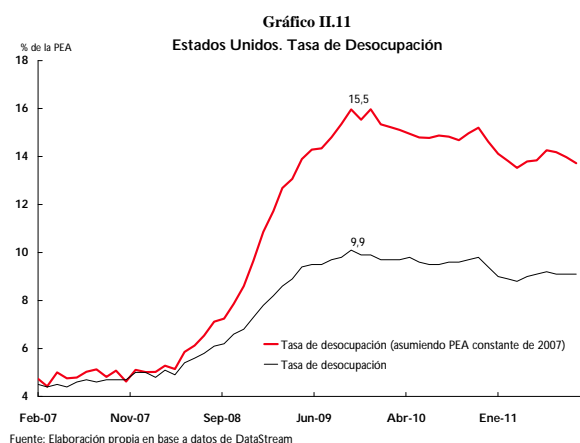
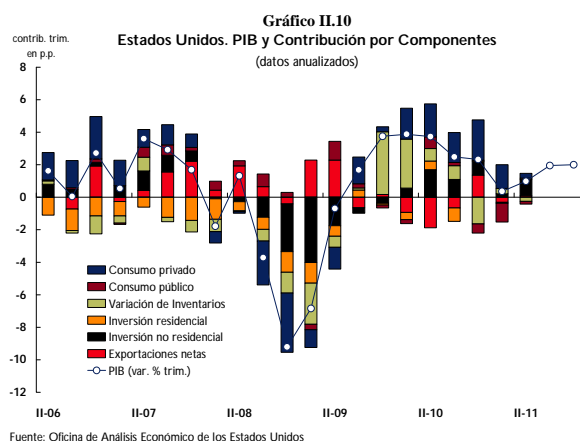
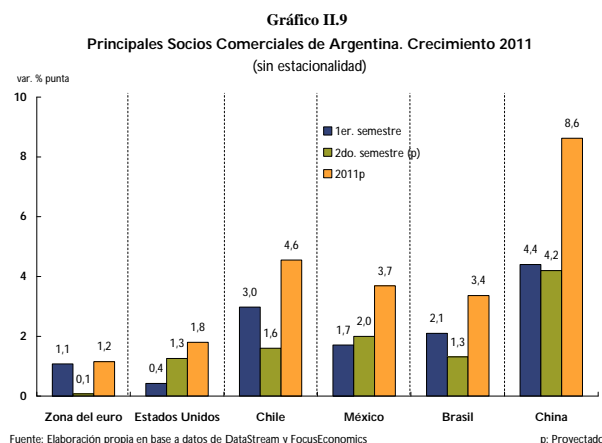
En este contexto, se extendió el debate sobre la efectividad de las medidas que se están adoptando en las economías avanzadas para la resolución de los problemas subyacentes. Durante el tercer trimestre, dada la persistencia de las dificultades de financiamiento soberano y de los sistemas financieros en algunos países de la zona del euro —con un deterioro relativo importante en la situación de economías de mayor tamaño—, las autoridades económicas adoptaron medidas para evitar el potencial contagio de la crisis.

Entre las acciones se destacó la ampliación de las facultades del Fondo Europeo de Estabilización Financiera, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) retomó en forma agresiva sus compras de títulos públicos en el mercado secundario. Asimismo, se incrementaron las facilidades de liquidez ante señales de creciente tensión en los mercados interbancarios. Sin embargo, en los meses recientes se registraron complicaciones en el cumplimiento de las condiciones acordadas para la asistencia financiera a Grecia —como era esperable dado el tamaño del ajuste necesario—, en un marco de fuertes contracciones del Producto y elevado nivel de desempleo en ese país. Adicionalmente, tras la realización de evaluaciones de la situación financiera a un número mayor de bancos en escenarios de mayor tensión (*stress tests*), se evidenció la necesidad de una pronta recapitalización del sistema financiero europeo.

En los Estados Unidos, subsisten las diferencias partidarias con relación al rumbo de la política fiscal frente a señales de debilitamiento económico. Mientras tanto, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) anunció que mantendrá las tasas de interés en niveles mínimos hasta 2013 y lanzó un plan con el objetivo de reducir los rendimientos de largo plazo para favorecer el financiamiento de inversiones que estimulen la actividad.

El deterioro de las condiciones internacionales experimentado en el último trimestre llevó a una disminución de la preferencia de los inversores por activos emergentes, dando lugar a una reversión en el margen de los flujos de capitales. Tras las fuertes presiones a la apreciación cambiaria que se venían registrando desde fines de 2009, en los últimos dos meses comenzaron a verificarse significativas y abruptas depreciaciones de las principales monedas emergentes (ver Gráfico II.7). Sin embargo, aún en un escenario de mayor volatilidad, se espera que el diferencial de rendimientos de los activos de los países en desarrollo continúe estimulando los flujos de fondos hacia estas economías.

Por otra parte, la búsqueda de ganancias de competitividad-precio a nivel internacional podría conducir a una



volatilidad aún mayor de las paridades cambiarias en un escenario en el que las economías avanzadas pretenden devaluar sus monedas y las emergentes intentan resistir apreciaciones abruptas, en el marco de una proliferación de medidas proteccionistas en el comercio internacional.

En este contexto, se prevé que los países emergentes sigan implementando políticas de intervención cambiaria (defensivas o preventivas) y otras regulaciones para reducir la volatilidad de los flujos de capitales, al tiempo que continuarán buscando limitar los ciclos nocivos de potenciales burbujas sobre los precios de los activos.

El deterioro de las condiciones internacionales está afectando la actividad económica de las naciones en desarrollo, hecho que se refleja en las revisiones a la baja en el crecimiento previsto para el presente año (ver Gráfico II.8). Asia emergente y América latina siguen mostrando un mejor desempeño, con un crecimiento liderado básicamente por la demanda interna. Para el conjunto de estas regiones, se prevé una expansión del 5,3% en 2011.

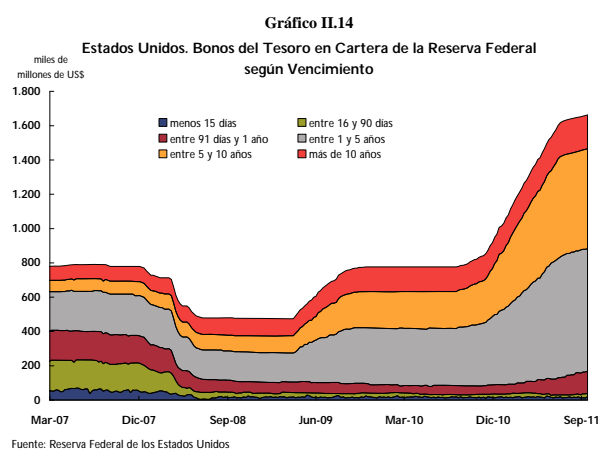
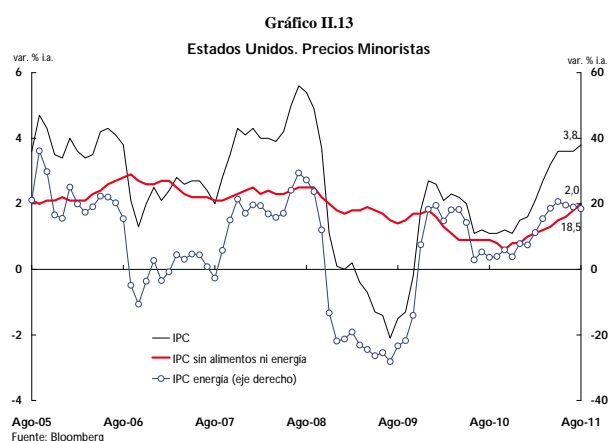
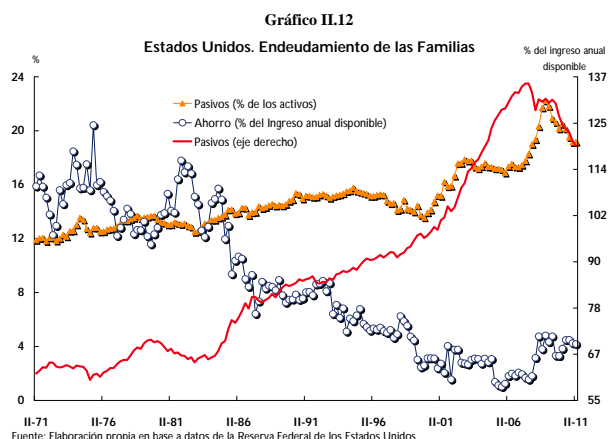
La corrección en las cotizaciones internacionales de los *commodities*, sumada a la desaceleración económica, quitó presión sobre la inflación minorista a nivel global. En un contexto de significativa desaceleración, a pesar de que la dinámica de los precios en ciertos países supera las metas de inflación, el consenso parece haber migrado hacia una priorización del estímulo a la actividad económica. En este sentido, en general se observó un freno, e incluso varias reversiones, de los ciclos contractivos de las políticas monetarias.

Los principales socios comerciales de la Argentina, tanto desarrollados como emergentes, registrarían una moderación en su ritmo de crecimiento en la última parte del año, destacándose, sin embargo, el desempeño esperado para los emergentes, que continuarían creciendo a tasas significativamente más elevadas que los socios avanzados (ver Gráfico II.9).

II.3 Economías Avanzadas

Estados Unidos

Luego de crecer en el segundo trimestre de 2011 1,3% trimestral anualizado sin estacionalidad (s.e.), la economía estadounidense mostró una desaceleración en los índices de actividad (ver Gráfico II.10). Para el segundo semestre del año, los indicadores adelantados anticipan una ralentización del crecimiento interanual de la actividad económica. Así, este año los Estados Unidos crecerían 1,8%, significativamente por debajo de la expansión del año previo (3%).



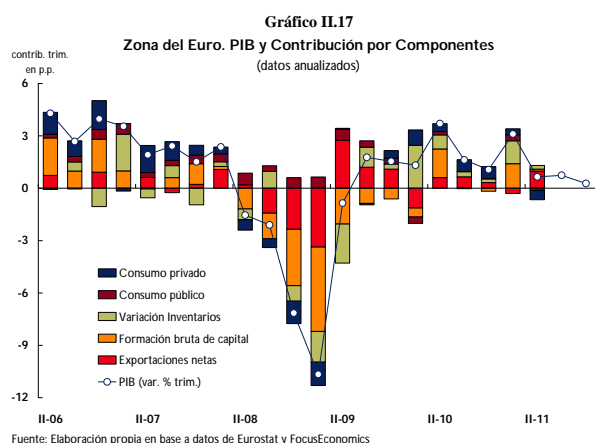
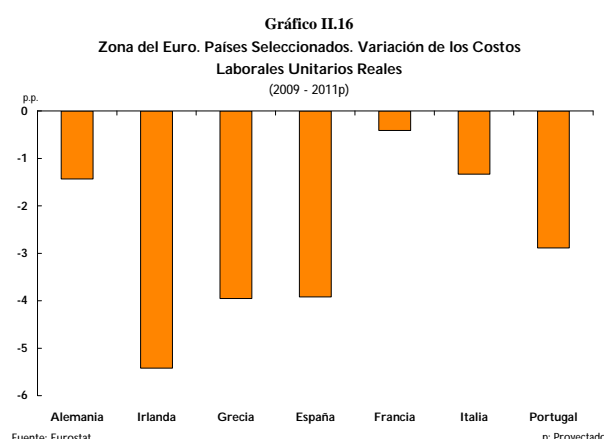
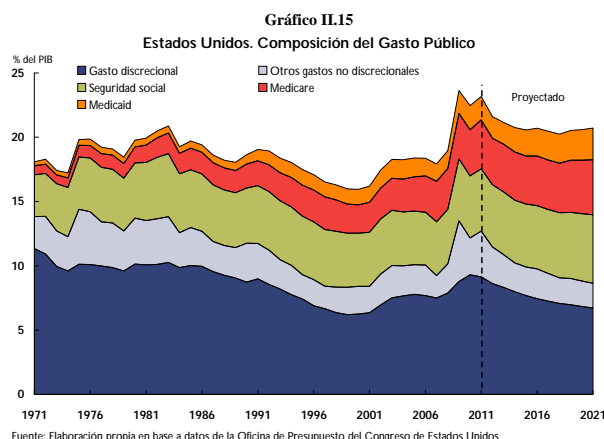
El mercado de trabajo siguió presentando signos de fragilidad. La Tasa de desocupación se mantuvo en niveles elevados, exhibiendo un desequilibrio más severo y prolongado que en otras crisis. La perspectiva de la situación es aún más alarmante al tener en cuenta cuál sería la Tasa de desempleo si se considerara como desocupadas a todas las personas que dejaron de formar parte de la Población Económicamente Activa (PEA) — mayormente los desempleados que se ven desalentados en la búsqueda de trabajo²—. En efecto, según un ejercicio en el cual se asume que la PEA se mantiene constante en los niveles de 2007, la desocupación estadounidense se ubicaría en torno a 14%, muy por encima de su nivel actual y de los registros históricos (ver Gráfico II.11). En esta dinámica influyó la baja tasa de creación de empleo, en particular en los sectores de actividad más afectados por la crisis y con mayor participación en la economía (construcción e industria).

En el segundo trimestre del año la riqueza de las familias se ubicó 12% por debajo del máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2007, pese al continuo proceso de desendeudamiento de los hogares (ver Gráfico II.12). En un escenario donde se prevé que los precios de las viviendas se mantengan deprimidos, la riqueza inmobiliaria, que representa aproximadamente 30% del total del patrimonio, no mejorará significativamente en el corto plazo. Por otra parte, si bien el crédito al consumo continúa aumentando lentamente, aún permanece en niveles muy acotados.

Todos estos factores limitan considerablemente al consumo privado, lo que a su vez desincentiva la realización de nuevas inversiones. A este contexto se suman las diferencias partidarias en torno al rol de la política fiscal, que hacen prever una difícil aprobación del paquete de estímulo y por lo tanto un limitado impacto de la misma sobre la expansión económica.

La inflación minorista estadounidense continúa acelerándose desde inicios de año. El nivel general se expandió en agosto a un ritmo de 3,8% interanual (i.a.), alcanzando el mayor crecimiento desde octubre de 2008 (ver Gráfico II.13). En tanto, el índice que excluye alimentos y energía mostró una tasa de variación de 2% i.a., con una trayectoria ascendente generalizada en sus componentes desde principios del año. Cabe destacar que las perspectivas futuras dan cuenta de que se moderaría la suba de los precios, dadas las correcciones en los precios de los principales *commodities*, en especial del petróleo, y la débil trayectoria económica prevista.

² Desde inicios de 2008 se observó un fuerte aumento en la duración media del desempleo. En efecto, entre diciembre de 2008 y septiembre de 2011 se duplicó el período promedio que un trabajador permanece desempleado (hasta alcanzar 41 semanas).



La situación descripta hace prever un prolongado período de crecimiento bajo que no contribuiría a reducir el elevado nivel de desempleo ni favorecería el desapalancamiento financiero.

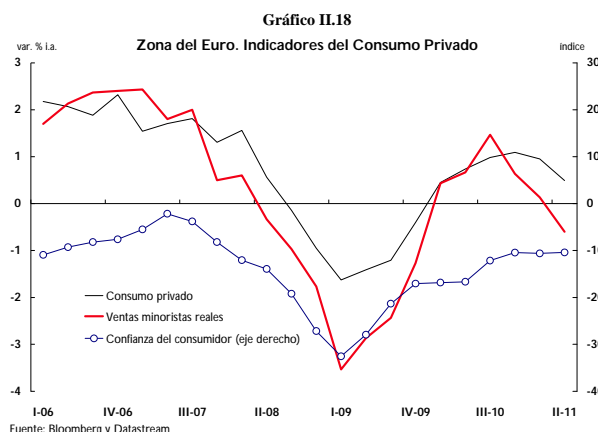
En este contexto, la Fed anunció que mantendrá la tasa de interés de referencia en los actuales niveles por lo menos hasta mediados de 2013. Asimismo, comunicó que venderá bonos del Tesoro de corto plazo (menos de 3 años) para comprar otros de mayor plazo (más de 6 años), con el objetivo de reducir la tasa de interés de largo plazo y estimular la inversión. El monto total de la operación será de US\$400.000 millones (aproximadamente 2,6% del PIB de 2011) e implicará transacciones por el equivalente al 24% del total de bonos del Tesoro en tenencia de la Fed, por etapas y extendiéndose hasta junio de 2012 (ver Gráfico II.14).

Tras las dificultades que enfrentó el Tesoro estadounidense para gestionar la autorización legislativa de elevación del límite máximo de endeudamiento público y la reducción de la nota de la deuda soberana por parte de una calificadora de riesgo, el parlamento continúa debatiendo diversas medidas fiscales. Aunque aún no se lograron los consensos suficientes, se espera la aprobación de una ley, con aplicación inmediata, de protección y fomento del empleo y de una serie de medidas para reducir el déficit fiscal en el mediano plazo (a partir de 2013).

Con el objetivo de agilizar la aprobación en el Congreso de una serie de medidas de protección y fomento al empleo y de las nuevas ampliaciones del límite de endeudamiento necesarias para 2012, el gobierno elevó una propuesta de ajuste fiscal por US\$3,1 billones (20% del PIB de 2011) a 10 años. Contempla la caducidad de los recortes impositivos establecidos desde la presidencia de George W. Bush (2001 y 2003), el establecimiento de límites a las deducciones impositivas de aquellos que más ganan, la eliminación de “lagunas” impositivas, la reducción de las erogaciones por servicios sociales y la finalización de las misiones bélicas en Irak y Afganistán. Respecto del menor gasto en servicios sociales, la mitad corresponde a Medicare y Medicaid (los servicios de salud para ancianos, pobres y discapacitados), componentes que, de perdurar la estructura vigente de las prestaciones, implicarán significativos incrementos del gasto público en los próximos 10 años (ver Gráfico II.15).

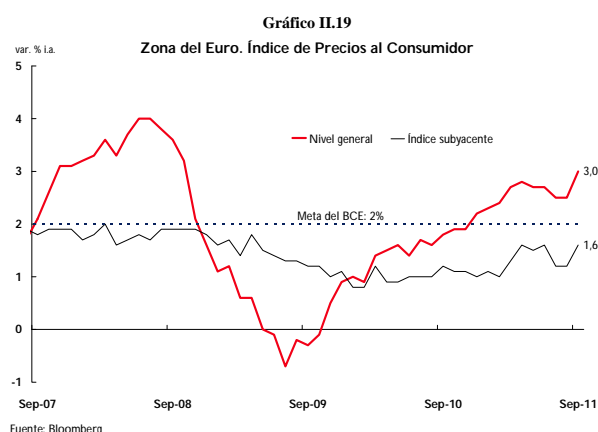
Europa

En el segundo trimestre del año, en la zona del euro se estancó el crecimiento de las economías que venían impulsando la expansión regional, en especial Alemania y Francia. Las naciones más vulnerables del área enfren-



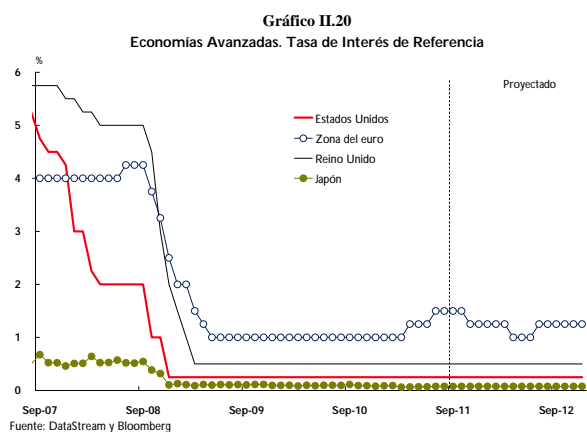
tan un importante deterioro de la actividad económica, con elevados niveles de desempleo y marcados déficits del sector externo. En un contexto de significativos ajustes en los costos laborales unitarios reales, los niveles de actividad económica no logran repuntar, generando dudas sobre el efecto final de las medidas en proceso de implementación (ver Gráfico II.16).

La región creció 0,6% trimestral anualizado s.e. en el segundo trimestre de 2011, con un marcado deterioro con respecto al período anterior, registrando la menor tasa de crecimiento del último bienio (ver Gráfico II.17). Las expectativas de crecimiento para el año se revisaron a la baja y no se descartan nuevos ajustes en igual sentido en el corto plazo, considerando que los indicadores adelantados sugieren que continuará la desaceleración.



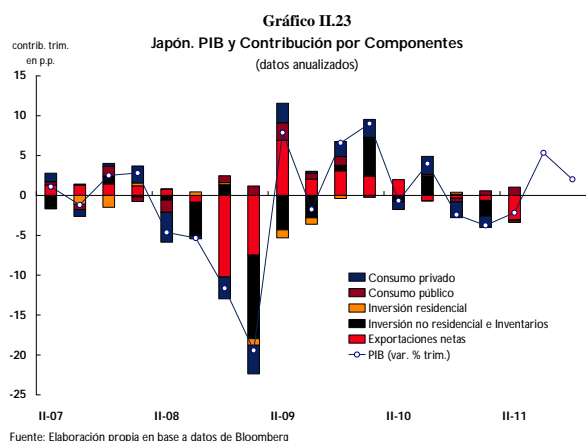
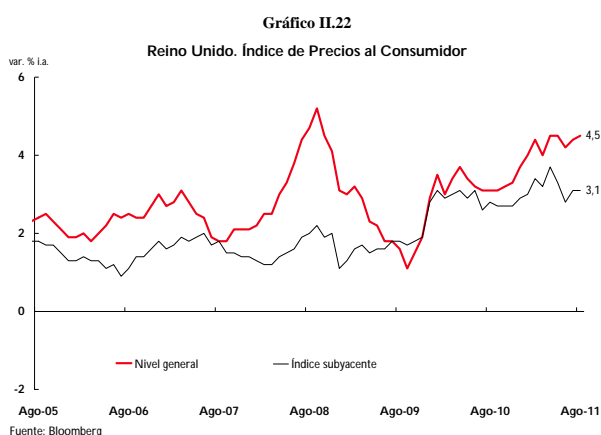
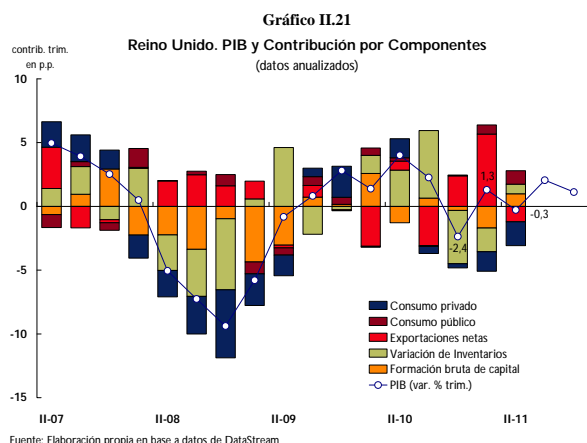
La Tasa de desocupación permaneció durante el último trimestre sin cambios en 10% de la Población Económicamente Activa (PEA). En un análisis por país, se mantiene una amplia dispersión, con economías como Alemania con una tasa cercana al 6% y otras como Grecia, Irlanda y España con tasas superiores al 14%.

Desde mediados de 2010 y hasta el primer trimestre del presente año se expandió levemente la tasa interanual de crecimiento del stock de crédito al sector privado, aunque este comportamiento se revirtió recientemente, ante el incremento de la incertidumbre acerca de la solvencia soberana y financiera en algunos países de la región.



A la frágil trayectoria del gasto privado se sumó la profundización de las medidas de austeridad fiscal, incluyendo en los meses recientes nuevos paquetes de ajuste de las finanzas públicas en países de mayor relevancia como Francia e Italia. La conjunción de los factores antes enunciados afectaron negativamente al consumo (ver Gráfico II.18). En particular, las ventas minoristas en septiembre se contrajeron 0,5% interanual, acumulando su tercer mes consecutivo de caída.

En los últimos meses Grecia evidenció serias complicaciones en el cumplimiento de las condicionalidades asociadas a la asistencia financiera acordada en forma conjunta por la Unión Europea (UE), el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el BCE, generando crecientes dudas sobre la capacidad del gobierno griego para continuar afrontando el pago de sus deudas. En este marco se verificó un incremento en la tensión de las instituciones políticas regionales ante las dificultades para unificar criterios. En este sentido, si bien en julio se acordó —en el marco de la aprobación de la nueva asistencia financiera a Grecia— una reestructuración voluntaria de la deuda en tenencia de acreedores privados, actualmente



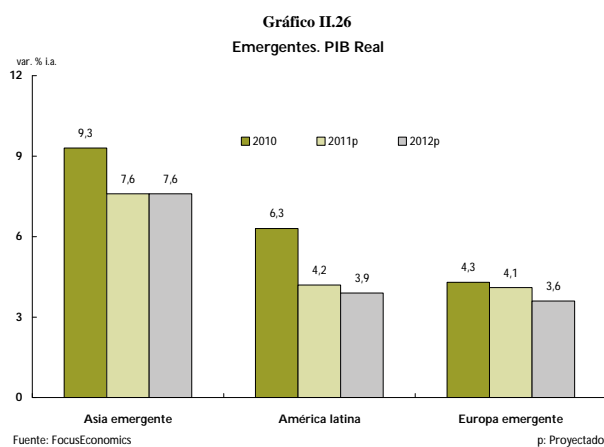
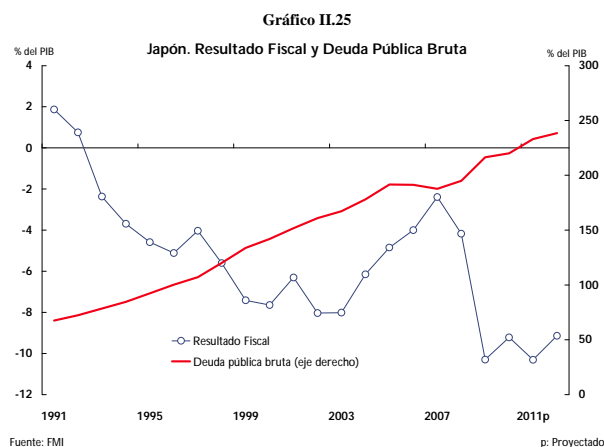
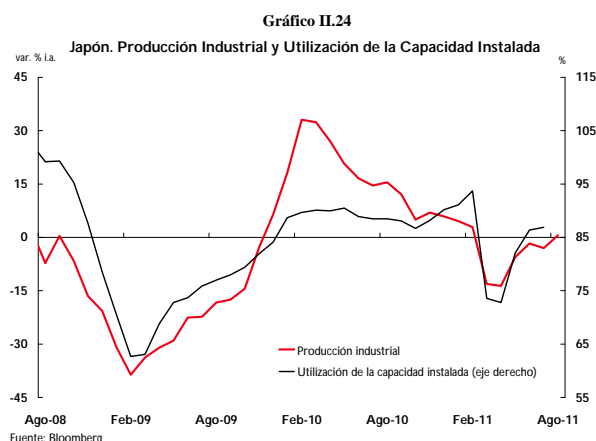
las propuestas analizadas implicarían un reconocimiento de pérdidas superior al 21% pactado originalmente, considerándose porcentajes de hasta 50%, en función del grado de participación que efectivice el sector privado.

La capitalización del Fondo Europeo de Estabilización Financiera se dio en un marco de continuo deterioro de las condiciones de acceso a los mercados financieros de los sectores públicos y financieros de estos países. Con el objetivo de limitar un eventual contagio hacia las economías más grandes de la región, el BCE compró bonos de España e Italia. Simultáneamente llevó adelante nuevas operaciones de refinanciación a los bancos privados. Asimismo, en una acción coordinada con la Fed, el Banco de Inglaterra, el Banco de Suiza y el Banco de Japón, la autoridad monetaria de la zona del euro anunció medidas de inyección ilimitada y a tasa fija de liquidez en dólares a corto plazo, con el objetivo de garantizar la disponibilidad de la divisa para los bancos hasta finales de año.

La inflación en la región se estabilizó en el margen, aunque todavía permanece por encima de la meta del BCE (2%; ver Gráfico II.19). En un contexto de menor dinamismo de la actividad económica y de estabilización de los precios minoristas, el BCE mantuvo la tasa de interés de referencia en 1,5%, tras la suba aplicada en julio (ver Gráfico II.20).

En tanto, el PIB del Reino Unido cayó 0,3% trimestral s.e. en el segundo trimestre del año, con perspectivas de desaceleración durante el segundo semestre de 2011, según surge de los principales indicadores adelantados (ver Gráfico II.21). La actividad económica en ese país sigue débil, con un elevado nivel de desempleo y expectativas de una lenta recuperación, en un contexto de fuerte ajuste fiscal. Los precios al consumidor mantuvieron su ritmo de expansión y en agosto alcanzaron una suba de 4,5% i.a., más que duplicando la meta establecida por la autoridad monetaria (2%; ver Gráfico II.22). Pese a ello, el Banco de Inglaterra mantuvo la tasa de interés de referencia sin modificaciones, aunque incrementó en un 37,5% su programa de compra de activos (expansión cuantitativa del balance) cuya implementación total demandará alrededor de 4 meses. En tanto, la inflación subyacente se desaceleró en los últimos meses.

En línea con lo observado en otros episodios de turbulencia en los mercados, el franco suizo tendió a apreciarse contra el euro. Ante la sostenida revalorización de la moneda, a lo largo del trimestre el Banco Nacional de Suiza anunció un conjunto de medidas para contener esta dinámica. Hacia finales del trimestre la entidad monetaria comunicó que intervendría sistemáticamente y sin límites cuantitativos con el objetivo de fijar una paridad



mínima de 1,20 francos suizos por cada euro. Si bien la decisión sobre la relación cambiaria del franco suizo se dio en un marco de fuerte apreciación de la moneda — que ante situaciones de tensión en los mercados financieros actúa como reserva de valor—, este accionar representa un cambio sustancial en las políticas cambiarias vigentes en los países avanzados en las últimas décadas.

Japón

La economía japonesa presentó, en términos desestacionalizados, una caída trimestral anualizada del Producto de 2,1% durante el segundo trimestre de 2011, aún como consecuencia del impacto de la catástrofe natural de inicios de año (ver Gráfico II.23). De hecho, durante el tercer trimestre del año comenzó a normalizarse el suministro de energía eléctrica, que permitió una mejora de la producción industrial, aunque todavía no logró alcanzar los niveles anteriores a la catástrofe natural (ver Gráfico II.24). A pesar de ello, se prevé que durante el segundo semestre la actividad económica continúe recuperándose. Para 2011 se proyecta una ligera contracción económica, en torno a -0,6%, efecto fundamentalmente del arrastre que dejó el primer semestre del año.

Las exportaciones de Japón están principalmente concentradas en bienes de capital, equipamiento de transporte y accesorios e insumos industriales, que en conjunto representan prácticamente el 90% de las exportaciones totales. Dada la fuerte concentración de las ventas externas en bienes de origen industrial y elevado valor agregado, la desaceleración de sus principales socios comerciales (China, Estados Unidos y la zona del euro) configura un nuevo obstáculo para la recuperación de la actividad manufacturera.

En agosto, la variación del índice de precios al consumidor de Japón verificó su segundo incremento interanual, luego de que en julio se interrumpiera un período de 29 meses consecutivos de deflación. En lo que respecta a la inflación subyacente³, la misma aún permanece en terreno negativo, acumulando 32 meses de caída.

En un escenario de precios deprimidos, bajo dinamismo de la actividad económica y tasa de interés de referencia nula, el Banco de Japón (BoJ) continúa con su política de inyección de liquidez a través de su programa de compra de activos. Asimismo, el BoJ tomó medidas para evitar la apreciación del yen, conformando un fondo por el equivalente a US\$100.000 millones (1,7% del PIB de

³ La inflación subyacente o inflación núcleo (*core*) refleja la variación del nivel de precios de un subconjunto de bienes y servicios con menor volatilidad, excluyendo habitualmente los precios de los alimentos y de la energía.

2011) para asistencia financiera a empresas que quieran invertir en el exterior.

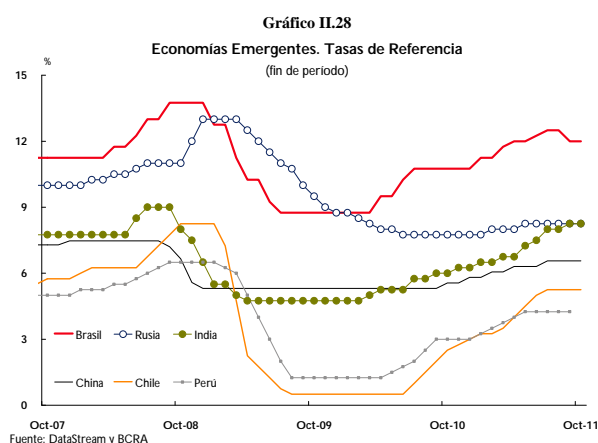
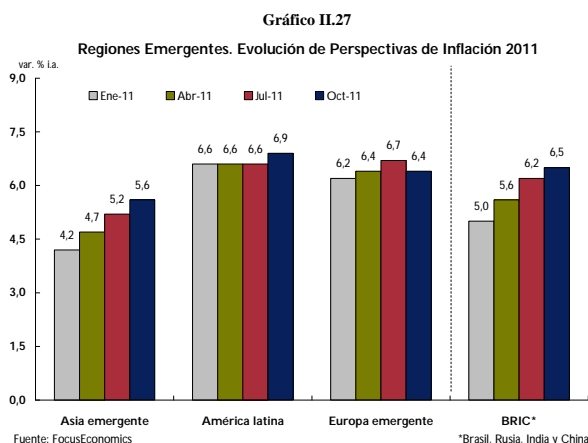
En cuanto a las finanzas públicas, se espera un aumento del gasto en la medida en que avance el proceso de reconstrucción, deteriorando aún más la posición fiscal del país e incrementando el nivel de endeudamiento en términos del Producto (ver Gráfico II.25). Cabe destacar que si bien Japón tiene el mayor nivel de deuda pública en su comparación internacional, ésta se encuentra en su mayoría en tenencia de residentes y denominada en moneda local. A su vez, el sector privado japonés es uno de los principales acreedores externos netos.

II.4 Economías Emergentes

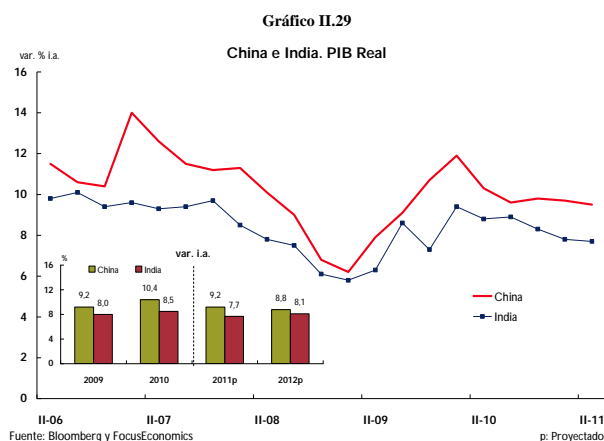
A pesar de la débil demanda externa proveniente de los países avanzados, las economías emergentes continúan motorizando la expansión mundial basadas en la robusta demanda interna. Se proyecta que este conjunto de países crezca en torno a 5,3%⁴ en 2011, lo que constituye un sólido ritmo de expansión dado el escenario de bajo crecimiento de las economías avanzadas, que está explicado fundamentalmente por la dinámica de Asia emergente (ver Gráfico II.26).

Las proyecciones de subas de los precios minoristas para el año se incrementaron levemente en la mayoría de las economías en desarrollo respecto de los niveles previstos un trimestre atrás, con excepción de Europa emergente (ver Gráfico II.27). Sin embargo, en los últimos meses se observó una moderación del ritmo de crecimiento de los precios minoristas, proyectándose que, tras la corrección verificada en las cotizaciones de las materias primas, las presiones inflacionarias se mantengan relativamente contenidas.

En los primeros meses del año, el diferencial de tasas y el mejor desempeño en relación con las economías avanzadas, mantuvieron elevados los flujos netos de capitales hacia las regiones emergentes, lo que implicó una apreciación en sus monedas. Más recientemente, ante el significativo incremento de la incertidumbre global, se verificó una modificación del comportamiento en los mercados de capitales, que produjo correcciones de los tipos de cambio. En este escenario de perspectivas de desaceleración inflacionaria y moderación del ritmo de crecimiento económico, los países en desarrollo interrumpieron su tendencia contractiva en la política monetaria —de acuerdo con lo esperado—, y en algunos casos, incluso se observó una relajación (ver Gráfico II.28). La excepción la constituyó la India que continuó elevando la tasa de inte-



⁴ Dato elaborado en base a las proyecciones de FocusEconomics, considerando la participación de los bloques en el Producto mundial según la paridad de poder adquisitivo.



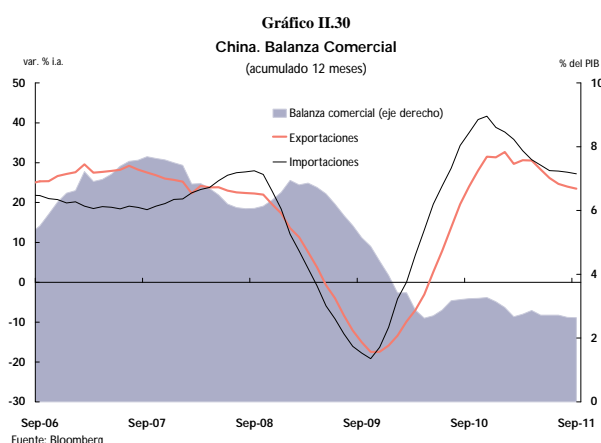
rés de referencia de la política monetaria en un escenario de fuerte crecimiento económico en el que tanto la variación del nivel general de precios como las expectativas inflacionarias se mantienen en niveles elevados.

Se estima que la reciente reversión de los flujos de capitales tiene un carácter transitorio, por lo que volverían a verificarse nuevas presiones a la apreciación de las monedas emergentes. Así, en un contexto de desaceleración económica y aumento de la incertidumbre sobre la evolución de las economías avanzadas, se proyecta que los países emergentes continuarán implementando medidas de intervención cambiaria para lidiar con los flujos de capital, al tiempo que seguirán buscando evitar los ciclos asociados a potenciales burbujas sobre los precios de los activos.

En términos generales, las economías en desarrollo enfrentan riesgos asociados a las reducciones de los precios de las materias primas, en un contexto de contracción de los flujos comerciales globales, que podrían derivar en un aumento del proteccionismo y mayor volatilidad cambiaria.

Asia Emergente

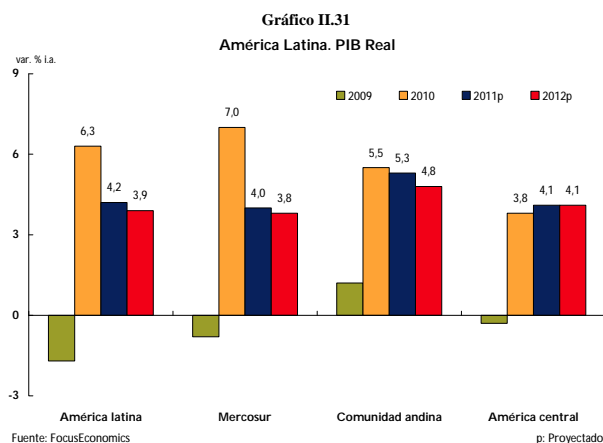
Las proyecciones de actividad económica para Asia emergente fueron corregidas levemente a la baja, con un crecimiento del PIB esperado para 2011 de 7,6%. China e India, las dos principales economías de la región, continuarán liderando el crecimiento, con tasas más moderadas respecto a 2010, aunque aún elevadas.



Tras las diversas medidas monetarias de sesgo contractivo aplicadas en China para contrarrestar la aceleración inflacionaria, los mayores precios de los activos y la fuerte expansión del crédito, en el tercer trimestre del año las autoridades económicas frenaron el ciclo de subas de las tasas de interés de referencia y de los encajes sobre los depósitos bancarios. Adicionalmente, se verificaron importantes aportes de capital a las principales entidades financieras chinas.

En India, debido a la preocupación por los niveles de inflación en un contexto de elevado ritmo de crecimiento económico, la autoridad monetaria no modificó el sesgo contractivo de su política y continuó elevando la tasa de interés de referencia.

A pesar de una desaceleración mayor a la prevista de algunos de los principales socios comerciales de China, se mantuvieron las proyecciones de expansión del Producto de la mayor economía de la región en 9,2% para 2011 (ver Gráfico II.29).



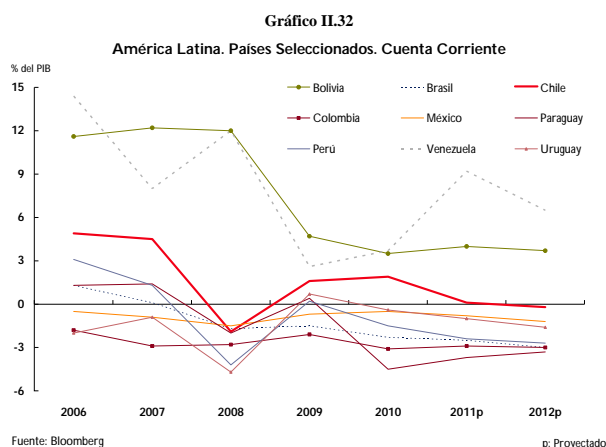
En el plano fiscal se proyecta que durante 2011 el resultado financiero chino alcance -1,6% del PIB, implicando una reducción del déficit de 0,7 puntos porcentuales (p.p.) respecto de 2010.

En un escenario de continua apreciación real del renminbi respecto del dólar y de desaceleración de la actividad de algunos de sus principales socios comerciales, las importaciones chinas crecen a un ritmo mayor que las exportaciones. Así, se espera que en 2011 el saldo de la balanza comercial registre una leve reducción respecto de 2010, aunque seguirá siendo significativamente superavitario (ver Gráfico II.30).

América Latina

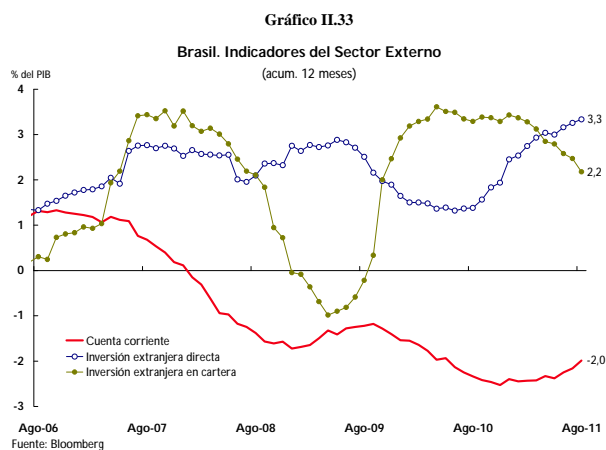
América latina continuará siendo una de las regiones más dinámicas del mundo, pese a evidenciar también cierta moderación en su crecimiento, en un escenario global menos favorable. Así, las proyecciones de crecimiento para 2011 también se corrigieron levemente a la baja, y se ubican en 4,2%, con una menor dispersión de las tasas de crecimiento, determinando una evolución más uniforme (ver Gráfico II.31). Sin embargo, no se descarta que los diferenciales de crecimiento se amplíen en la medida que aquellas economías más ligadas al ciclo de los países avanzados comiencen a evidenciar un mayor impacto adverso sobre su desempeño económico.

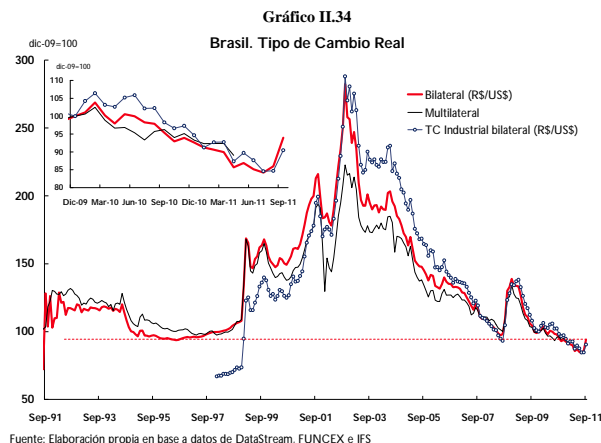
En el frente externo se prevé una suba del déficit de Cuenta corriente en 2011 para la región, que se ubicaría en torno a 1,3% del PIB. Sin embargo, persiste la heterogeneidad dentro de la región. Países como Venezuela y Bolivia registrarían superávits externos, al tiempo que Brasil, Colombia y Paraguay exhibirían los mayores déficits (ver Gráfico II.32).



Las caídas evidenciadas en las cotizaciones de las materias primas en los últimos meses moderaron las presiones inflacionarias en la región. Esto, sumado al deterioro del escenario internacional, condujo a los bancos centrales a frenar el ciclo de política monetaria contractiva, y en algunos casos incluso llevaron a reducir las tasas de interés de referencia.

En Brasil se observa una desaceleración de la actividad económica, algo mayor a lo prevista un trimestre atrás. En el análisis sectorial, se destaca el estancamiento de la producción industrial en los últimos meses. Las expectativas de los productores anticipan que el desempeño manufacturero continuaría debilitándose. Así, las proyecciones de crecimiento del Producto para 2011 fueron corregidas a la baja, y en la actualidad se ubican en 3,5%.

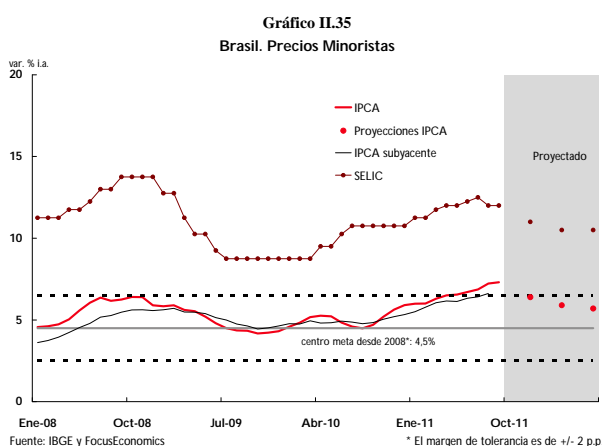




El saldo deficitario de la Cuenta corriente brasileña se deterioraría en lo que queda de 2011, hasta ubicarse en torno a 2,5% del PIB. Cabe señalar que el financiamiento externo se basa en flujos de capitales asociados tanto a Inversión Extranjera Directa (IED) como a inversiones especulativas. En forma análoga a lo previsto para otras economías emergentes, el diferencial de rendimientos respecto de las economías avanzadas seguirá dando sustento a los ingresos de capitales a Brasil, a pesar de la reciente reversión de las inversiones extranjeras en cartera (ver Gráfico II.33).

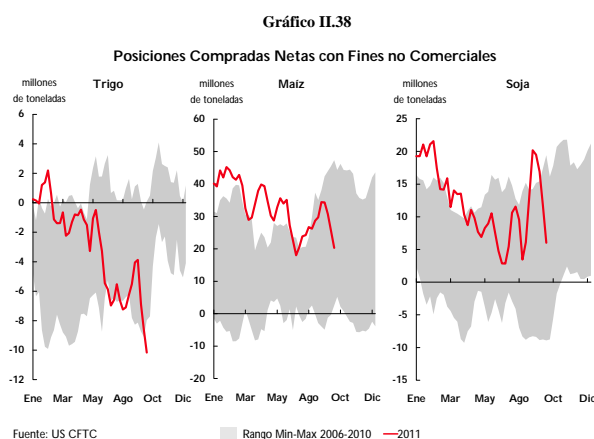
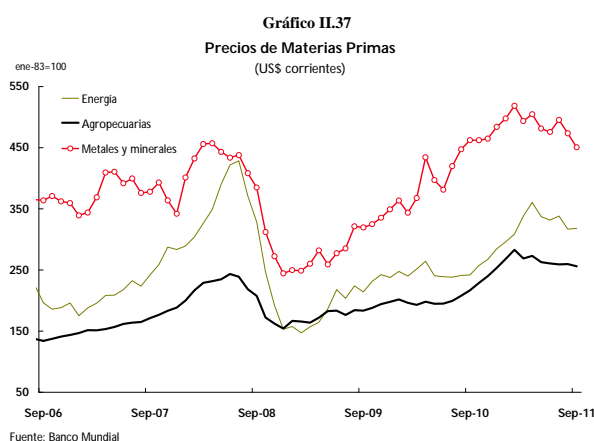
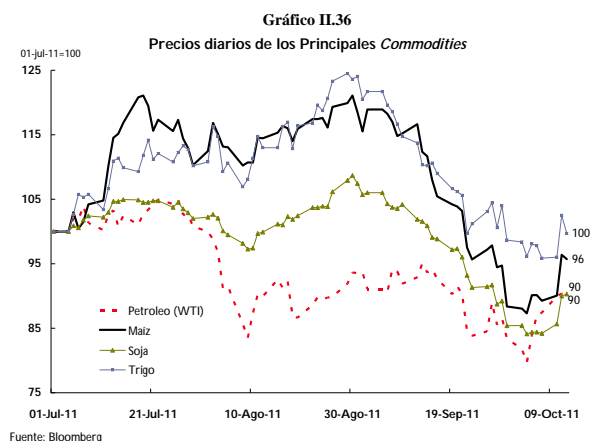
En cuanto a las cuentas fiscales, tanto el resultado fiscal financiero como el primario mejoraron, alcanzando en el último caso un desempeño comparable con el nivel pre-crisis. Cabe desatacar que la mejora del resultado fiscal obedecería mayormente al crecimiento de los ingresos, que incluyen, entre otros recursos, los nuevos tributos aplicados para contener el ingreso de capitales de corto plazo.

La modificación del contexto externo originó una reversión de los ingresos de capitales llevando a que la moneda brasileña se depreciara fuertemente en el tercer trimestre (13% desde inicios de julio). En este marco, el Banco Central de Brasil (BCB) modificó su estrategia de política cambiaria, pasando de adoptar medidas para contrarrestar la apreciación de su moneda a intervenir activamente en el mercado buscando contener la pérdida de valor del real. Así, el mercado incrementó levemente la expectativa de tipo de cambio para fines de 2011 y de 2012 previendo valores en torno a 1,75 reales por dólar estadounidense. Más allá de la devaluación reciente del real frente al dólar, la moneda del país vecino se encuentra fuertemente apreciada respecto de la moneda norteamericana con relación a la última década. En efecto, desde fines de 2002 la moneda brasileña se valorizó en términos reales aproximadamente 70% respecto del dólar estadounidense (ver Gráfico II.34).



Al igual que Brasil, la generalidad de las economías de América latina registró, durante los últimos años, significativas apreciaciones cambiarias. Esto se dio en un marco donde se conjugaron fuertes subas en los términos de intercambio, significativos ingresos netos de capitales y regímenes cambiarios flexibles.

Con una dinámica industrial más débil, un tipo de cambio real sectorial significativamente apreciado y en un escenario internacional más adverso para las ventas externas de productos industriales, el gobierno de Brasil anunció el “*Plan Brasil Maior*”. El programa, que impactaría mayormente en 2012, está destinado a fortalecer la industria nacional a través de estímulos a la producción, a la exportación y distintos mecanismos de



protección del mercado local, con un costo total estimado por el gobierno de, al menos, 0,7% del PIB de 2011, destinados a incentivar la competitividad.

Desde mediados de 2010 la inflación minorista exhibe una aceleración, superando desde abril pasado el rango de meta aceptado por la autoridad monetaria (4,5% anual $\pm 2\%$). A pesar de ello, y tomando en cuenta el contexto de desaceleración económica global, el BCB disminuyó la tasa del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC), con expectativas de nuevas reducciones en lo que queda de 2011 y 2012 (ver Gráfico II.35).

Los otros dos principales socios comerciales de la Argentina en América latina, México y Chile, crecerán este año 3,9% y 6,4%, respectivamente.

Dada la fuerte influencia de las condiciones económicas estadounidenses, las proyecciones de crecimiento de México se contrajeron. En este contexto, el banco central continuó sin modificar la tasa de interés de referencia (desde julio de 2009) priorizando proteger el nivel de actividad. Por su parte, en Chile, luego de incrementar casi ininterrumpidamente la tasa de interés de referencia desde junio de 2010, en la segunda mitad de este año la autoridad monetaria decidió mantener la misma en 5,25%, esperándose disminuciones menores en lo que queda del año (hasta aproximadamente 5%). Asimismo, el Banco Central de Chile mantuvo en los meses recientes su nivel de compras de Reservas internacionales en torno a los US\$1.000 millones mensuales en el marco del programa de adquisición de divisas que sumará en todo 2011 unos US\$12.000 millones.

II.5 Precios de las Materias Primas

Desde julio pasado se observan caídas en los precios de las materias primas, luego de las alzas evidenciadas hasta febrero de 2011 y la relativa estabilización en los meses posteriores (ver Gráfico II.36). Los *commodities* agropecuarios acumularon en el año, a septiembre de 2011, todavía una leve suba de 1,1%, mientras que los metales y minerales cayeron 7%. Por su parte, el índice de energía creció 12% en igual período.

Esta dinámica reciente estuvo motorizada mayormente por la incertidumbre sobre la evolución de la economía global, tras el significativo deterioro de los indicadores de actividad en los países avanzados, la apreciación de la moneda estadounidense y, en el caso de los agrícolas, por algunos factores climáticos propios de cada producto. No obstante las disminuciones registradas, las cotizaciones se ubican en niveles elevados, por encima de los valores de un año atrás y, en el caso de los *commodities* agrícolas y

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

		Campaña 2010/11 (millones de toneladas)	Campaña 2011/12 (millones de toneladas) JULIO	Campaña 2011/12 (millones de toneladas) OCTUBRE	Variación Julio-Octubre (%)
Soja	Oferta total*	323,0	327,3	327,9	0,2
	Demanda total	254,2	262,7	261,8	-0,3
	Stocks finales	65,9	62,0	63,0	1,7
Trigo	Oferta total*	846,5	852,4	876,8	2,9
	Demanda total	656,6	670,2	674,4	0,6
	Stocks finales	190,0	182,2	202,4	11,1
Maíz	Oferta total*	963,7	993,3	989,9	-0,3
	Demanda total	842,8	877,6	866,7	-1,2
	Stocks finales	120,9	115,7	123,2	6,5
Arroz	Oferta total*	544,1	552,5	559,2	1,2
	Demanda total	447,9	456,3	457,8	0,3
	Stocks finales	96,2	96,3	101,4	5,3

*La Oferta total incluye la producción total + stocks iniciales

Estimado a octubre 2011

Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA

los metales y minerales, superan los registros máximos alcanzados a mediados de 2008 (ver Gráfico II.37).

En los mercados de capitales que cotizan *commodities*, el escenario de volatilidad asociado en parte al mayor riesgo de una profundización de la desaceleración económica en los países desarrollados, impulsó una caída del interés abierto agregado⁵ (comercial y especulativo) sobre los principales granos. En particular, las posiciones compradas netas de los inversores financieros en los mercados de derivados en maíz y soja cayeron significativamente, en tanto que la posición vendida en trigo se acentuó aún más (ver Gráfico II.38).

Con el objetivo de reducir la volatilidad de las cotizaciones de los *commodities*, el organismo regulador estadounidense anunció la implementación —en los próximos dos meses para los contratos más cortos— de límites a las posiciones individuales que cada operador puede tener en derivados de materias primas, con la intención de contener la especulación excesiva y la concentración de las posiciones en manos de pocos operadores.

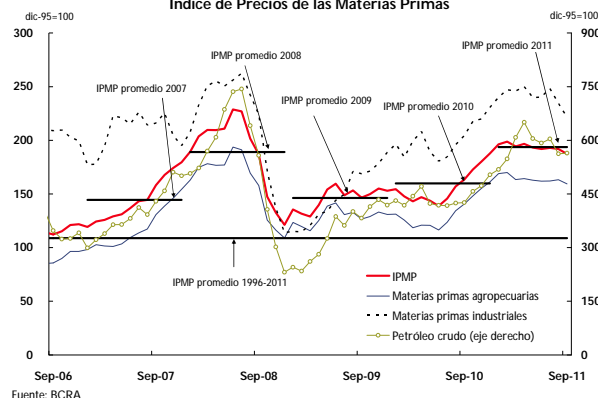
Sobre los precios de los *commodities* agrícolas, además de la incertidumbre global, que reduce las expectativas de demanda, influyeron las proyecciones de abundantes cosechas para el ciclo 2011/12 (ver Cuadro II.1).

Sin embargo, los precios del conjunto de los *commodities* mostraron un desempeño diferenciado respecto de los de activos de renta fija y variable. En relación con inicios de año, las materias primas exhibieron ligeras modificaciones en sus precios, mientras que el resto de los activos evidenció generalmente fuertes correcciones a la baja en el marco de los cambios de composición de las carteras de inversión ante el mayor apetito por la liquidez y por instrumentos percibidos como más seguros (ver subsección II.6).

La cotización del petróleo continuó reduciéndose desde abril pasado ante la merma en las proyecciones de demanda para el corriente año. Asimismo, influyó la disminución de las tensiones en Medio Oriente y Norte de África y la disposición de los principales países productores para liberar parte de sus stocks.

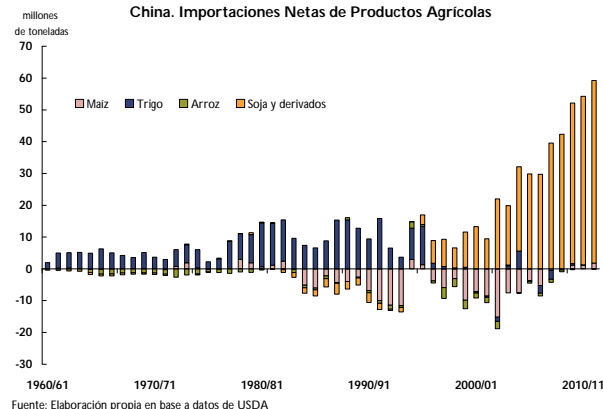
El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA —que refleja la evolución ponderada de las cotizaciones de los productos primarios más relevantes en las exportaciones argentinas—, cayó 1,7%

Gráfico II.39
Índice de Precios de las Materias Primas



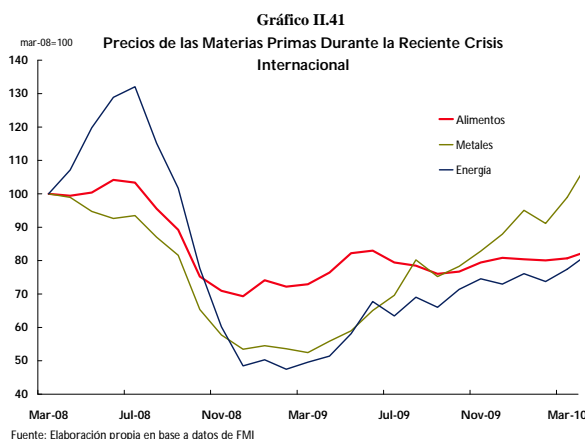
Fuente: BCRA

Gráfico II.40
China. Importaciones Netas de Productos Agrícolas



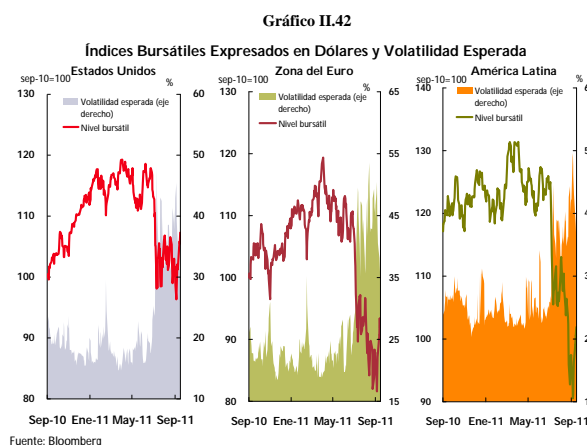
Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA

⁵ En un contrato de futuros hay dos contrapartes, un vendedor y un comprador, que toman posiciones opuestas. La cantidad de contratos vigentes a una fecha determinada se denomina interés abierto. Este indicador refleja el nivel de actividad en los mercados a futuro y la liquidez de los contratos.

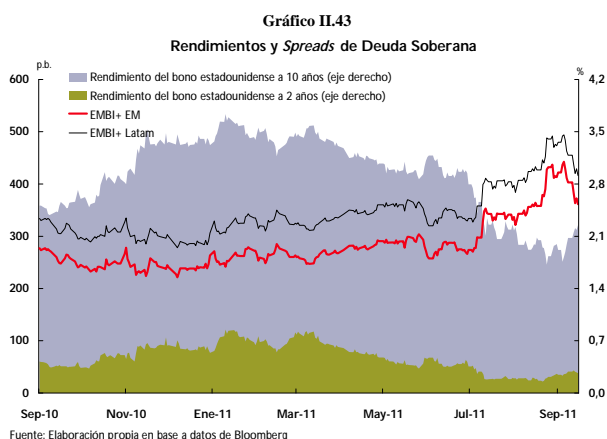


en promedio durante el tercer trimestre del año, aunque aumentó 23% en términos interanuales (ver Gráfico II.39). De esta manera, el IPMP resultó 70% superior al promedio histórico de la serie iniciada en 1996.

Si bien no se prevé una caída abrupta de los precios de las materias primas en los próximos meses, como la experimentada a fines de 2008, no se descartan nuevas disminuciones en un contexto de mediano plazo donde persisten factores estructurales que sostienen la firmeza de las cotizaciones de los productos agropecuarios. Particularmente se destaca la demanda de granos para la producción de biocombustibles y el incremento del ingreso medio en los países emergentes, que impulsa el consumo de alimentos con mayor valor proteico, tendencia que se prevé se acentuará en los próximos años. En este sentido se destaca la experiencia china, que a pesar del aumento de su producción, es uno de los principales demandantes mundiales y que, en la última década pasó de ser exportador a importador neto de los principales productos agrícolas (ver Gráfico II.40).



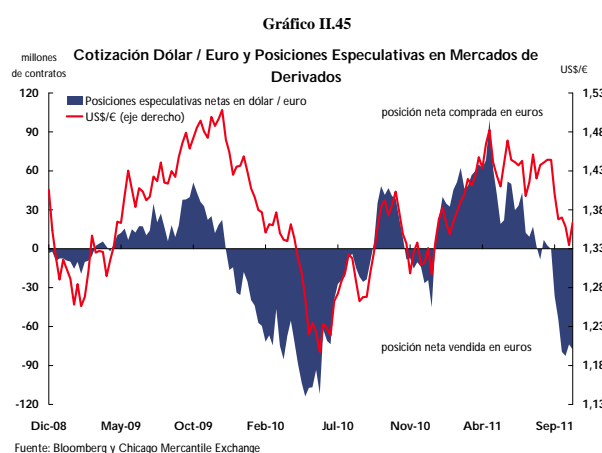
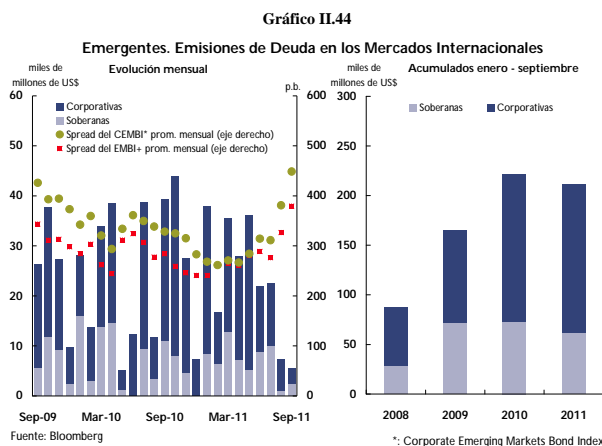
El actual escenario internacional sugiere que las cotizaciones de los *commodities* se mantendrían volátiles. En el caso particular de los agrícolas, la volatilidad de las cotizaciones podría intensificarse por factores climáticos que afecten la cosecha de la campaña 2011/12. Sin embargo, en las recesiones mundiales previas y en la reciente crisis global, los productos agrícolas se vieron significativamente menos afectados que los insumos industriales y energéticos (ver Gráfico II.41). Esta evolución histórica sugiere que ante un eventual deterioro adicional de la situación externa, los países exportadores netos de productos agrícolas sufrirían un impacto menor que los que concentran sus ventas externas en productos energéticos, en metales o minerales.



II.6 Mercados Financieros Internacionales y Flujos de Capitales

Los mercados bursátiles de los Estados Unidos y Europa registraron fuertes correcciones en los últimos meses, en un escenario de marcada ampliación de la volatilidad esperada que recién se atenuó en las últimas semanas⁶ (ver Gráfico II.42). Los índices bursátiles estadounidenses y europeo acumulan desde fines del primer semestre pérdidas de 7% y 17% en dólares, respectivamente. El desempeño negativo de las cotizaciones, más acentuado desde fines de julio, fue acompañado por subas en los índices de volatilidad esperada, casi duplicando el promedio del período abril-junio. Esta dinámica impactó

⁶ Las cotizaciones registraron cierto rebote a partir de la segunda semana de octubre, en función de expectativas con respecto al anuncio de nuevas medidas para contener la crisis de la deuda en la zona del euro.



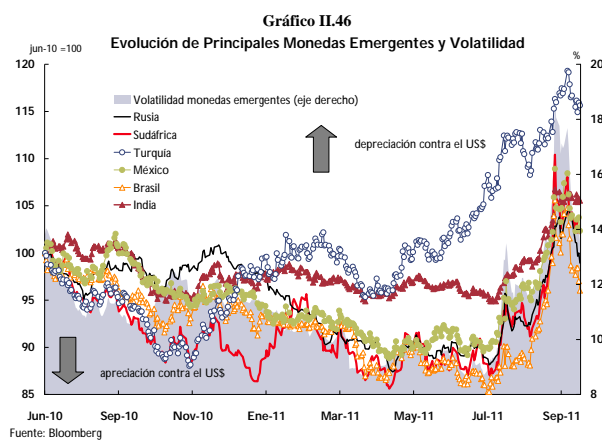
sobre las bolsas de las economías emergentes, que verificaron fuertes pérdidas medidas en dólares, en parte explicadas por la depreciación de las monedas locales. El índice de *Morgan Stanley Capital International* para emergentes evidenció una merma de 18% desde mediados de año (con idéntica variación para el índice para América latina) y su volatilidad implícita también aumentó fuertemente. En la región sobresalió el caso del índice de la bolsa de Brasil, que perdió 20% medido en dólares y 12% en moneda local.

La elevada volatilidad en los mercados bursátiles, las perspectivas de desaceleración económica global, la orientación de los flujos de capitales hacia activos percibidos como más líquidos y seguros y las expectativas de implementación de medidas de estímulo adicionales en los Estados Unidos llevaron a los rendimientos de la deuda estadounidense a mínimos históricos. Así, el rendimiento de los títulos públicos a 10 años se contrajo cerca de 90 puntos básicos (p.b.) desde fines de junio —hasta un nivel de 2,25% a mediados de octubre, aunque en septiembre se había acercado a 1,70%—, mientras que la curva de rendimientos tendió a mostrar una menor pendiente. Sobre este comportamiento podría haber incidido adicionalmente la decisión de la Fed de modificar la composición de su cartera de bonos del tesoro, incrementando la participación de los títulos de mayor plazo. Por su parte, se elevaron los costos relativos de financiamiento para las economías emergentes hasta niveles que no se observaban desde 2009 (ver Gráfico II.43). En este contexto, las emisiones de deudas soberanas y corporativas de economías en desarrollo en los mercados internacionales perdieron dinamismo entre julio y septiembre, con una merma de casi 60% tanto a nivel trimestral como interanual. A pesar de esto las colocaciones de deuda acumulan en lo que va de 2011 un monto apenas inferior al de igual período del año pasado (ver Gráfico II.44).

Con respecto a los flujos de portafolio, los fondos de inversión especializados en renta variable de economías emergentes revirtieron la tendencia del trimestre anterior y pasaron a registrar fuertes salidas netas entre fines de julio y mediados de octubre, acumulando así rescates en forma neta en lo que va del año, que contrastan con los ingresos récord de 2010. Cabe destacar que los mayores egresos fueron para fondos especializados en activos de Asia y Europa emergente. En lo que respecta a fondos especializados en renta fija, si bien presentaron una mayor fortaleza relativa a lo largo del año, los flujos comenzaron a verse afectados a fin del tercer trimestre y la primera mitad de octubre, principalmente por retiros desde fondos de deuda en moneda local —en el marco

de la fuerte depreciación de la mayoría de las monedas de estos países—.

El dólar llegó a apreciarse casi 9% respecto al euro desde mediados de año, con una suba de la volatilidad esperada para esta cotización, aunque posteriormente recortó su revalorización a 4%. El comportamiento en los últimos meses se dio en un contexto en el cual los agentes no comerciales pasaron de tener una posición comprada en euros a una vendida, previendo un continuo debilitamiento de la moneda europea (ver Gráfico II.45). Por su parte, el promedio de las monedas de las economías emergentes se depreció 6% contra el dólar desde fin de junio (llegó a depreciarse 8%, pero después se recuperó), luego de mantenerse relativamente estable durante el trimestre anterior (ver Gráfico II.46). A diferencia de lo ocurrido en otros episodios de turbulencia (como el de abril–mayo de 2010), el debilitamiento de las monedas latinoamericanas fue inicialmente un poco más marcado (alcanzó el 9% y después se redujo a un 6%) que la del promedio de las monedas de economías emergentes, destacándose en particular la depreciación del real brasileño respecto al dólar desde mediados de año (llegó a ser de más de 20%, pero posteriormente se recortó a la mitad), que llevó a que el Banco Central de Brasil implementase fuertes intervenciones directas en el mercado de divisas para contener la volatilidad del tipo de cambio.



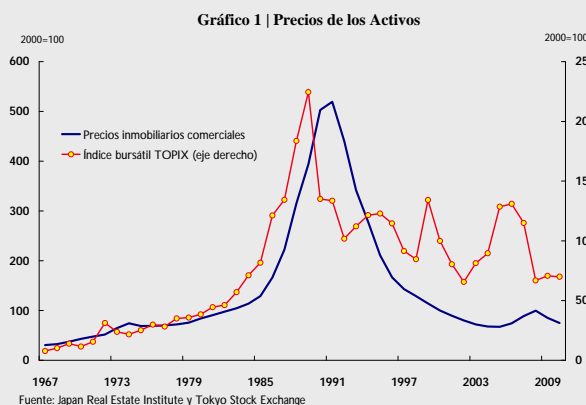
Si bien los fundamentos macroeconómicos de las economías emergentes continúan mostrando una relativa solidez, las dificultades de los gobiernos europeos en el manejo de la crisis de deuda y las perspectivas de un crecimiento deprimido a nivel global en los próximos años, configuran un escenario más incierto y adverso. Así, no se descarta un escenario en el que se profundicen estas dificultades con efecto adverso sobre los precios de los activos financieros de economías emergentes y los flujos de portafolio vinculados a ellos.

En resumen, se observa una desmejora de las perspectivas para lo que resta de 2011, con una profundización de los riesgos globales y un desempeño económico aún más débil que el previsto un trimestre atrás para las naciones desarrolladas. En conjunto, la incertidumbre y la vulnerabilidad se acrecientan, en un marco en el que se anticipa un prolongado período de lento crecimiento a nivel global, lo que implica un escenario internacional más adverso para los países emergentes que el previsto en el anterior **Informe de Inflación**.

Apartado 1 / ¿Puede repetirse la década perdida de Japón en los Estados Unidos y Europa?

Luego de la sólida expansión económica de la posguerra, la economía japonesa cayó a principios de los noventa en una etapa de prolongado estancamiento, en lo que inicialmente se conoció como la “década perdida”. La extendida duración del fenómeno y la aparente ineffectividad de las políticas implementadas para revertirlo generaron un rico debate en torno a sus verdaderas causas y a las herramientas adecuadas para combatirlo. En la mirada de varios analistas y académicos, lo acontecido en Japón exhibe algunos puntos en común con el actual panorama de la economía mundial, lo que conduce a reflexionar acerca de la posibilidad de que se repita un largo período de bajo crecimiento en los Estados Unidos y en Europa en los próximos años.

Una vez finalizada la Segunda Guerra Mundial, que tuvo consecuencias devastadoras para su estructura productiva, Japón emprendió un proceso acelerado de reconstrucción y desarrollo económico, que lo llevó en pocas décadas a ubicarse entre las principales potencias industriales del mundo. A fines de la década del '80 la economía japonesa tenía una estructura productiva pujante y se caracterizaba por presentar altas tasas de ahorro e inversión, con superávits externo y fiscal.

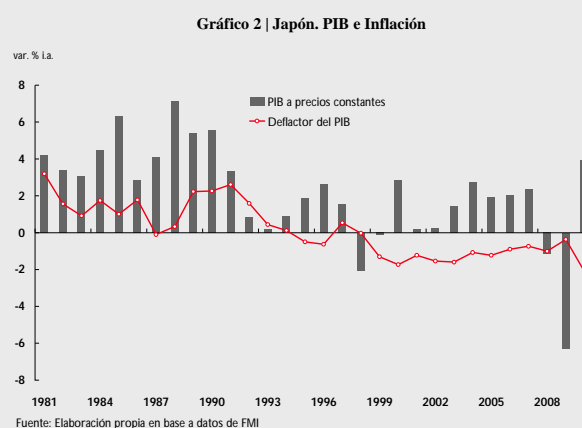


En septiembre de 1985, en un contexto de creciente tensión en las relaciones comerciales entre los Estados Unidos y las restantes principales economías avanzadas, los países del Grupo de los 5 (G-5; Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Francia y Japón) alcanzaron un histórico acuerdo para devaluar en forma ordenada el dólar respecto del resto de las divisas. El “Acuerdo Plaza”, así denominado en referencia al Hotel Plaza de la ciudad de Nueva York donde se celebró la reunión, implicó una significativa apreciación del yen, que trajo aparejada una desaceleración de la economía nipona a inicios de 1986. En consecuencia, las autoridades económicas japonesas optaron por reducir las tasas de interés y estimular la economía a partir de la política fiscal. La combinación de una economía en crecimiento, perspectivas favorables, la valorización de la moneda y una

política económica expansiva contribuyeron a un excesivo ingreso de fondos especulativos a los mercados de acciones y de inmuebles comerciales, con la consecuente formación de burbujas en los precios de los activos. Cuando las autoridades comprendieron el fenómeno decidieron subir las tasas de interés, lo que provocó un derrumbe de las cotizaciones (ver Gráfico 1).

El colapso de la burbuja de activos cambió radicalmente el escenario económico. Uno de los principales efectos fue el abrupto deterioro de la situación patrimonial de las empresas que, producto del masivo ingreso de fondos especulativos durante la etapa de auge, presentaban un alto nivel de endeudamiento, superior al de sus pares estadounidenses y europeos. El derrumbe de los precios de los activos dejó a las empresas con un excesivo nivel de endeudamiento, volviéndolas técnicamente insolventes. El estallido de la burbuja de activos también golpeó al sistema bancario, aunque esto no habría sido un factor determinante para explicar la profundidad de la crisis, ya que las instituciones financieras no restringieron el crédito sino que mantuvieron su disponibilidad para prestar.

A partir de entonces, la economía japonesa entró en un ciclo de prolongado estancamiento. El crecimiento del PIB, que había promediado 4,6% anual en los '80, fue de sólo 1,2% anual en los '90. Paralelamente, comenzó una espiral deflacionaria (ver Gráfico 2).

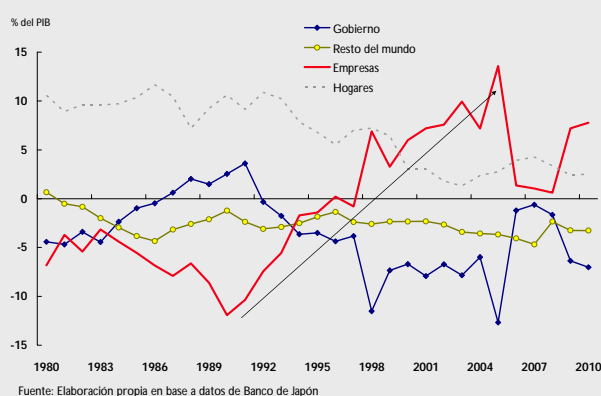


Frente a este escenario, desde la década de los '90 las autoridades tomaron sucesivas medidas para intentar reactivar la economía. En el frente fiscal, se introdujeron importantes estímulos, incluyendo amplios programas de obra pública. El incremento del gasto y la declinación de los ingresos tributarios como consecuencia del estancamiento del nivel de actividad y de la baja de precios de los activos generaron un sostenido aumento del déficit fiscal, que elevó de manera progresiva el nivel de endeudamiento público.

Por otro lado, aunque con cierto retraso, el Banco de Japón (BoJ) redujo progresivamente su tasa de interés de referencia, llevándola a prácticamente 0 en la segunda mitad de la década. Estas medidas no lograron revertir el panorama, lo que llevó a académicos como Krugman⁷ a calificar la situación como una trampa de liquidez⁸.

No obstante el sesgo expansivo de la política del BoJ, algunos académicos como Bernanke⁹ opinaban que se requería un estímulo monetario aún mayor, señalando que una inyección de liquidez de suficiente magnitud (a través de instrumentos no convencionales) necesariamente tendría que generar un impulso inflacionario y una reactivación de la actividad. En línea con esta postura, posteriormente el BoJ implementaría un programa de expansión cuantitativa —que se convertiría en el principal antecedente de las políticas monetarias no convencionales implementadas durante la reciente crisis internacional— aunque sin obtener los resultados esperados.

Gráfico 3 | Japón. Resultado Financiero por Sector Económico

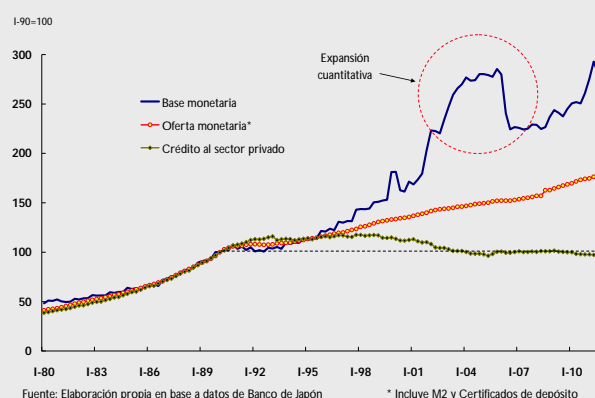


En vista de lo ocurrido, otros analistas subrayaron la ineffectividad de la política monetaria en estos casos. Entre ellos, se destaca la interpretación desarrollada por Koo¹⁰, centrada en el concepto de “recesión de hoja de balance”. Koo sitúa la raíz del fenómeno en el grave deterioro patrimonial del sector corporativo resultante de la corrección de los precios de los activos, que obligó a emprender un arduo y lento proceso de desapalancamiento y saneamiento de balances. En esta situación, en la que los agentes necesitan imperiosamente reducir su nivel de endeudamiento, se verifican cambios en el patrón de comportamiento empresarial, al priorizar una minimización de sus deudas por sobre la maximización de las utilidades, incluso en un contexto con tasas de interés cercanas a 0. En efecto, la cantidad de empresas

cancelando deuda creció sostenidamente luego del estallido de la burbuja, y en 1998 el sector corporativo ya había logrado una posición acreedora neta, a contramano de lo esperable en períodos con reducidos costos de financiamiento. Analizando el resultado financiero de los diferentes sectores económicos, se observa que la demanda corporativa perdida como resultado de este cambio en el comportamiento de las empresas alcanzó alrededor de 20% del PIB (ver Gráfico 3).

Como consecuencia del proceso de desendeudamiento empresarial, se observó un debilitamiento del gasto agregado y una caída de la demanda de crédito por parte del sector privado, lo que tornó ineficaz la política monetaria. En efecto, Koo destaca que la drástica inyección de liquidez llevada a cabo por el BoJ, en el marco de su política de expansión cuantitativa —básicamente a través de la compra de bonos del gobierno—, no logró el objetivo de incrementar sustancialmente la oferta monetaria, justamente por el rechazo de las empresas a la toma de nuevas deudas, aún cuando las mismas fueran en condiciones extremadamente favorables (ver Gráfico 4).

Gráfico 4 | Japón. Agregados Monetarios



En un contexto de “recesión de las hojas de balance”, se revaloriza particularmente el papel desempeñado por la política fiscal. Los sucesivos déficits fiscales permitieron compensar parcialmente el debilitamiento de la demanda privada, tomando prestados los fondos ociosos del sistema y volcándolos nuevamente al mercado a través de mayor gasto público. Fue sólo a partir de la implementación de sucesivos programas de estímulo fiscal que el gobierno japonés evitó que la retracción de la demanda corporativa se tradujera en una abrupta contracción económica, con el consecuente deterioro del estándar de vida de la población. Si bien dejó de expandirse al fuerte ritmo de las décadas previas, el Producto se mantuvo por encima del nivel pre-crisis, y el PIB per cápita continuó en ascenso. Esta dinámica contrasta con la experiencia norteamericana durante la Gran Depresión de los años 30, cuando la producción estadounidense se derrumbó 46% luego de que la caída de precios de los activos provocara una significativa destrucción de riqueza.

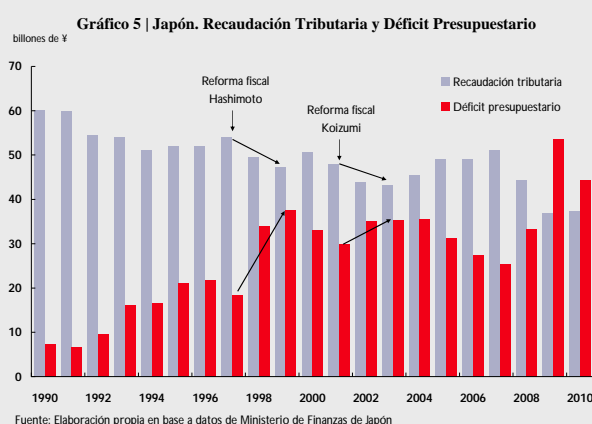
⁷ Krugman, Paul R. (1998), *It's baack: Japan's slump and the return of the liquidity trap*

⁸ El concepto de “trampa de liquidez” describe una situación en la que las tasas de interés son muy bajas, próximas a 0, y la demanda de dinero se vuelve completamente elástica, por lo cual la política monetaria pierde su efectividad para estimular la actividad económica.

⁹ Bernanke, Ben S. (1999), *Japanese Monetary Policy: A case of self-induced paralysis?*

¹⁰ Koo, Richard C. (2009), *The Holy Grail of Macroeconomics. Lessons from Japan's Great Recession*.

El argumento desarrollado por Koo señala que el fin de la recesión se produce sólo cuando culmina el saneamiento de los balances corporativos, lo que permite revertir el comportamiento anómalo de las empresas y genera un repunte de la demanda de crédito. En este marco, Koo es particularmente crítico de las iniciativas de consolidación fiscal llevadas adelante por los primeros ministros Hashimoto (en 1997) y Koizumi (en 2001), por considerarlas prematuras. Dichos programas de ajuste —que buscaban contener el déficit fiscal y limitar el creciente endeudamiento público— provocaron recaídas de la actividad y mermas de los ingresos tributarios, resultando incluso en déficits fiscales mayores (ver Gráfico 5).



La actual crisis internacional comparte algunas características con los eventos ocurridos en Japón desde finales de los '80. En primer lugar, ambos fenómenos se produjeron luego de un período de sólido crecimiento económico y política monetaria laxa, que derivaron en fuertes aumentos en los precios de los activos y niveles crecientes de endeudamiento de los agentes económicos. En la crisis actual se observa, además, un excesivo apalancamiento de los hogares, favorecido por la creación de instrumentos financieros complejos que ampliaron el alcance del crédito barato a individuos con menor capacidad de repago. Este proceso permitió la formación de una burbuja inmobiliaria en algunas economías desarrolladas, que estalló con el desencadenamiento de la “crisis *subprime*” en los Estados Unidos.

Aunque con alguna diferencia en relación con la velocidad de respuesta, en la actual crisis la reacción de los bancos centrales también incluyó una drástica reducción de las tasas de interés, hasta niveles mínimos históricos en algunos casos, seguida por la implementación de diversos programas de expansión cuantitativa. Asimismo, en las primeras fases de la crisis se introdujeron importantes paquetes de estímulo fiscal, que permitieron contener la caída inicial del nivel de actividad.

Una de las principales diferencias entre ambos fenómenos consiste en el alcance de la crisis, que durante los '90 se circunscribió a Japón, mientras que actualmente

afecta a buena parte de las economías avanzadas. Existen otros factores como el rol particular que tiene el dólar como moneda de reserva internacional y el mayor impacto de la crisis internacional sobre los mercados de trabajo que también deben ser considerados. En efecto, en Japón el desempleo aumentó sólo levemente durante los noventa, manteniéndose por debajo de 5% de la Población Económicamente Activa (PEA), mientras que la actual crisis provocó un importante y persistente incremento de la Tasa de desocupación. En particular, en los Estados Unidos y la zona del euro la Tasa de desempleo se ubica en la actualidad en torno a 9% y 10% de la PEA, respectivamente.

Adicionalmente, a diferencia de lo que ocurre hoy con algunas economías avanzadas, la posición fiscal de Japón a fines de los '80, con déficit presupuestario acotado y bajo nivel de endeudamiento público, era sustancialmente más favorable, otorgando un mayor margen de maniobra para la implementación de políticas fiscales contracíclicas.

Finalmente, existen cuestiones socioculturales muy diferentes. La sociedad japonesa registra históricamente una mayor propensión al ahorro, que contrasta con la mayor tendencia al consumo y al endeudamiento que existe en los Estados Unidos e incluso en Europa.

A modo de conclusión, a partir de inicios de los '90 Japón afrontó un largo período de estancamiento económico y deflación. La variedad de instrumentos de política económica empleados generaron un amplio debate en torno a las causas del fenómeno y las herramientas necesarias para combatirlo. El actual panorama de la economía internacional, con perspectivas crecientes de enfrentar una etapa prolongada de bajo crecimiento mundial conduce a plantear la posibilidad de que pudiera repetirse la década perdida de Japón en los procesos económicos actuales de los Estados Unidos y Europa. La comprensión de la experiencia japonesa permite considerar las opciones de política y el impacto negativo que los ajustes fiscales pueden tener en economías con un alto nivel de endeudamiento e ingresos decrecientes por una baja del empleo.

III. Actividad Económica

III.1 Síntesis

La demanda interna sigue sosteniendo el aumento de la actividad económica local, con un crecimiento de la economía en el primer semestre que resultó superior al previsto en el anterior **Informe de Inflación**. A pesar de observarse en septiembre cierta moderación de la expansión de los indicadores asociados al comercio exterior, el mayor arrastre estadístico de la primera mitad de año permite prever que el crecimiento para 2011 se ubique en torno a 9%.

El Consumo privado se mantiene como el principal motor del avance económico, dada su importante suba y su mayor participación en el PIB. El gasto de los hogares siguió en alza en el tercer trimestre a un ritmo semejante al de inicios de año, impulsado principalmente por el aumento de los ingresos, ante la mejora de las condiciones laborales y el incremento de las transferencias gubernamentales. Las posibilidades de financiación en los mercados de crédito también continuaron favoreciendo el gasto de las familias. Por su parte, el Consumo público exhibe una trayectoria expansiva.

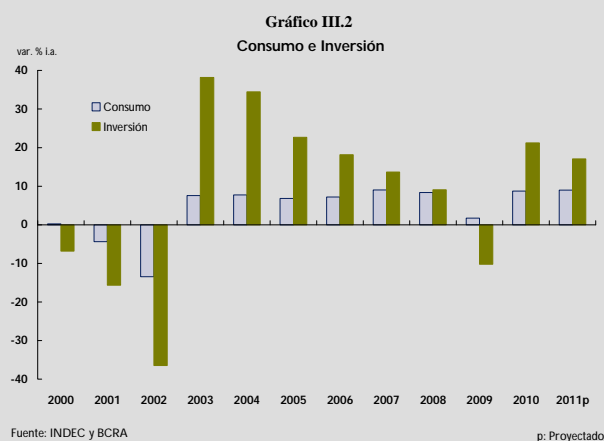
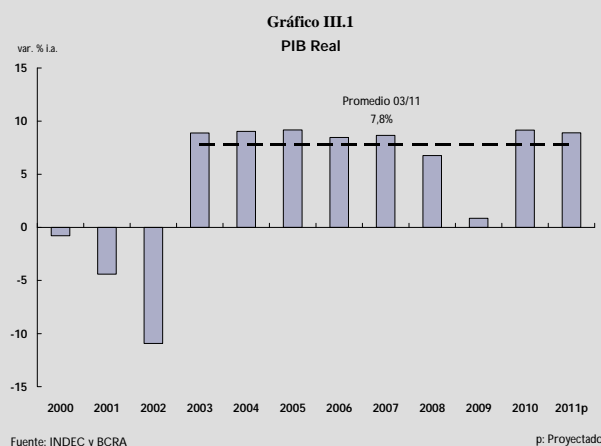
El gasto en inversión sigue aumentando con fuerza y exhibe la tasa de crecimiento interanual más elevada dentro de los componentes de la Demanda agregada, al igual que en los seis trimestres previos. Sin embargo, el ritmo de suba es más moderado que en el primer semestre. El mayor impulso a la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) proviene de la adquisición de Equipo durable de producción. El aumento de la inversión en Construcción es también significativo, pero de menor magnitud. En este marco, la IBIF sigue registrando nuevos máximos históricos, previéndose que la Tasa de inversión supere el 24% del PIB en el año.

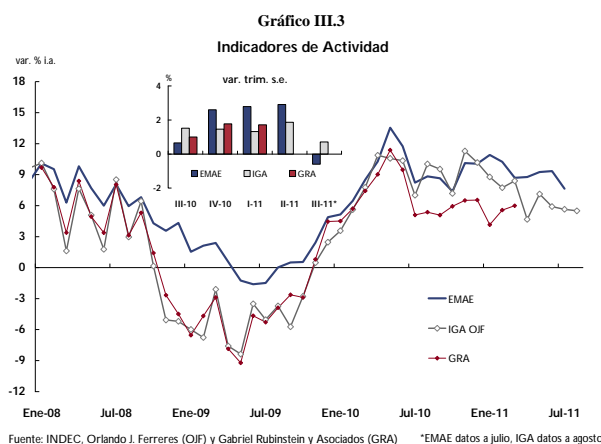
Las exportaciones muestran un aumento en cantidades en el transcurso de 2011 y en el tercer trimestre del año. Las ventas externas de bienes industriales fueron las que lideraron la expansión con un alza acumulada en torno a 15% interanual, a diferencia de lo evidenciado en el resto de los rubros de exportación que exhiben caídas o una leve suba.

Por el lado de la oferta, en el tercer trimestre la producción nacional de bienes redujo su crecimiento con relación a los trimestres pasados por el menor dinamismo de la industria y el reducido aporte del sector agropecuario, explicado por una moderada expansión de la actividad agrícola y la caída de la actividad ganadera. En tanto, la construcción sigue creciendo con fuerza. El transporte y las comunicaciones, el comercio mayorista y minorista y la intermediación financiera lideran la suba de los servicios y son los que contribuyen en mayor medida a su incremento.

Por último, las importaciones crecieron principalmente por las necesidades asociadas a la dinámica de la producción y de la inversión, con un fuerte incremento en la cantidad adquirida de combustibles, bienes de capital y sus partes.

Para el próximo año se prevé que el crecimiento económico continúe en expansión pero a tasas más moderadas, ante la expectativa de un débil aumento de la actividad económica internacional.

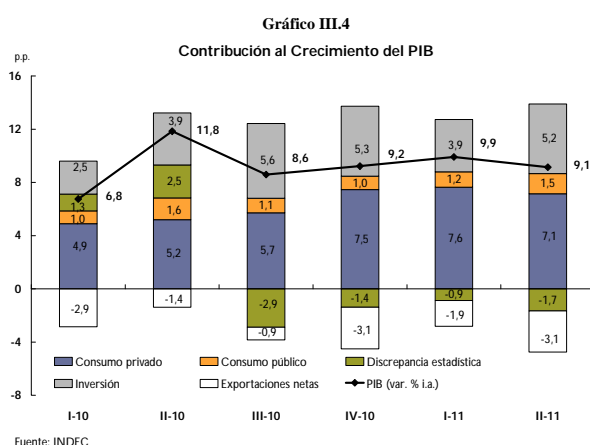




III.2 Demanda

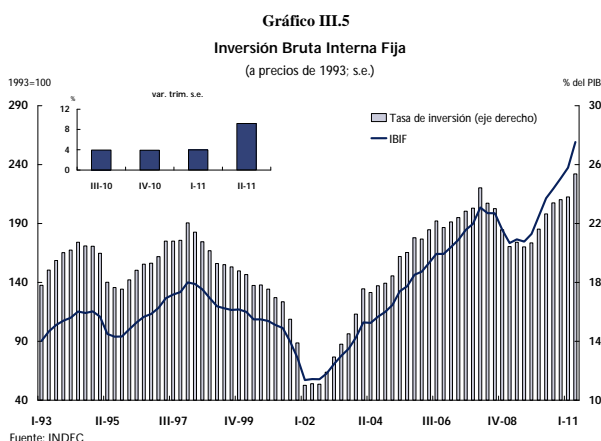
La economía crece a tasas elevadas y acumula en el año una expansión superior a la prevista en el anterior **Informe de Inflación** (ver Gráfico III.3). La demanda interna permanece como el principal factor que impulsa el avance económico, a partir del mayor gasto de las familias y el incremento de la Inversión, mientras que las exportaciones registran un menor dinamismo.

El Consumo privado permanece como el aportante principal al crecimiento. El gasto de los hogares se incrementa a un ritmo semejante al de los primeros trimestres del año, ante el sostenido aumento de los ingresos provenientes de un mercado laboral fortalecido y de transferencias gubernamentales en alza. El Consumo público mantiene su tendencia creciente, aumentando su contribución al avance económico en mayor medida que en los últimos trimestres (ver Gráfico III.4).



La Inversión exhibe la tasa de crecimiento interanual más elevada dentro de los componentes de la Demanda agregada, aunque más reducida que en el primer semestre del año. El impulso a la Inversión proviene del gasto de las empresas en Equipo durable de producción, principalmente importado, mientras que la Construcción crece a tasas cercanas al 10%. Para los próximos meses se espera que la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) siga en alza y que supere el 24% del PIB (ver Gráfico III.5).

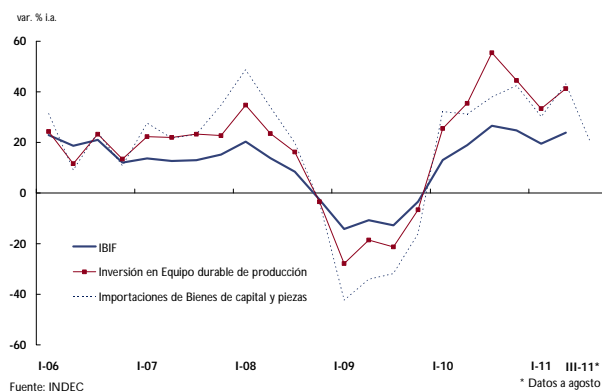
Las cantidades exportadas de bienes aumentaron moderadamente en el tercer trimestre, revirtiendo lo sucedido en el período previo. El impulso provino principalmente de los mayores despachos industriales. Por su parte, las cantidades vendidas en el exterior de combustibles acumularon un retroceso interanual, mientras que el volumen de los productos ligados al sector agropecuario se mantuvo estable.



En los últimos meses del año la economía seguiría expandiéndose a tasas más moderadas. El mayor nivel de incertidumbre proveniente del escenario internacional podría afectar la dinámica de la economía local. Por un lado, a través del canal comercial —ralentizando la suba de las exportaciones por la desaceleración del crecimiento de nuestros principales socios comerciales— lo que impactaría negativamente sobre la inversión, y por el otro lado, a través de un incremento del ahorro precautorio.

No obstante, el arrastre estadístico de la primera mitad del año determina que las proyecciones de crecimiento para 2011 se eleven a un entorno del 9%. Para el próximo año se prevé que el crecimiento del Producto se modere, ante

Gráfico III.6
Inversión en Equipo Durable de Producción



la expectativa de un crecimiento económico internacional más bajo que el estimado un trimestre atrás.

Inversión

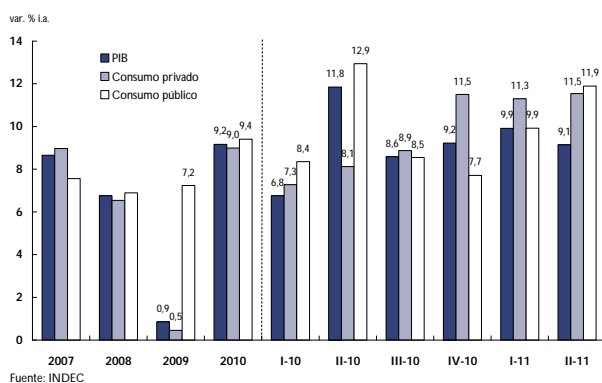
La inversión sigue incrementándose con fuerza y evidencia la tasa de crecimiento interanual más elevada dentro de los componentes de la demanda desde inicios de 2010.

El gasto en nuevos equipos productivos sigue aumentando a tasas elevadas, incluso superiores a las previas a la crisis internacional (ver Gráfico III.6). El mayor dinamismo se evidencia en la compra de maquinarias y equipos, particularmente importados, que creció en torno a 20% interanual (i.a.) en el tercer trimestre del año, luego de promediar subas del 40% i.a. en la primera mitad de 2011.

La inversión en Construcción también mantuvo su expansión en el tercer trimestre a un ritmo semejante al de los dos períodos previos. Si bien crece más moderadamente que el resto de los componentes de la IBIF, lo hace a un ritmo elevado con un efecto relevante en materia de empleo (ver Sección IV y Gráfico III.7). Las mayores subas se registraron en las obras del sector público, con nuevas inversiones en obras viales y de infraestructura. El inicio de nuevas obras por parte del sector privado abarcó tanto a las viviendas como a las edificaciones con fines comerciales e industriales, y, en menor magnitud, a las obras petroleras.

En los próximos meses la IBIF seguiría en ascenso y alcanzaría nuevos niveles récord. La inversión en Equipo durable de producción moderaría su crecimiento al tiempo que la Construcción mantendría niveles similares a los actuales, frente al aumento tanto de la obra privada como pública. En este marco, se prevé que la Tasa de inversión para el año 2011 supere el 24% del PIB.

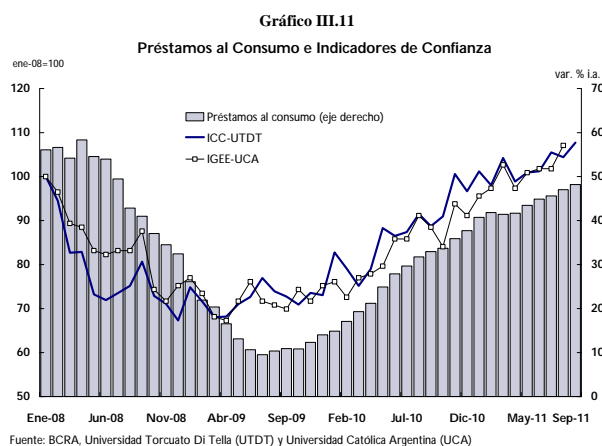
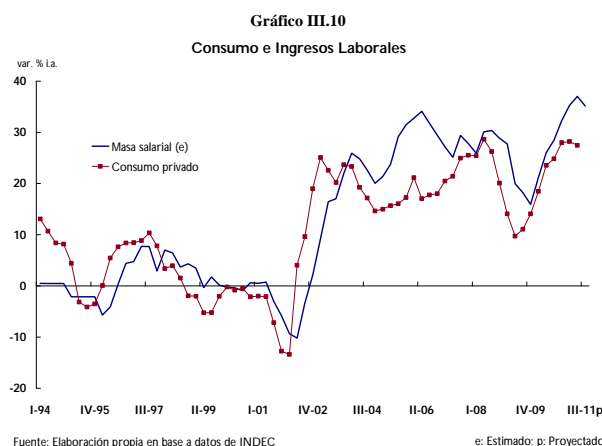
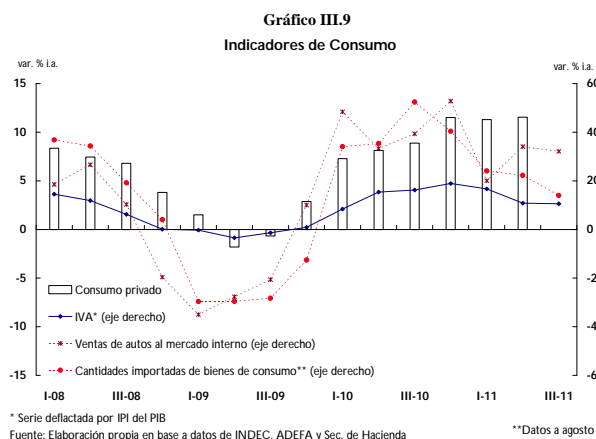
Gráfico III.8
Crecimiento del PIB y del Consumo



Consumo

El Consumo privado se mantiene como el componente que más contribuye al crecimiento de la economía, dada su mayor participación en el Producto y su notorio incremento. Durante los últimos meses el gasto de los hogares siguió elevándose a un ritmo semejante al de los trimestres pasados y por encima del registrado en 2010 (ver Gráfico III.8).

Dentro de los indicadores adelantados del comportamiento del Consumo privado, a agosto, las ventas en supermercados se incrementaron en torno al 29% i.a. en términos nominales en el acumulado del tercer trimestre, mientras que las ventas en centros de compras crecieron cerca de 41% i.a. en igual período (27% i.a. y 32% i.a.,



respectivamente, en el primer semestre). Las cantidades importadas de Bienes de consumo se elevaron en torno al 14% i.a. y las ventas de autos exhibieron un alza del 32% i.a. (ver Gráfico III.9).

El sostenido incremento en el consumo de las familias estuvo impulsado por el aumento de los ingresos provenientes de un mercado de trabajo fortalecido. Las remuneraciones laborales siguieron creciendo, conjuntamente con el aumento del empleo, y resultaron en un alza de la participación de la masa salarial en el PIB (ver Gráfico III.10).

A su vez, volvieron a elevarse las transferencias gubernamentales como las asignaciones familiares que incluyen la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH) y los pagos a jubilados y pensionados. En particular, el monto otorgado en concepto de AUH se elevó a \$270 en septiembre último, lo que implica una suba del 22,7% i.a. En tanto, a partir de la Ley de Movilidad Previsional, se incrementaron las transferencias previsionales un 16,8% en septiembre pasado, acumulando un alza interanual de 37% en el año.

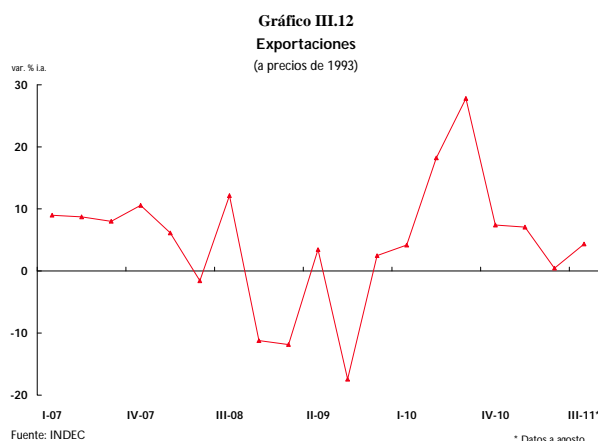
El aumento del Consumo privado también estuvo alentado por las promociones y planes de financiación instrumentadas por los comercios en conjunto con las entidades financieras. En particular, los préstamos al consumo aceleraron su crecimiento en el trimestre, con una suba de 50% i.a. de los préstamos personales y un alza de 47,9% i.a. de la financiación con tarjeta de crédito (ver Sección VII).

La tendencia positiva del consumo continuaría en los próximos meses, ante las perspectivas macroeconómicas favorables y los ingresos crecientes, tal como se refleja en diversos indicadores de confianza del consumidor (ver Gráfico III.11). Sin embargo, no puede descartarse que la incertidumbre sobre la dinámica de la actividad mundial y su potencial efecto en la economía argentina puedan elevar el ahorro precautorio de las familias y moderar el ritmo de crecimiento del consumo.

Exportaciones

En el tercer trimestre las Exportaciones medidas en cantidades exhibieron un mayor crecimiento, asociado principalmente a la suba de las ventas de productos industriales. De esta forma, mejoraron su desempeño respecto a lo observado en el trimestre pasado (ver Gráfico III.12).

Las cantidades exportadas se recuperaron y aumentaron 4% i.a. en los primeros dos meses del tercer trimestre. La suba respondió a la mayor cantidad de envíos de productos industriales y en menor medida de productos agrí-



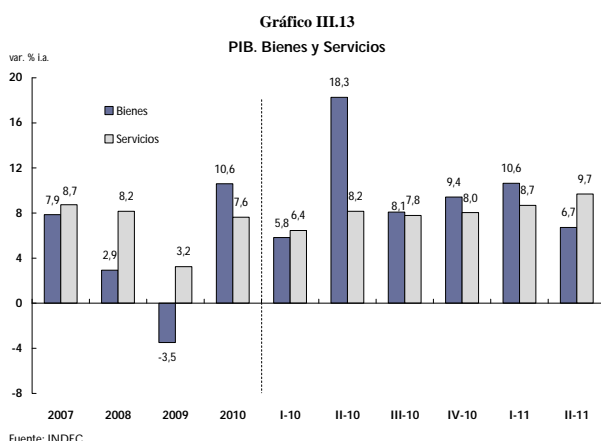
colas primarios. En particular, las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) siguieron creciendo ante el incremento de las ventas de automotores, máquinas y aparatos eléctricos y productos químicos.

Los envíos de Productos Primarios (PP) mejoraron su desempeño en el tercer trimestre, tras la caída del primer semestre del año, a partir de la mayor salida de semillas y frutos oleaginosos, mientras que las exportaciones de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) cayeron ante una merma en los envíos de grasas y aceites, bebidas y carnes y sus subproductos. En tanto, las exportaciones de Combustibles volvieron a reducirse por noveno trimestre consecutivo por la baja en la producción nacional.

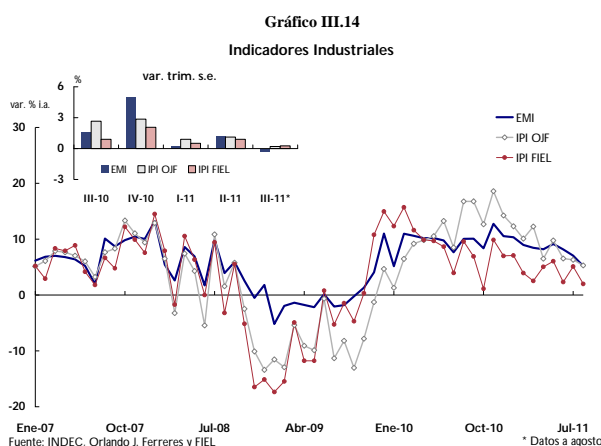
Para lo que resta de 2011 se espera que las ventas al exterior sigan creciendo a partir de la entrada de la nueva cosecha, aunque no se descarta cierto impacto adverso originado en el desempeño económico de algunos de nuestros principales socios comerciales.

III.3 Comportamiento de la Oferta

La actividad económica local sigue siendo impulsada tanto por la producción de bienes como de servicios (ver Gráfico III.13). De acuerdo con indicadores adelantados de la producción de bienes, la construcción mantiene su ritmo de expansión mientras que la industria sigue creciendo con fuerza aunque a un ritmo más moderado. En tanto, el menor aporte del sector agropecuario se debe a que aún no ingresó el grueso de la producción del nuevo ciclo agrícola y continúa la caída de la actividad ganadera.



En el rubro de los servicios, el Transporte y las comunicaciones y el Comercio mayorista y minorista son los que contribuyen en mayor medida a su incremento. La Intermediación financiera sigue exhibiendo una fuerte expansión, mientras que las actividades empresariales se mantienen en alza.

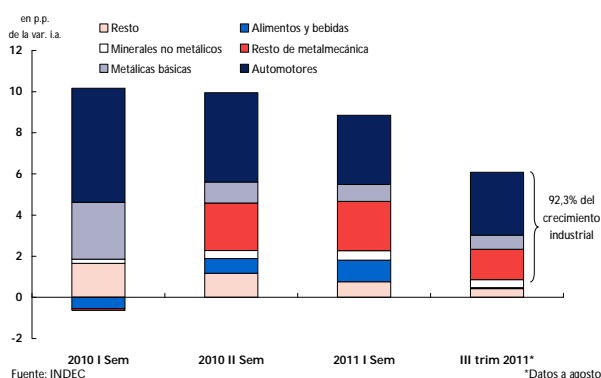


Industria

La actividad industrial sigue evidenciando una expansión y acompaña el incremento de la absorción interna, aunque a tasas más moderadas. De esta forma, se mantiene la tendencia positiva —a pesar de la reciente profundización de la crisis internacional— y los niveles productivos manufactureros se ubican en torno a los máximos registros históricos.

Según el Estimador Mensual Industrial (EMI) —que mide el desempeño de productos e insumos más representativos— el sector industrial moderó su crecimiento en el tercer trimestre al incrementarse en torno al 6% i.a.

Gráfico III.15
Contribución Sectorial al Crecimiento

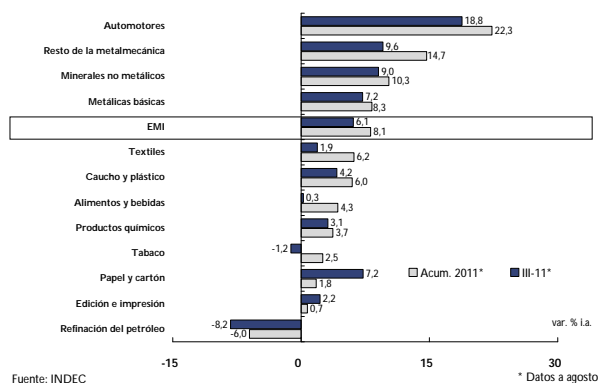


frente a la suba de 9,1% del primer semestre (ver Gráfico III.14).

Si bien la mayoría de los sectores registró una suba de la actividad en el período y en el acumulado del año, la contribución a la expansión industrial en el tercer trimestre se concentró en los cuatro sectores líderes, a diferencia de lo sucedido en los trimestres pasados (ver Gráficos III.15 y III.16). Las excepciones al crecimiento las constituyen la refinación de petróleo y la elaboración de tabaco.

El sector automotor prevaleció como el más dinámico y el de mayor contribución a la suba de la producción industrial, aunque también mostró, recientemente, cierta moderación en su crecimiento. La fabricación de autos creció 14,2% i.a. en el período, según datos de la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA), y volvió a alcanzar niveles mensuales máximos de producción. Las ventas al mercado local de fabricación nacional se elevaron con fuerza (30,6% i.a.), mientras que las exportaciones crecieron en menor cuantía afectadas por las ventas a Brasil.

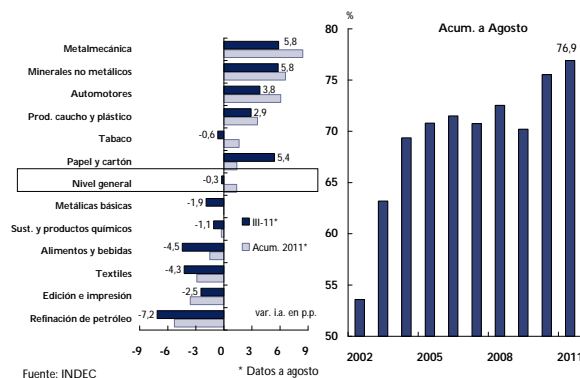
Gráfico III.16
EMI. Evolución Sectorial



La industria metalmecánica también mostró un crecimiento destacable (9,6% i.a. en el acumulado a agosto del tercer trimestre) y contribuyó al alza de la industria, con aumentos en la producción de herramientas, máquinas y equipos, autopartes y equipos y artefactos eléctricos y electrónicos. La construcción siguió impulsando al aumento de los minerales no metálicos (9% i.a.), principalmente de cemento, y en menor medida de otros materiales como cerámicos, ladrillos y vidrio. Las metálicas básicas también crecieron por encima del promedio industrial (7,2% i.a.), con una suba del acero y el hierro.

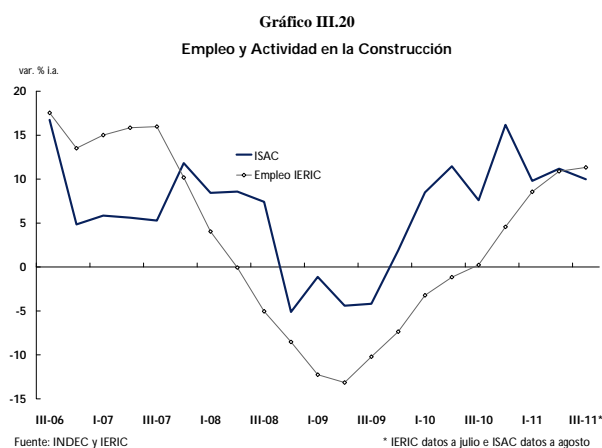
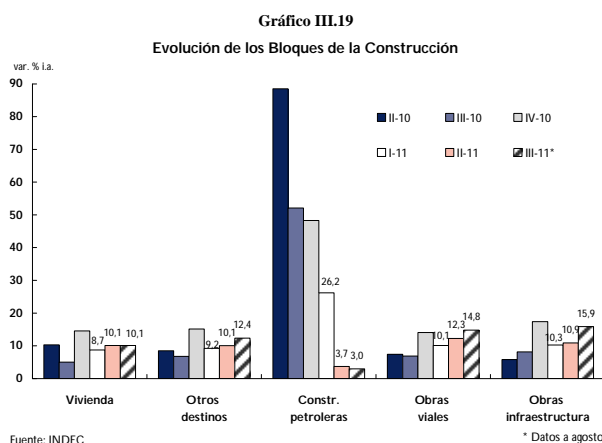
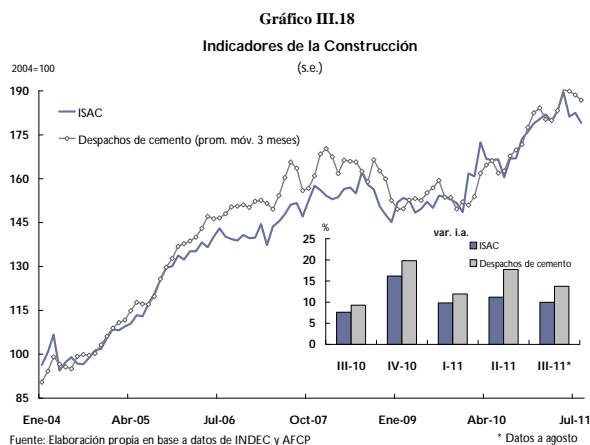
La industria de alimentos creció muy levemente en el trimestre, resultado de una caída en la molienda de cereales y oleaginosas y en la producción de carnes rojas compensada por el incremento en la elaboración de bebidas, lácteos y carnes blancas.

Gráfico III.17
Utilización de la Capacidad Instalada



La Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) alcanzó un nuevo récord en lo que va del año (76,9%) aunque presentó una leve baja interanual en el período julio-agosto (ver Gráfico III.17). El análisis sectorial arroja una correspondencia entre los sectores que más incrementaron su UCI y sus niveles de actividad (automotores, metalmecánica y minerales no metálicos), a excepción de las metálicas básicas que presentaron una caída dada la ampliación de su capacidad instalada por encima de la producción.

En lo que resta del año, la industria seguiría creciendo, impulsada por el aumento de la demanda local. Sin embargo,



el ritmo de expansión sería inferior al registrado en los primeros trimestres del año, ante una demanda externa menos dinámica explicada por una desaceleración de la actividad de algunos de los principales socios comerciales.

Construcción

El sector de la construcción mantiene su elevado ritmo de expansión interanual y permanece como uno de los principales impulsores de la actividad económica y el empleo (ver Gráfico III.18).

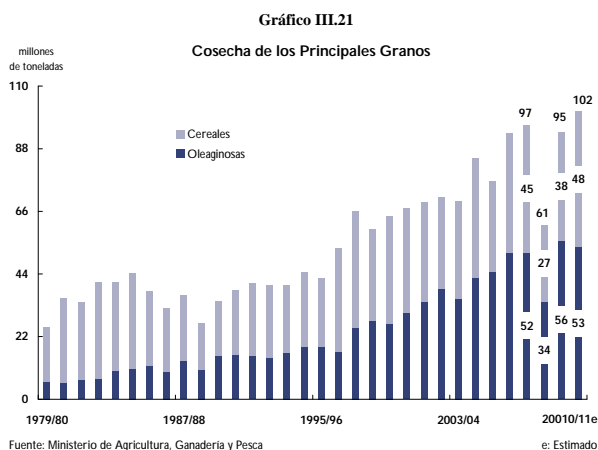
El crecimiento de la construcción fue generalizado: tanto las obras privadas como las públicas presentan un incremento de la actividad en lo transcurrido del tercer trimestre y en el acumulado del año. Las construcciones públicas entre julio y agosto exhibieron los aumentos más elevados, siendo de 16% i.a. para las obras de infraestructura y de 15% i.a. para las viales (ver Gráfico III.19). Las construcciones vinculadas al sector privado tuvieron un dinamismo diferenciado. Las viviendas y las obras con fines comerciales e industriales crecieron a tasas de dos dígitos en lo transcurrido del trimestre (10% i.a. y 12% i.a., respectivamente), mientras que las construcciones petroleras se elevaron 3% i.a. en igual período.

Acompañando el desempeño del sector, los puestos laborales registrados en la construcción se expandieron nuevamente en el trimestre, consolidando el crecimiento observado en los últimos doce meses. Sin embargo, el empleo formal del sector aún permanece por debajo de los niveles máximos registrados a fines de 2007 (ver Gráfico III.20).

Las perspectivas para el sector de la construcción en lo que resta del año son positivas y se prevé una elevada expansión en 2011, según se desprende de los indicadores adelantados. La superficie cubierta autorizada por los permisos de edificación otorgados para la ejecución de obras privadas —en una nómina representativa de 42 municipios— acumuló un aumento de 6,9% i.a. en los primeros ocho meses de 2011. Adicionalmente, de acuerdo a la encuesta cualitativa realizada por el INDEC a los empresarios del sector, la mayoría espera que la actividad permanezca estable en los próximos meses, tanto los que realizan obras privadas como los que se dedican principalmente a la ejecución de obras públicas.

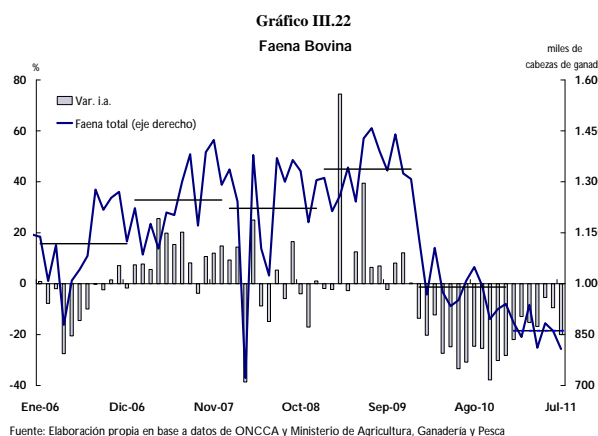
Sector Agropecuario

La actividad en el sector agropecuario presenta un crecimiento interanual moderado con un comportamiento diferenciado entre los componentes del bloque. Las tareas vinculadas a la producción agrícola



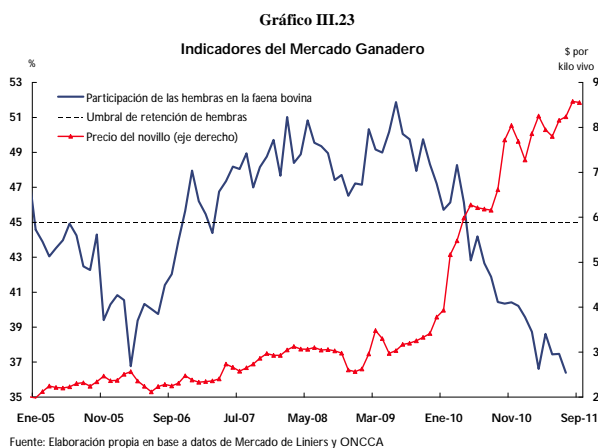
crecen a partir de las tareas relacionadas con la siembra del ciclo 2011/2012, mientras que el sector pecuario se mantiene en baja.

En el tercer trimestre la expansión del sector agrícola se vinculó principalmente a las tareas de siembra y preparación de las tierras de la campaña 2011/12, tras registrarse una producción récord en el ciclo 2010/11 que superó las 102 millones de toneladas (ver Gráfico III.21). El volumen de cosecha obtenido fue resultado de una producción de 14,7 millones de toneladas de trigo, de 22,9 millones de toneladas de maíz y 48,8 millones de toneladas de soja. En cuanto a la campaña que comienza, finalizó la implantación de trigo en todas las zonas productoras. Se estima que el área sembrada con este cereal sería de 4,5 millones de hectáreas (+2,9%) y que la producción podría fluctuar entre las 11 y 13 millones de toneladas, frente a los menores rindes esperados por la ausencia de precipitaciones que caracterizó a la segunda quincena de agosto y a la primera de septiembre.



Hacia delante, se prevé que aumente la tasa de crecimiento interanual de la producción agrícola dado que las primeras proyecciones de siembra de maíz y soja marcan un aumento del área con respecto al ciclo previo, aunque los resultados quedarían supeditados a los rendimientos determinados por las condiciones climáticas.

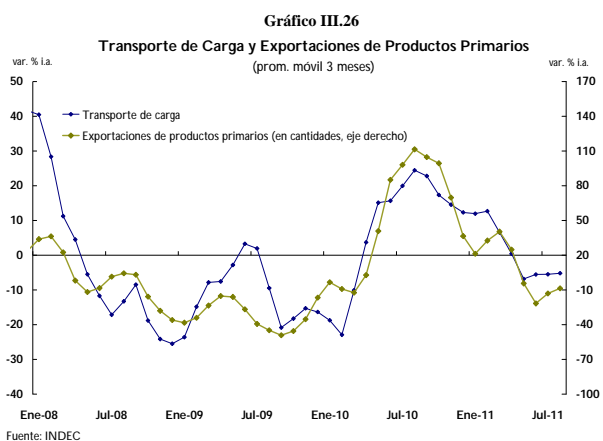
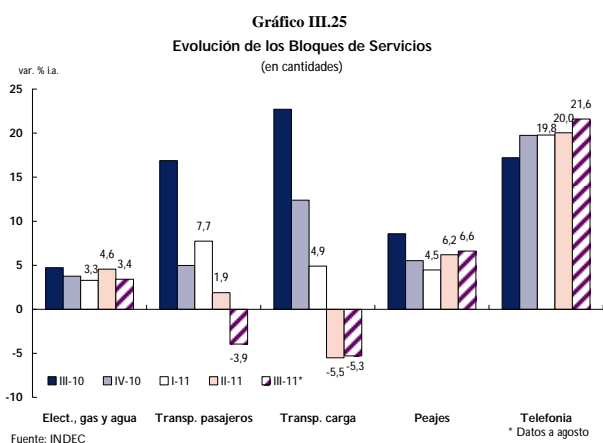
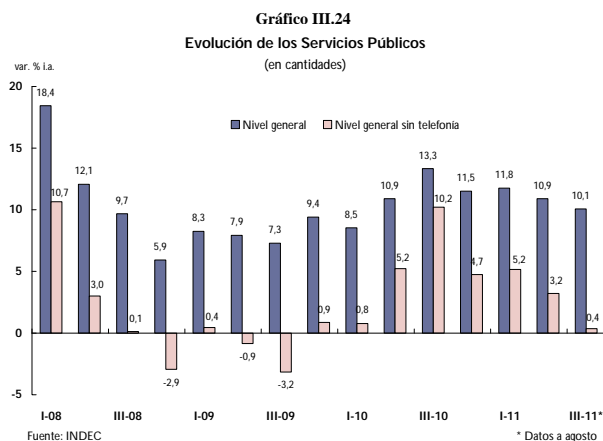
El sector pecuario volvió a exhibir una caída de la actividad en el tercer trimestre de 2011, con una disminución de la faena bovina superior al 15% i.a. (ver Gráfico III.22). En este resultado estaría influyendo la escasez de animales para enviar al matadero, ante la faena récord de años pasados, así como la decisión de los productores de retener ganado por la necesidad de recomponer la capacidad productiva, en un contexto de aumento de la rentabilidad por precios récords. La recomposición de los rodeos se refleja en la reducción de la proporción de hembras faenadas, lo que a su vez hace prever que se mantenga en baja la actividad en los próximos períodos (ver Gráfico III.23).



La producción de leche volvió a incrementarse en el tercer trimestre en torno al 7% i.a., tal como ocurrió en los períodos previos, favorecida por el normal desenvolvimiento de las pasturas para alimentar a los animales. El sector presentó un aumento en la eficiencia productiva que permite sostener la rentabilidad del negocio frente a la disminución de los precios de los últimos meses.

Servicios

El consumo de servicios públicos mantiene un ritmo de expansión en torno al 10% i.a., similar al del primer se-



mestre del año (ver Gráfico III.24). La dinámica de las comunicaciones sigue sosteniendo el consumo, a pesar de la merma observada en el transporte, tanto de bienes como de pasajeros.

La telefonía fue el sostén del aumento de los servicios, con una aceleración de su crecimiento en el trimestre a 21,6% i.a. (ver Gráfico III.25). Las comunicaciones por celular siguieron incrementándose con fuerza, con una suba de las llamadas realizadas y del envío de mensajes de texto, que se mantiene como un factor clave para el avance del sector. La telefonía fija también creció en el período, tanto por las llamadas urbanas como por las comunicaciones interurbanas, pero en menor cuantía que la telefonía móvil.

El resto de los servicios redujo su alza a 0,4% i.a., debido principalmente a la caída del transporte. En particular, el transporte de pasajeros disminuyó 3,9% i.a. en el trimestre, por la baja en la aeronavegación de cabotaje relacionada a la suspensión de vuelos ocasionada por las cenizas, especialmente en la región patagónica. Esta situación se vio reflejada en un menor ritmo de aumento del sector hotelero y de los restaurantes. Por su parte, el transporte de carga volvió a disminuir en el trimestre (5,3% i.a.), frente a una caída interanual de la cantidad exportada de productos primarios en julio y agosto (ver Gráfico III.26).

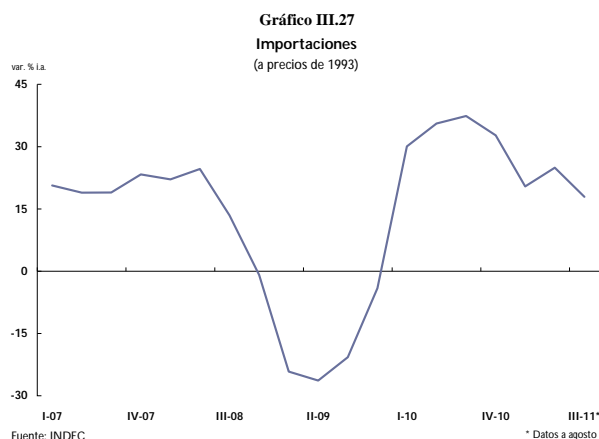
En tanto, el suministro de electricidad, gas y agua redujo su expansión a 3,4% i.a., ante una moderación de la demanda de todos los rubros, mientras que el tránsito de vehículos por rutas con peajes volvió a ganar dinamismo (6,6% i.a.), destacándose la suba de la cantidad de vehículos pasantes en rutas nacionales, particularmente de colectivos y camiones livianos.

En lo que resta de 2011, el consumo de servicios seguiría creciendo, ante un sostenido aumento del comercio y las comunicaciones. A su vez, se mantendría en alza la demanda de servicios de intermediación financiera mientras que la construcción continuaría dinamizando las actividades empresariales y de alquiler.

Importaciones

Las cantidades importadas siguen en alza, acompañando el aumento de la actividad y los niveles récord de inversión, con un fuerte incremento en la cantidad adquirida de combustibles, bienes de capital y sus partes (ver Gráfico III.27).

En los primeros dos meses del tercer trimestre las importaciones sufrieron una desaceleración a 18% i.a., tras



promediar una suba del 26% en la primera mitad del año. Los mayores aumentos en el período fueron los experimentados por las compras de Combustibles y lubricantes, que crecieron por encima de 60% i.a. En tanto, las empresas elevaron con fuerza las compras de Bienes de capital (levemente por debajo de 20% i.a.) y más aún de sus Piezas y accesorios (en torno a 27% i.a.), y en menor medida de Bienes intermedios. En tanto, la cantidad importada de Bienes de consumo creció en torno al 14% i.a.

Con todo, la elasticidad Importaciones-Producto se ubica en el año en torno a las 2,6 veces, lo que implica un descenso respecto a las 3,8 veces registradas en 2010, tras la recuperación de la actividad económica.

IV. Empleo y Salarios

IV.1 Síntesis

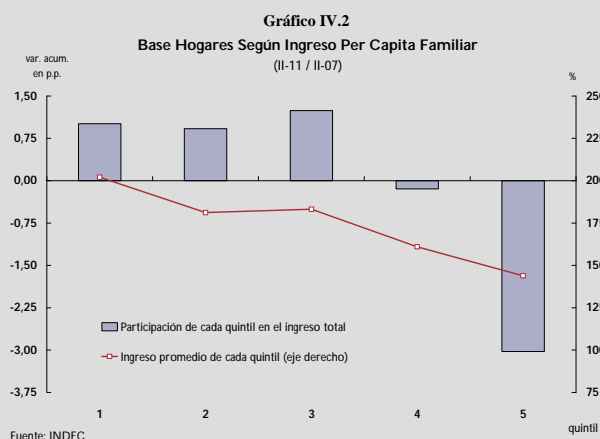
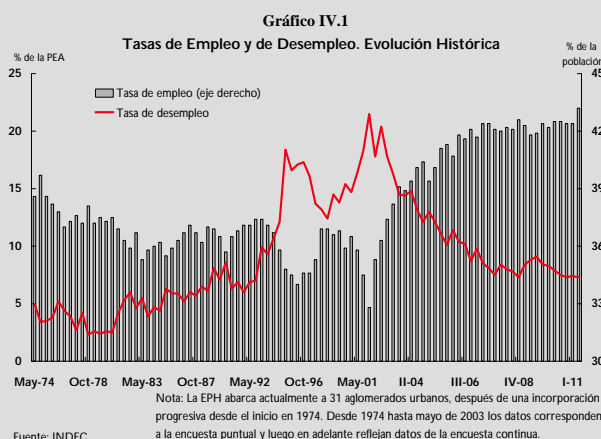
El dinamismo económico sigue generando puestos de trabajo. Así, la Tasa de empleo mostró una nueva mejoría en el segundo trimestre del año alcanzando a 43,2% de la población, el máximo de la serie. Los avances se concentraron en la calidad de la ocupación, ya que se acentuó el incremento en la cantidad de empleos plenos (+4,5% interanual —i.a.—) a la vez que se observó una nueva reducción en la subocupación (-13,1% i.a.). El empleo formal consolidó su crecimiento, elevándose por sexto período consecutivo, con un alza de 4,6% i.a. en la dotación en el segundo trimestre. De este modo, se verificó una nueva disminución en la Tasa de informalidad de la economía, hasta 34,5% de los ocupados asalariados (-2 puntos porcentuales —p.p.— i.a.), marcando una caída significativa desde el 49,5% de fines de 2003.

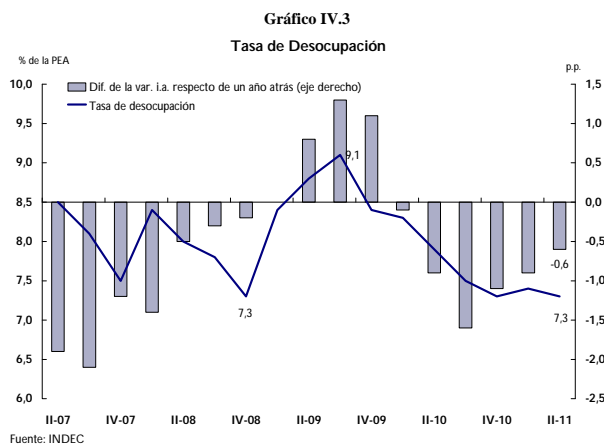
En este contexto, la Tasa de desocupación siguió disminuyendo, con una baja el segundo trimestre de 0,6 p.p. con respecto a igual período del año previo que la ubicó en 7,3% de la Población Económicamente Activa (PEA), el nivel más bajo desde inicios de los noventa. A su vez, la importante disminución en la subocupación llevó la Tasa de desocupación abierta (desocupados + subocupados demandantes) a 13,0% de la PEA, exhibiendo la quinta caída consecutiva en términos interanuales.

Por su parte, en el segundo trimestre la Tasa de actividad subió 0,5 p.p. i.a. hasta 46,6%, luego de tres trimestres de contracciones. La recuperación respondió a un alza de la PEA de 2,1% i.a., que fue más marcada en los Aglomerados del Interior del País (AIP; +2,7% i.a.).

En cuanto a los ingresos, en los últimos meses los salarios de la economía presentaron en promedio un mayor dinamismo. En la segunda mitad del año se mantendrían en torno a los niveles actuales de suba a medida que se incorporen los últimos escalones de los ajustes acordados en las negociaciones salariales. Así, los nuevos convenios colectivos sumados a las actualizaciones y a la ampliación de la cobertura de las transferencias gubernamentales y de los haberes jubilatorios elevan los ingresos nominales, dando lugar a nuevas mejoras de la distribución del ingreso, concentradas en la población de menores recursos.

Tanto para el resto del año como para 2012 se seguirían registrando mejoras en las condiciones laborales alcanzando una mayor calidad del empleo y una nueva caída de la desocupación, aunque a un ritmo más moderado, acompañando la evolución de la actividad económica. Las diversas encuestas de expectativas de empleo y de demanda laboral siguen señalando perspectivas optimistas para la creación de nuevas posiciones laborales.

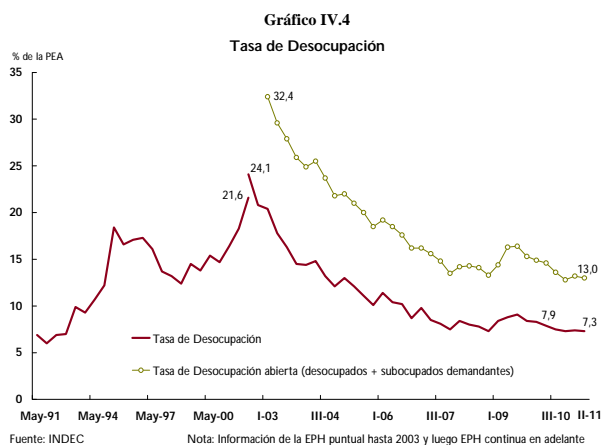




IV.2 Empleo

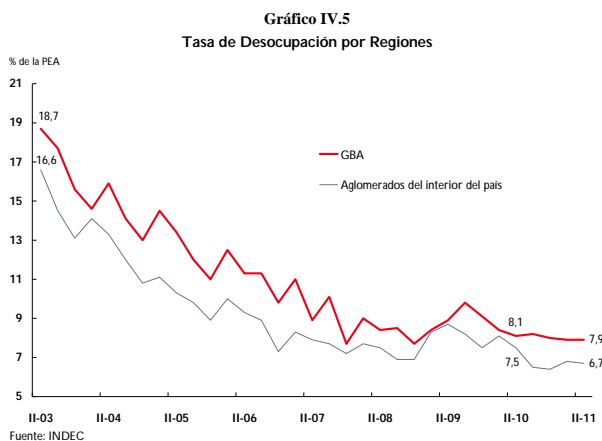
El mercado laboral continúa exhibiendo mejoras ante la continuación del crecimiento y las perspectivas favorables de la economía. El progreso se manifiesta en una sostenida creación de nuevos puestos de trabajo junto con importantes avances en la calidad del empleo, reflejándose en el persistente descenso del subempleo y del empleo informal.

Los últimos datos disponibles de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) marcaron una Tasa de desocupación de 7,3% de la Población Económicamente Activa (PEA)¹¹ en el segundo trimestre de 2011. Esto implicó un descenso de 0,6 puntos porcentuales (p.p.) con respecto a la tasa observada un año atrás, ubicándose por quinto trimestre consecutivo por debajo de 8% (ver Gráfico IV.3).



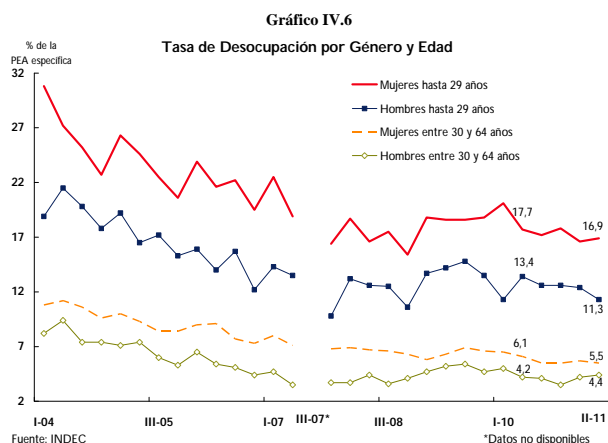
Los desocupados totales en el segundo trimestre alcanzaron a 858 mil personas en los 31 aglomerados urbanos relevados, implicando una baja de 40 mil desempleados respecto de un año atrás. A su vez, se verificó una caída de 1,0 p.p. en términos interanuales (i.a.) en la subocupación demandante, que llegó hasta 5,7% de la PEA. De este modo, la Tasa de desocupación abierta, que computa a los desocupados más los subocupados demandantes, bajó hasta 13,0% de la PEA, una reducción de 1,6 p.p. frente a igual período de 2010, en lo que fue la quinta caída interanual consecutiva (ver Gráfico IV.4).

El descenso del desempleo con relación a un año atrás fue más significativo en los Aglomerados del Interior del País (AIP), con una baja de 0,8 p.p., mientras que en el Gran Buenos Aires (GBA) la reducción fue de 0,2 p.p. (ver Gráfico IV.5). En el interior el desempleo se ubicó en 6,7% y en el GBA el desempleo se redujo hasta 7,9%, en ambos casos en un contexto de aumento del empleo por sobre la expansión de la fuerza laboral, que fue más marcado en los AIP.



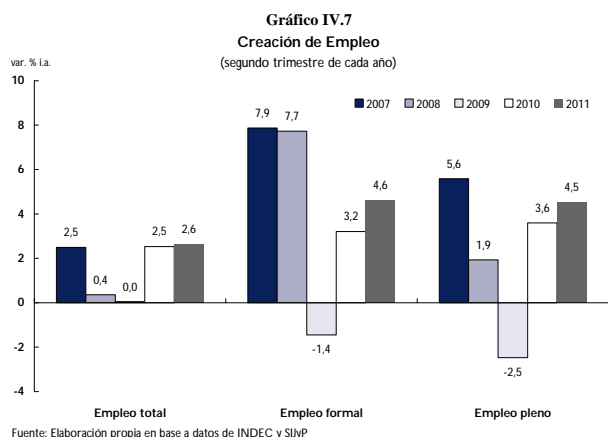
Observando la evolución entre las distintas regiones, se aprecian reducciones interanuales en casi todos los casos. La excepción la constituyó el Noreste, donde el desempleo se elevó 0,4 p.p. respecto de un año atrás, pero aún sigue exhibiendo la Tasa de desocupación más baja (4,1%). La mejoría más importante se presentó en la región Pampeana, una de las regiones con mayor desocupación entre los AIP, al retroceder 1,5 p.p. i.a. hasta 7,7% de la PEA. En tanto, los aglomerados de menos de 500 mil habitantes, que representan cerca de 20% de la población total relevada en la EPH, mostraron una baja

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

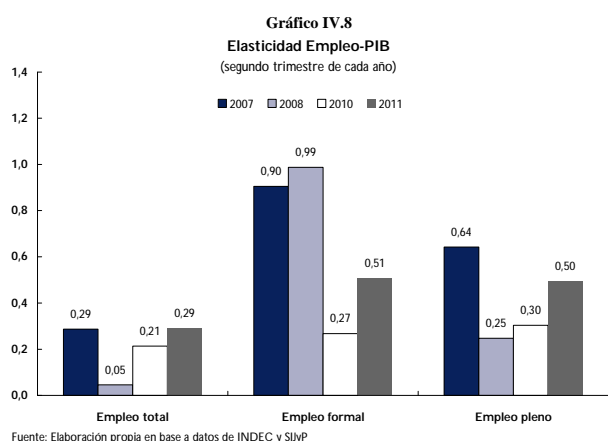


de 0,7 p.p. en la Tasa de desocupación ubicándose en 5,9%, resultando inferior a la de los aglomerados con más de 500 mil habitantes, que con una baja de 0,4 p.p. i.a. se ubicó en 7,7% de la PEA.

Analizando la información disponible por tramos de edad poblacional, la mayor tasa de desocupación se ubicó en las personas menores de 30 años (16,9% en mujeres y 11,3% en hombres), aunque en ambos casos se verificaron descensos interanuales, en especial en el segmento masculino, cuya tasa disminuyó 2,1 p.p. i.a. en el segundo trimestre. En tanto, el segmento de edad entre 30 y 64 años registró tasas de desempleo significativamente inferiores (5,5% en mujeres y 4,4% en hombres) y más estables respecto de un año atrás (ver Gráfico IV.6).



El incremento de la ocupación fue superior al crecimiento poblacional, de manera que la Tasa de empleo¹² se ubicó en 43,2%, marcando un significativo incremento respecto de un año atrás y alcanzó así el mayor nivel de la serie que se inició en 1974¹³ (ver Gráfico IV.1). La ocupación totalizó 10,8 millones de personas en los 31 aglomerados relevados por la EPH, subiendo 2,6% respecto de un año atrás (con mayor énfasis en el interior del país; 3,6% i.a.). Esto implicó una elasticidad empleo-PIB de 0,29, que resulta superior a la de igual período de los años previos, en los que se observó un proceso de aumento de la productividad que sustituyó parcialmente la incorporación de nuevos trabajadores.



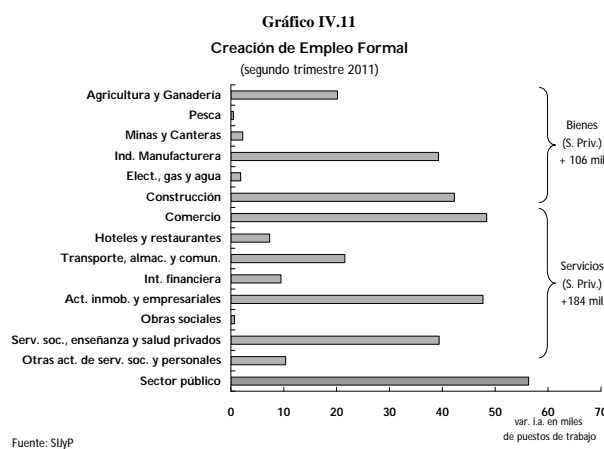
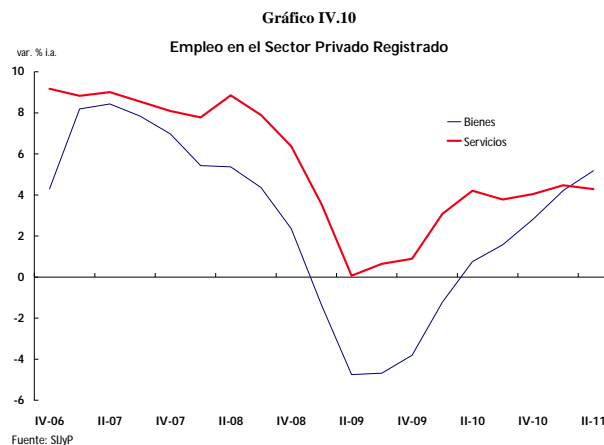
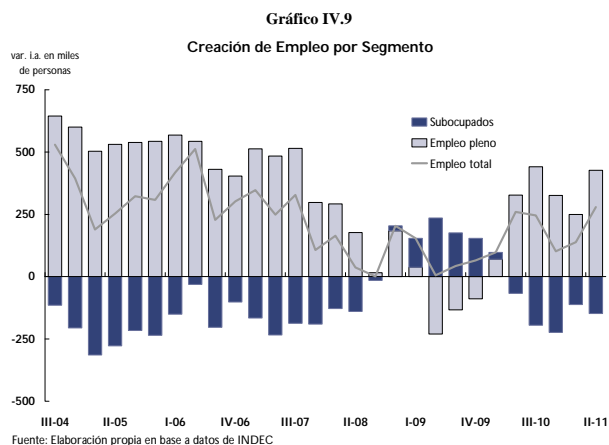
Los avances han sido más significativos si se discrimina la evolución de la ocupación en torno a las diferentes intensidades de empleo. En particular, si se considera la creación de empleo pleno¹⁴ se verificó un alza significativamente mayor, de 4,5% i.a., marcando una elasticidad empleo pleno-PIB de 0,50 (ver Gráficos IV.7 y IV.8).

En relación con la calidad del empleo se siguen observando mejoras, tales como la continuidad de la creación de empleos plenos en la economía que, al sobrepasar la expansión de empleo total, determinan reducciones en la subocupación. En particular, en el segundo trimestre el empleo total en los 31 aglomerados relevados se incrementó en 279 mil ocupados, como consecuencia de un alza de 427 mil empleos de tiempo completo y una caída de 148 mil puestos de medio tiempo (ver Gráfico IV.9). Así, los subocupados actualmente representan el 8,4% de la PEA, marcando una disminución de 1,4 p.p. i.a. en su participación.

¹² Cociente entre la población ocupada y la población total.

¹³ La información de la EPH no es estrictamente comparable a lo largo de toda la serie. La EPH es un programa nacional que abarca actualmente a 31 aglomerados urbanos, después de una incorporación progresiva desde el inicio del relevamiento en 1974. A su vez, desde 1974 hasta mayo de 2003 los datos corresponden a la encuesta puntual (dos ondas al año) y luego reflejan datos de la encuesta continua.

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



A su vez, se redujo fuertemente la Tasa de informalidad de la economía (-2,0 p.p. i.a.) a 34,5% de los ocupados asalariados, dado un persistente crecimiento del empleo formal. Según datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP), en el segundo trimestre el empleo formal mostró un incremento de 4,6% i.a., lo cual representa una elasticidad empleo formal-PIB de 0,51. Dentro del sector privado registrado (con una creación de 4,7% i.a.), los sectores productores de bienes presentaron el mayor crecimiento (5,3% i.a.), superando por primera vez desde fines de 2005 el ritmo de aumento del sector productor de servicios, que elevó su dotación de ocupados formales en 4,5% i.a. en el segundo trimestre (ver Gráfico IV.10)¹⁵. No obstante, el sector productor de bienes recién está recuperando los niveles de ocupación alcanzados en 2008, previos a la profundización de la crisis internacional, mientras que los sectores de servicios superan los niveles máximos de 2008 en 6,6%. En tanto, la ocupación del sector público también contribuyó a la creación de empleo con un alza de 4,2% i.a. en el segundo trimestre, ligeramente por debajo del ritmo de suba del segmento privado.

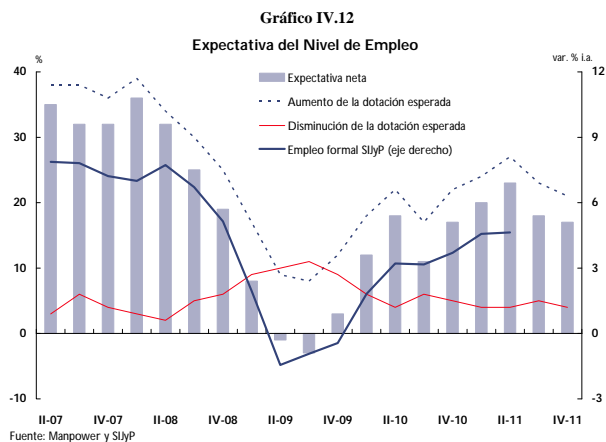
Del lado de los productores de bienes, en el segundo trimestre el sector de la construcción fue una vez más el que mayores incorporaciones registró en su nómina (verificando un alza de 11,2% i.a.), seguido por la industria, que también elevó marcadamente su ocupación (+3,4% i.a.). El crecimiento alcanzado en los sectores de servicios fue otra vez generalizado. En particular, se destacó la contratación de personal dentro de las actividades inmobiliarias y empresariales, seguida por la creación de empleo en comercio, enseñanza y salud, que conjuntamente explicaron más de la mitad del incremento de los servicios en el sector registrado. En tanto, el sector público explicó casi un cuarto de la variación del empleo en los servicios (ver Gráfico IV.11).

Luego de tres trimestres de contracciones, en el período abril-junio de 2011 la Tasa de actividad¹⁶ subió 0,5 p.p. hasta 46,6%, respondiendo a una expansión de la fuerza laboral que superó al incremento poblacional. El alza de la PEA en el trimestre (2,1% i.a.) fue más marcado en los AIP (2,7% i.a.; 136 mil personas) donde el incremento es persistente, mientras que en el GBA fue favorable (1,6% i.a.; 103 mil personas) luego de dos trimestres de disminuciones.

El escenario de crecimiento económico esperado para el presente año hace prever que la demanda de nuevas posiciones laborales siga en ascenso en los últimos meses del año. A este respecto, diversas encuestas de expecta-

¹⁵ Al segundo trimestre el sector productor de servicios concentró aproximadamente el 72% del empleo registrado del SIJyP, mientras que el sector de bienes representó el 28%.

¹⁶ Cociente entre la PEA y la población total.

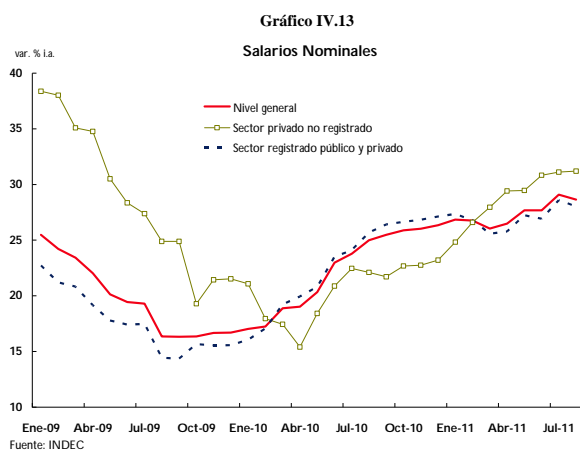


tivas de empleo y de demanda laboral muestran requerimientos de empleo en niveles estables y optimistas, destacándose las búsquedas en las empresas dedicadas al comercio, la intermediación financiera, salud y hotelería y restaurantes (ver Gráfico IV.12).

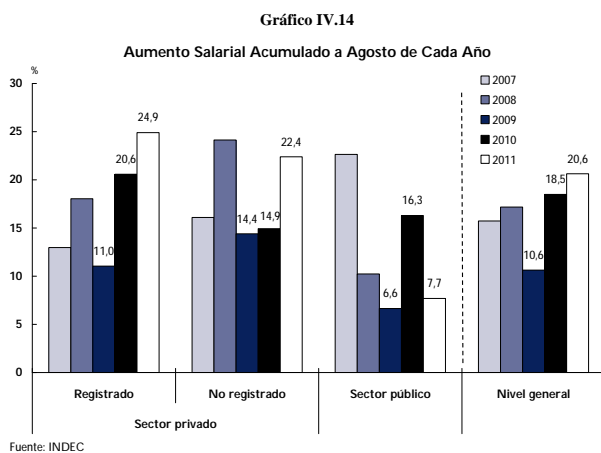
Para el resto del año, si bien la tendencia de descenso en la Tasa de desocupación podría moderarse, seguirían profundizándose las mejoras en la calidad del empleo. En este sentido, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) señala una Tasa de desocupación para fin de 2011 en 7,2%, levemente por debajo de la registrada en el cuatro trimestre de 2010. Para el próximo año se prevé que la caída del desempleo sea más acotada, acompañando la evolución de la actividad económica.

IV.3 Ingresos

Los ingresos nominales de las familias mantienen una tendencia de suba, dadas las mejoras en el mercado de trabajo concentradas en la formalización y calidad del empleo y el impacto de las políticas públicas.



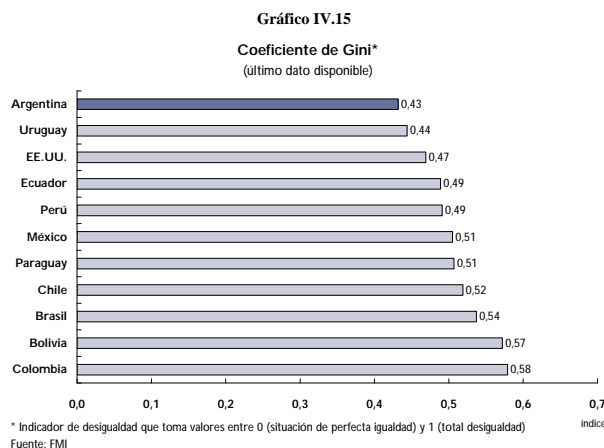
En el caso de las remuneraciones, en los últimos meses el Índice de Salarios del INDEC, exhibió una aceleración de los incrementos interanuales tras la relativa estabilización captada a inicios del año. En particular, el sector privado registrado resulta el componente de mayor crecimiento interanual, mientras que el segmento público presenta tasas inferiores al promedio general. Así, en el sector formal total los salarios verificaron en los últimos meses un mayor dinamismo y alcanzan actualmente las mayores tasas desde el inicio de la serie en 2001. Por su parte, en el sector informal¹⁷ se observó una aceleración sostenida de las remuneraciones a lo largo de todo el año, aunque con cierta estabilización en el margen, y presentan un ritmo de suba superior al del nivel general. En adelante los salarios de este sector podrían presentar cierta moderación (ver Gráfico IV.13).



Para lo que resta de 2011 se prevé que se mantenga la tendencia reciente en la tasa de aumento de los salarios sobre la que influirá la entrada en vigencia de los últimos escalones de los ajustes salariales acordados en las negociaciones colectivas de este año. De este modo, el índice de Salarios alcanzaría en 2011 un incremento superior al del año previo (ver Gráfico IV.14).

A la fortaleza del mercado laboral y el aumento de los salarios se suman las políticas de transferencias de recursos a los sectores de menores ingresos que han permitido la continuidad de la mejora en la distribución del ingreso. En

¹⁷ Para el segmento informal, los salarios se estiman sobre la base de la información de la EPH, que se conoce con posterioridad al índice de salarios, por lo que la evolución de las remuneraciones del sector no registrado tiene un rezago de 3 a 6 meses con respecto al sector registrado.



particular, la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH) fue incrementada a \$270 a partir de octubre (+22,7%)¹⁸ y el beneficio se expandió a aquellos trabajadores que comienzan una relación laboral formal¹⁹. También se elevó el Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVyM) a \$2.300 (+25%) a partir de septiembre²⁰ y se actualizaron los haberes jubilatorios bajo la Ley de Movilidad Previsional. En este marco, en el segundo trimestre de 2011 se observó una suba de la participación del primer quintil en el ingreso total²¹, alcanzando a 8,2%, tras haberse ubicado en 7,2% en el segundo trimestre de 2007. En contraposición, la participación del quintil superior en el ingreso total, que en 2007 era de 40,1%, actualmente se ubica en 37,1% (ver Gráfico IV.2).

Hacia delante, se espera que continúe el alza de los ingresos de las familias, ante un mercado laboral más sólido con elevados niveles de ocupación y mayor formalización. Adicionalmente, las negociaciones salariales nominales junto con el incremento en el empleo se traducirán en una mayor participación del trabajo en el ingreso, que junto con las políticas de transferencias a los sectores de menores recursos darán lugar a nuevas mejoras en la distribución del ingreso (ver Gráficos IV.15 y IV.16).

¹⁸ Por medio del Decreto N° 1482/2011, quedaron establecidos los nuevos montos de las asignaciones familiares a la vez que se modificaron los topes remunerativos para percibir las asignaciones.

¹⁹ La Resolución N° 532/2011 dispuso el pago de un complemento de asignaciones familiares para los trabajadores en relación de dependencia que inician la actividad formal, por única vez en el mes de inicio.

²⁰ Resolución N° 2/2011 del Consejo Nacional del Empleo, Productividad y Salario Mínimo Vital y Móvil.

²¹ Base hogares según escala de ingreso per capita familiar.

V. Sector Externo

V.1 Síntesis

El comercio exterior argentino sigue creciendo a un ritmo elevado, y en el tercer trimestre de 2011 tanto las exportaciones como las importaciones marcaron nuevos récords históricos. En este marco, en los últimos doce meses el saldo de la Cuenta corriente se sostuvo en terreno positivo.

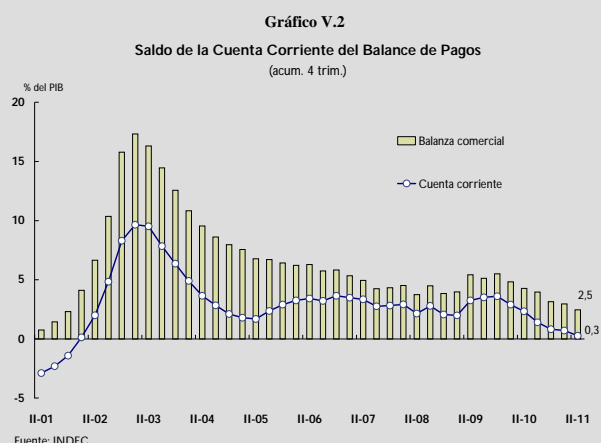
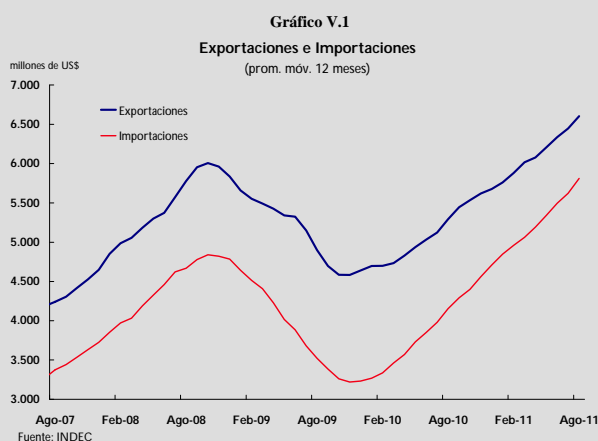
Las exportaciones de bienes mantienen en el año un crecimiento similar al registrado desde fines de 2009. Los precios de exportación siguen mostrando un importante aumento, impulsados en gran medida por las cotizaciones internacionales de las materias primas. En tanto, las cantidades vendidas moderaron su expansión respecto de 2010, aunque se destaca el incremento de los despachos de Manufacturas de Origen Industrial (MOI; 15% inter-anual), que compensó la caída de los volúmenes exportados de Combustibles y energía. Las importaciones también siguen elevándose en forma sostenida, con desaceleración en el margen, a partir del aumento conjunto de los volúmenes y de los precios. La suba de las cantidades está vinculada al crecimiento de la actividad económica, que se traduce en mayores compras externas de combustibles, bienes de capital, insumos industriales y bienes de consumo. En tanto, el alza de los precios está concentrada en la dinámica de los combustibles.

Para 2011 se prevé que el comercio exterior argentino alcance un nuevo máximo histórico tanto en los valores de las exportaciones como en los de las importaciones. El superávit comercial resultante continuaría arrojando un saldo positivo en torno a los US\$8.000 millones.

La balanza de servicios se ubica en terreno negativo y terminaría el año con un déficit similar al del año previo. Los egresos son impulsados por los mayores fletes, asociados al crecimiento de las importaciones, y servicios de seguros. En sentido contrario compensan los ingresos netos por viajes y por servicios empresariales, profesionales y técnicos. Por su parte, las Rentas de la inversión mantienen un saldo negativo asociado a los egresos netos por Utilidades y dividendos —equivalentes a 1,7% del Producto— en un contexto de fuerte expansión económica, y, en menor proporción, por los pagos de intereses que se mantienen estables y bajos en términos históricos.

Así, se prevé que la Cuenta corriente termine el año en niveles cercanos al equilibrio, sostenida por el superávit comercial de mercancías, tendencia que persistiría a lo largo de 2012.

La Cuenta capital y financiera registró un déficit en el primer semestre de 2011, debido a la salida neta de capitales del sector privado. Para el resto del año podría observarse cierta volatilidad, en un contexto de mayor incertidumbre mundial. A fin de septiembre las Reservas internacionales se ubicaron en torno a US\$49.000 millones, nivel levemente inferior al de igual período de 2010, a pesar de haberse utilizado aproximadamente US\$8.000 millones para el pago de servicios de deuda con tenedores privados e Instituciones Financieras Internacionales (IFI) en los últimos doce meses.



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

	2009	2010	I-11	II-11	Var. I sem.-11 / I sem.-10
Cuenta corriente	11.062	3.010	-755	1.552	-1.913
Cta. Corr., acum. 4 trim. (% del PIB)	3,6	0,8	0,7	0,3	-4,3
Mercancías	18.526	14.266	2.460	4.793	-1.217
Exportaciones fob	55.672	68.134	17.104	22.918	7.904
Importaciones fob	37.146	53.868	14.644	18.125	9.121
Servicios reales	-1.157	-962	-548	-333	-210
Exportaciones	11.058	13.112	3.528	3.475	715
Importaciones	12.214	14.074	4.076	3.809	926
Rentas	-9.011	-9.942	-2.515	-2.697	-289
Renta de la inversión	-8.943	-9.882	-2.502	-2.680	-286
Intereses	-2.315	-2.723	-814	-878	-418
Ganados	2.140	1.680	423	409	6
Pagados	4.455	4.402	1.236	1.286	423
Utilidades y dividendos	-6.627	-7.159	-1.689	-1.802	131
Ganados	1.292	941	319	324	119
Pagados	7.919	8.100	2.007	2.126	-13
Otras rentas	-68	-59	-13	-17	-4
Transferencias corrientes	2.704	-346	-153	-210	-203

Fuente: INDEC

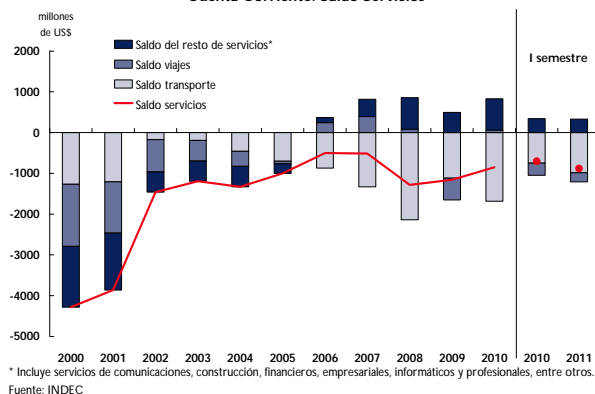
V.2 Cuenta Corriente

El saldo de Cuenta corriente continúa en terreno positivo pero en niveles más acotados, en un contexto de expansión de la actividad económica local y crecimiento de la demanda externa. Las exportaciones y las importaciones volvieron a alcanzar nuevos máximos históricos, al tiempo que el superávit comercial sigue siendo el sostén del resultado positivo de la Cuenta corriente (ver Cuadro V.1).

En el primer semestre de 2011 la balanza de Servicios permaneció en terreno levemente negativo y en valores similares a los observados durante igual período del año previo. El saldo de transporte siguió registrando un mayor déficit, mientras que se redujo levemente el saldo negativo de la cuenta viajes y el resto de los servicios mantuvo su superávit (ver Gráfico V.3). Dentro de estos últimos se sigue destacando el desempeño de las ventas de los servicios empresariales e informáticos.

Gráfico V.3

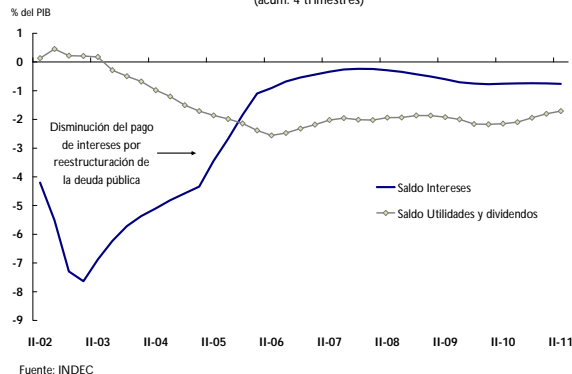
Cuenta Corriente. Saldo Servicios



El saldo negativo de la cuenta de Rentas de la inversión continúa siendo explicado en su mayor parte por los pagos netos en conceptos de Utilidades y dividendos, consecuencia de la sólida expansión de la economía doméstica y los resultados operativos positivos de las empresas. Cabe destacar que el débito de Utilidades representó 67% del déficit de la cuenta del primer semestre del año (1,7% del PIB en los últimos cuatro trimestres), mientras que el resto obedece al pago neto de intereses, que evidenció una suba respecto de igual período del año pasado, respondiendo, en parte, a los mayores intereses a partir de la reestructuración de la deuda pública en 2010 (ver Gráfico V.4). Cabe destacar que no necesariamente la totalidad de los Dividendos generados se giran al exterior, ya que una parte se destina a reinversiones dentro del país. En efecto, en los últimos cuatro trimestres, la reinversión de Utilidades habría representado un 32% del débito contabilizado por este concepto en la cuenta Rentas.

Gráfico V.4

Rentas de la Inversión
(acum. 4 trimestres)



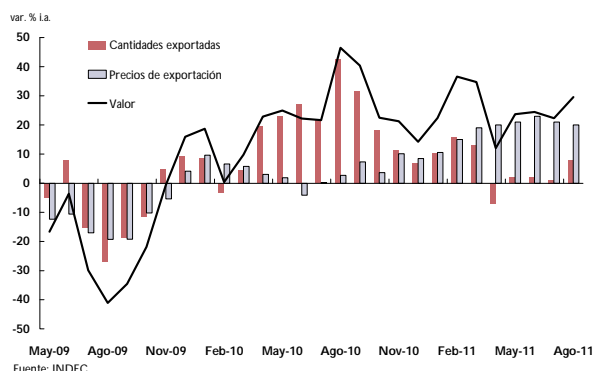
Se prevé que tanto para 2011 como para 2012 el excedente comercial de Mercancías continúe siendo el principal sostén de las cuentas externas, compensando los resultados negativos de Servicios y, principalmente, de las Rentas. En este contexto, el resultado de la Cuenta corriente tenderá al equilibrio.

Balanza Comercial²²

Las exportaciones de bienes continúan marcando nuevos máximos históricos, impulsadas principalmente por las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), ante el in-

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

Gráfico V.5
Precios y Cantidades de Exportación



cremento interanual (i.a.) de sus precios, y en segundo término por las Manufacturas de Origen Industrial (MOI), por el alza de las cantidades vendidas. En el acumulado del año, las ventas externas crecieron 25% i.a., a partir de un incremento conjunto de las cantidades exportadas (5% i.a.) y de los precios (19% i.a.; ver Gráfico V.5).

Las ventas externas de Productos Primarios (PP) registraron un aumento de 25,5% i.a. en lo que va del año, explicado por la suba de los precios de exportación (32% i.a.), que permitió compensar la caída de los volúmenes embarcados (ver Gráfico V.6). La contribución por productos fue liderada por las exportaciones de trigo, debido a la expansión de la cosecha 2010/2011 y a los mejores precios, y de maíz, principalmente por la suba de las cotizaciones. Por su parte, la disminución de la cosecha de soja afectó la dinámica de los volúmenes embarcados de porotos (ver Cuadro V.2).

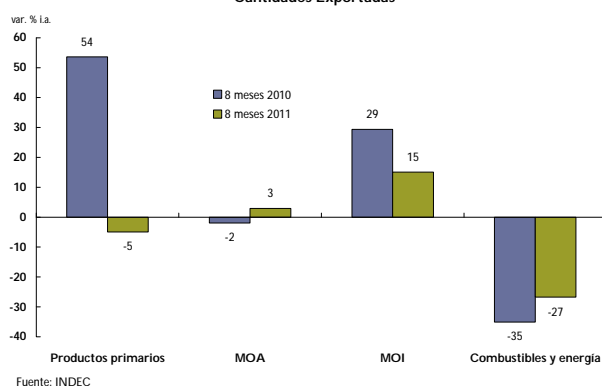
Las exportaciones de MOA aumentaron 32,3% i.a. entre enero y agosto, impulsadas en gran medida por los despachos de derivados oleaginosos (aceites y *pellets* de soja y girasol), que crecieron más de 30% i.a. principalmente por la suba de sus precios. Entre los productos de menor peso relativo, sobresalen los envíos de lácteos (93% i.a.) y hortalizas y frutas procesadas (45% i.a.).

El incremento de las MOI en los primeros ocho meses de 2011 fue de 25,6% i.a. (15% i.a. por cantidades y 9% i.a. por precios), exhibiendo una aceleración en julio y agosto. El aumento fue motorizado nuevamente por el sector automotor (40% i.a.), que explicó el 50% de la suba de las MOI en el acumulado del año. Los envíos a Brasil siguen concentrando la mayor parte de las exportaciones automotrices en valor (73%), aunque en los últimos meses se observó un mejor desempeño de las ventas al resto de los destinos, que incluyen Alemania, Australia y Sudáfrica, entre otros.

El resto de los rubros industriales registraron en los últimos meses mayores tasas de crecimiento que se asimilaron a las evidenciadas por el sector automotriz. Dentro de este conjunto de bienes se destacaron los químicos y conexos, y piedras y metales preciosos. En el tercer trimestre del año, las MOI —excluyendo automotores— habrían aumentando en torno a 30% i.a., mientras que en el primer semestre del año subieron 13% i.a. (ver Gráfico V.7).

Así, los productos industriales se mantienen como el componente más dinámico de las exportaciones medidas en cantidades, lo que se refleja en el incremento de su participación relativa a lo largo del ciclo iniciado en 2003; desde 28% hasta 45% del total de las ventas externas a valores constantes.

Gráfico V.6
Cantidades Exportadas

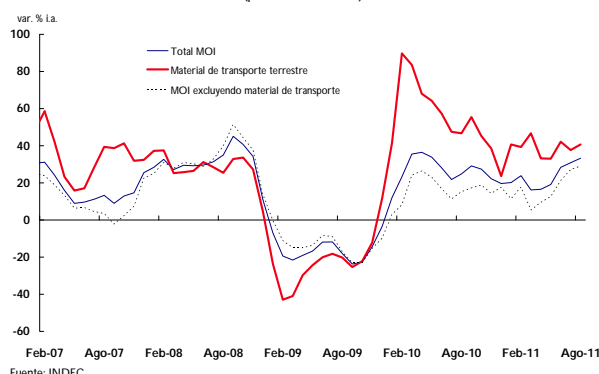


Cuadro V.2
Exportaciones por Grandes Rubros

Rubro	Primeros 8 meses					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2010	2011	Total	Precios	Cantidades	
Productos primarios	11.321	14.203	25,5	32	-5	25,9
MOA	14.237	18.832	32,3	29	3	41,3
MOI	14.765	18.546	25,6	9	15	34,0
MOI sin Material de transporte	10.031	11.935	19,0			17,1
Material de transporte	4.734	6.611	39,6			16,9
Combustibles y energía	4.148	4.013	-3,3	32	-27	-1,2
TOTAL	44.471	55.594	25,0	19	5	100

Fuente: INDEC

Gráfico V.7
Exportaciones de Manufacturas Industriales
(prom. móv. 3 meses)



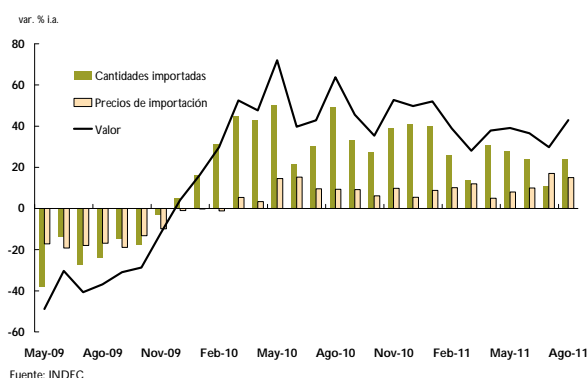
Fuente: INDEC

Cuadro V.3
Importaciones por Uso Económico

Uso económico	Primeros 8 meses					
	millones de US\$		Variación % i.a.			Contribución % a la var. i.a.
	2010	2011	Total	Precios	Cantidades	
Bienes de capital	6.983	9.430	35,0	3	31	18,5
Equipo de transporte industrial	1.735	1.998	15,0			2,0
Otros bienes de capital	5.248	7.434	41,7			16,5
Bienes intermedios	11.126	14.227	27,9	16	10	23,4
Combustibles y lubricantes	3.224	6.865	112,9	36	57	27,5
Piezas y acc. para bienes de capital	7.032	9.221	31,1	1	30	16,5
Bienes de consumo	4.005	5.106	27,5			8,3
Vehículos automotores de pasajeros	2.782	3.520	26,5	5	21	5,6
Resto	98	127	30,0	-	-	0,2
TOTAL	35.250	48.497	37,6	11	24	100

Fuente: INDEC

Gráfico V.8
Precios y Cantidades de Importación



Fuente: INDEC

Las exportaciones de Combustibles y energía acumulan una disminución de 3% i.a. en los primeros ocho meses del año. La caída de los volúmenes comercializados (-27% i.a.) no alcanzó a ser compensada por el favorable escenario de precios, que crecieron 32% i.a. Los mayores requerimientos energéticos domésticos y la menor oferta local de hidrocarburos determinaron una reducción del saldo exportable²³.

Las importaciones de bienes siguen creciendo, acumulando un aumento de 37,6% i.a. en los primeros ocho meses del año. El incremento de las cantidades (24% i.a.) explicó buena parte del crecimiento, a lo que se sumó un alza de 11% i.a. en los precios de importación, concentrada principalmente en los derivados del petróleo y en los minerales y metales (ver Cuadro V.3 y Gráfico V.8).

Las compras externas de Bienes de capital crecieron 35,0% i.a. en el acumulado a agosto y 41,7% i.a. excluyendo el equipo de transporte industrial, reflejando la favorable evolución de la inversión (ver Sección III). Por otra parte, las importaciones de Vehículos automotores de pasajeros subieron 26,5% i.a., registrando una desaceleración en los meses recientes. En tanto, el rubro de Piezas y accesorios para bienes de capital creció 31,1% i.a., debido al crecimiento de las cantidades. Los productos que se destacaron dentro de los Bienes de capital fueron los pertenecientes al rubro Otras máquinas, y los artefactos mecánicos y eléctricos (ver Cuadro V.4).

Los Bienes intermedios alcanzaron un incremento de 28% i.a. debido a un aumento conjunto de precios y cantidades (16% i.a. y 10% i.a.; respectivamente). En tanto, los Bienes de consumo registraron un alza similar (27,5% i.a.; básicamente por las mayores cantidades), entre los que se destacan recientemente las mayores compras de herbicidas, televisores, motocicletas y fungicidas.

El incremento de las importaciones de bienes intermedios constituye un fenómeno global derivado de la mayor integración económica que originó cambios en los procesos productivos. Frente a este escenario, a nivel internacional se está estudiando la medición de los flujos comerciales basada en la generación de "valor agregado" en lugar de "país de origen". Así, se intenta descontar el contenido de los insumos de origen extranjero del valor de los productos exportados (ver Apartado 2).

Los Combustibles y lubricantes se mantienen como el rubro de importación que más aporta al crecimiento de las compras externas totales, con un alza de 112,9% i.a. en lo que va de 2011. Además de la suba de precios (36% i.a.), influye el significativo aumento de las canti-

²³ Según el Instituto Argentino de Petróleo y Gas (IAPG) en los primeros siete meses del año la producción se redujo 9,9% i.a.

Cuadro V.4
Importaciones de Bienes de Capital y Piezas
(primeros 8 meses; millones de US\$ CIF)

Rubro	2010	2011	Var. % i.a.
Total Bienes de capital (I)	5.248	7.434	41,7
Otras máquinas y artefactos mecánicos	2.084	3.225	54,8
Otras máquinas y artefactos eléctricos	1.172	1.865	59,2
Computadoras	616	779	26,5
Instrumentos de control o precisión	575	799	39,0
Celulares	478	213	-55,5
Resto	323	553	71,2
Total Equipo de transp. industrial (II)	1.735	1.996	15,0
Camiones y omnibus	659	1.060	60,9
Aviones	205	569	177,4
Tractores	163	296	81,8
Barcos	60	36	-39,6
Resto	648	34	-94,7
Piezas y accesorios para Bienes de capital (III)	7.032	9.221	31,1
TOTAL (I) + (II) + (III)	14.015	18.651	33,1

Fuente: INDEC

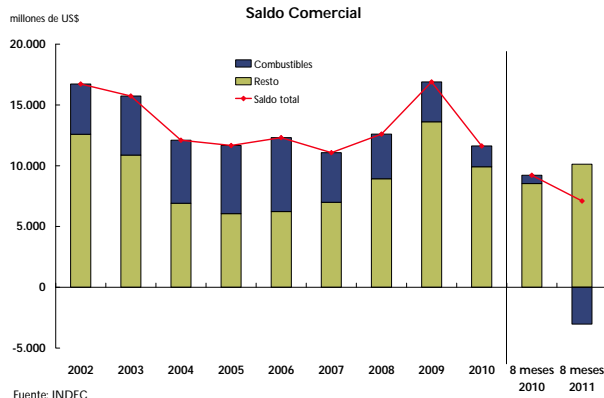
dades importadas (57% i.a.). Los productos de mayor relevancia dentro de las importaciones de este rubro son el gasoil, el gas natural y el Gas Natural Licuado (GNL), destinados a abastecer el creciente consumo de la industria, el transporte y los hogares.

El balance de los bienes no energéticos acumuló una mejora de US\$1.700 millones respecto de igual período de 2010. Como resultado y tomando en cuenta el saldo negativo por Combustibles de US\$3.000 millones, el superávit comercial total alcanzó los US\$7.100 millones, mientras que entre enero y agosto del año pasado habían sumado US\$9.200 millones (ver Gráfico V.9).

En el último trimestre del año se espera que el comercio exterior alcance un nuevo máximo histórico, a pesar de la desaceleración prevista tanto para las exportaciones como para las importaciones. Las ventas externas moderarían su aumento, teniendo en cuenta el menor crecimiento económico mundial y las cotizaciones internacionales de las materias primas inferiores al promedio registrado en los primeros ocho meses del año. En tanto, como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica de nuestros principales socios comerciales, se prevé una moderación del crecimiento de la actividad doméstica que generaría un menor incremento de las importaciones locales.

En este marco, el superávit comercial se ubicaría en torno a US\$8.000 millones, siendo inferior al observado en 2010, aunque manteniéndose en niveles históricamente elevados. Para 2012 se espera que continúe el superávit comercial, aunque su magnitud dependerá de la evolución de las cotizaciones de las materias primas y de la actividad económica mundial.

Gráfico V.9
Saldo Comercial



V.3 Cuenta Capital y Financiera

En el primer semestre del año la Cuenta capital y financiera fue deficitaria en US\$2.318 millones debido básicamente a la formación de activos externos por parte del sector privado no financiero (ver Cuadro V.5 y Gráfico V.10). En sentido contrario, se observaron ingresos netos del sector financiero y del sector público. Para el resto del año podría observarse cierta volatilidad, en un contexto de mayor incertidumbre mundial.

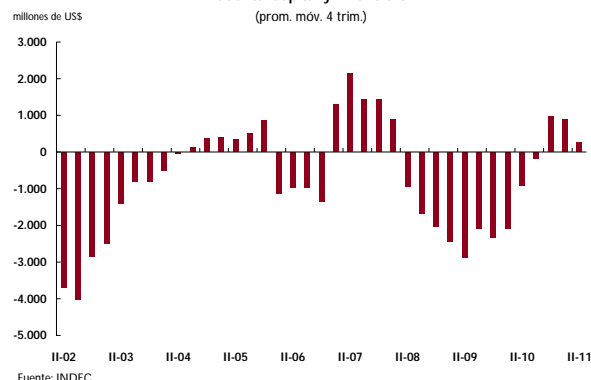
La deuda externa total ascendió a US\$132.502 millones a fin de junio de 2011, con US\$71.492 millones correspondientes al sector público y US\$61.010 millones del sector privado. En la comparación interanual se registró un incremento de US\$11.000 millones en el stock de deuda total, explicado por la colocación de títulos públi-

Cuadro V.5
Balance de Pagos. Cuenta Capital y Financiera
(millones de US\$)

	2009	2010	I-11	II-11	Var. I sem.-11 / I sem.-10
Cuenta capital y financiera	-9.300	3.859	-295	-2.023	-2.782
Cta. capital y fin. (c/errores y omisiones)	-9.716	1.143	-405	-1.327	-818
Cta. capital y fin., acum. 4 trim. (% del PIB)	-3,0	1,0	0,9	1,3	6,0
Cuenta capital	74	78	16	5	0
Cuenta financiera	-9.374	3.780	-311	-2.028	-2.782
Sector bancario	-986	-2.566	35	522	1.003
BCRA	-1.404	-2.910	0	0	830
Otras entidades financieras	417	344	35	522	173
Sector público no financiero	-702	2.243	-260	416	-991
Sector privado no financiero	-7.685	4.103	-86	-2.966	-2.794
Errores y omisiones netos	-416	-2.716	-110	696	1.964
Variación de Reservas Internacionales	1.346	4.157	-1.159	226	-2.733

Fuente: INDEC

Gráfico V.10
Cuenta Capital y Financiera
(prom. móv. 4 trim.)



Fuente: INDEC

Cuadro V.6
Indicadores del Sector Externo

	1997	2003	Último dato disp.
Cuenta corriente			
.en % del PIB	-4,1	6,4	0,3
Deuda externa total			
.en % del PIB	42,7	128,6	32,2
Pasivos externos, Inversión de cartera			
.en % de los pasivos externos	44,9	20,9	28,8
Deuda pública nacional en moneda extranjera			
.en % de la deuda pública nacional	89,8	75,9	61,5
.en % del PIB	31,0	105,4	28,2
Préstamos del S. Priv. no Financiero en moneda ext.			
.en % de los préstamos totales	66,3	1,3	1,4
Reservas internacionales			
.en % del PIB	10,2	11,0	11,2
Posición de inversión internacional			
.en millones de US\$	-50.143	-2.008	49.314
.en % del PIB	-17,1	-1,6	13,4

Fuente: INDEC, Secretaría de Finanzas y BCRA

cos debido al canje de deuda de 2010²⁴ y por el mayor endeudamiento privado con proveedores, asociado al aumento de las importaciones de bienes. No obstante el crecimiento económico permitió que continuara disminuyendo la deuda externa total medida con relación al Producto, que se ubicó en 32,2% (4,3 puntos porcentuales por debajo de un año atrás), el nivel más bajo de los últimos 15 años.

V.4 Reservas Internacionales

A fin de septiembre las Reservas internacionales se ubicaron en torno a US\$49.000 millones (11,2% del PIB), nivel levemente inferior al de igual período de 2010, tras el uso de alrededor de US\$8.000 millones para la atención de servicios de deuda pública con Instituciones Financieras Internacionales (IFI) y con tenedores privados. Cabe destacar que este año se destinaron alrededor de US\$9.678 millones²⁵ para la atención de dichos servicios, de los cuales restan aún utilizar aproximadamente US\$2.800 millones.

La política de acumulación de reservas internacionales fue acompañada por una política deliberada de desendeudamiento, así como por una mejora en la composición de las obligaciones, tanto del sector público como del privado. Así, los indicadores de exposición externa de Argentina registraron una sustancial mejora en los últimos años (ver Cuadro V.6).

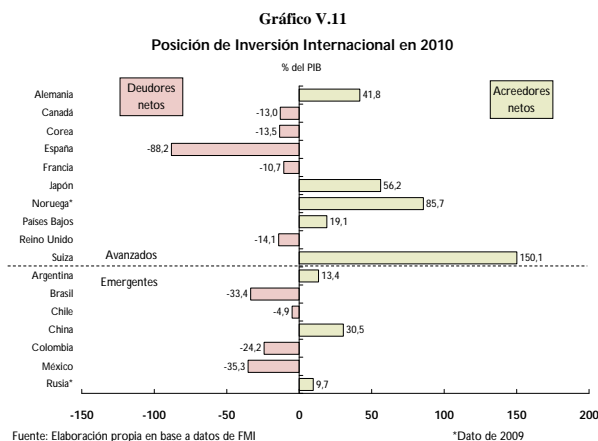
La disminución de la deuda externa fue acompañada por un alargamiento de los plazos de vencimientos, principalmente a partir del canje de la deuda pública de 2005. Por su parte, las regulaciones sobre los capitales financieros de corto plazo demostraron ser efectivas al reducirse la participación de la inversión en portafolio respecto del total de la inversión de no residentes en el país, limitando el impacto de la volatilidad externa sobre la economía argentina.

La política de desendeudamiento público fue complementada por un manejo de pasivos que permitió un cambio sustancial en la composición por moneda de las obligaciones del sector. La deuda en moneda extranjera pasó de representar cerca de 90% del total a fines de 1997 a 62% en la actualidad. Como consecuencia, el riesgo cambiario implícito en la deuda pública se redujo respecto del pasado.

En el mismo sentido, las políticas macroprudenciales para controlar el descalce cambiario —a través de norma-

²⁴ La colocación de títulos del Canje 2010 implica contablemente un incremento de la deuda externa debido a que la deuda elegible pero no presentada al Canje 2005 no estaba contabilizada.

²⁵ Decreto N° 2054/2010 y Decreto N° 276/2011.



tiva específica que sólo permite el endeudamiento en moneda extranjera a aquellas personas y empresas generadoras de ingresos en igual denominación— lograron que, a diferencia de lo acontecido durante los ‘90, el sector privado no financiero tenga sólo 1,4% del total de los préstamos bancarios en moneda extranjera.

Estas mejoras también se vieron reflejadas en la evolución de la Posición de Inversión Internacional (PII)²⁶. La Argentina presenta una posición neta acreedora desde 2004, equivalente en la actualidad a 13,4% del PIB, a diferencia de otras economías tanto avanzadas como emergentes (ver Gráfico V.11).

De esta forma, tras varios años de flujos positivos que permitieron reducir los stocks de deuda y mejorar los perfiles de pagos futuros en conjunto con las políticas macroprudenciales y la regulación de los capitales de corto plazo, el país logró reducir significativamente su vulnerabilidad externa, limitando los efectos adversos que el escenario internacional podría ocasionar sobre el sector real a partir de los menores flujos externos.

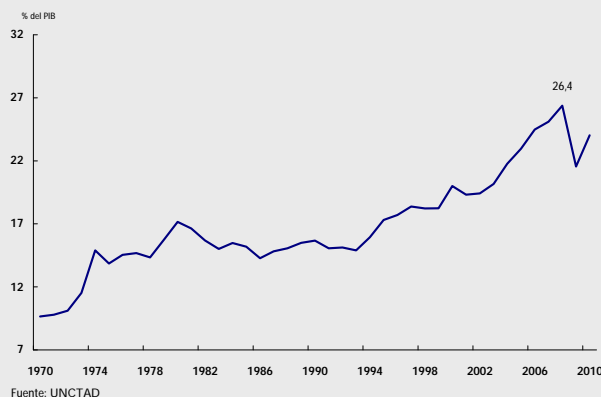
²⁶ La PII es la diferencia entre el stock de los activos externos de una economía y de sus pasivos externos, medida en un momento determinado del tiempo.

Apartado 2 / Medición de los flujos comerciales basada en el valor agregado

La globalización y el constante crecimiento del comercio internacional de bienes intermedios determinaron que la medición tradicional de los flujos comerciales “por país de origen” perdiera parte de su valor para el análisis y que recientemente se comenzaran a realizar mediciones complementarias basadas en el criterio de “valor agregado” por cada país. Aunque su desarrollo es incipiente, el avance en esta materia permitirá un análisis más completo de las interrelaciones comerciales y sus impactos macro y microeconómicos para mejorar el diagnóstico y adecuar la implementación de políticas económicas.

En los últimos 25 años se ha registrado un fuerte incremento de la participación del comercio internacional sobre la producción agregada. De acuerdo con los datos de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) las exportaciones pasaron de representar 15,3% del PIB mundial en el quinquenio 1990–94 a 24,3% en promedio entre 2006–10 (ver Gráfico 1). El aumento en 9 puntos porcentuales se debió al avance de las exportaciones que promedió 8% anual en el período, frente al 5,4% que avanzó la producción.

Gráfico 1 | Exportaciones Mundiales de Bienes

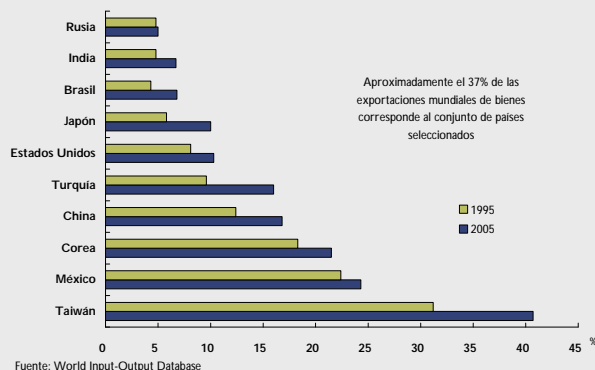


Las causas de la mayor relevancia del comercio en la producción han sido la aparición de cadenas globales de valor y la creciente integración económica, que impulsaron principalmente el comercio de bienes intermedios que alcanzó a dos terceras partes de los flujos (excluyendo el comercio de materias primas). La reducción de los costos de transporte, la revolución informática y las políticas apuntadas a una mayor apertura comercial, entre otros factores, permitieron que sea más fácil separar la producción de un bien en una serie de países, dejando beneficios para cada uno de los participantes de esa cadena. En efecto, las mismas empresas deciden desglosar la elaboración de bienes en función de las ventajas comparativas que cada país otorga a la producción de una pieza específica para incrementar su eficien-

cia. Este esquema de separación de la cadena de valor llevó a replantear la tradicional definición denominada “comercio de bienes” a una nueva conocida como “comercio de tareas”.

Estudios particulares sobre el caso muestran un crecimiento generalizado del valor agregado externo en las exportaciones de bienes, es decir que la participación de diferentes países en la producción final de un determinado bien fue aumentando. En particular, se destacan los grandes bloques comerciales como el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA), Europa y Asia, donde la integración comercial está más consolidada (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Contenido Extranjero en el Valor de las Exportaciones Totales



La metodología convencional sobre la medición de los flujos comerciales contabiliza el valor de todos los cruces de frontera que se dan en la comercialización de un producto determinado, tendiendo a exagerar el valor agregado de la mercancía final. En este marco, comenzó a discutirse la relevancia de la medición tradicional basada en el “país de origen” y a considerarse métodos complementarios que permitan mensurar los flujos comerciales basados en la generación de “valor agregado”.

El uso de las estadísticas tradicionales en este nuevo mundo más integrado puede llevar a errores en diferentes áreas del análisis económico. Entre los ejemplos más citados por la literatura relacionada²⁷ se comenta el hecho de que erróneamente se adjudica principal importancia a las exportaciones en el crecimiento económico chino. Sin embargo, tras observar en forma más cercana

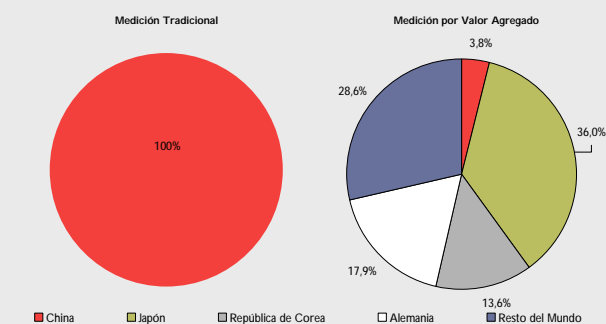
²⁷ OMC; “Measuring international trade in value added for a clearer view of globalization”; 2011; Johnson, Robert y Noguera Guillermo; “The Value-added content of trade”; 2011; Foster Neil, Stehrer Robert, y De Vries Gaaitzen; “Patterns of net trade in value added and factors”; 2011-10-14; Aaditya Mattoo y Zhi Wang; “Tracing Value-Added in International Trade: An Overview of Issues and a Proposal”; 2011.

la baja participación del valor agregado local en el contenido de sus ventas externas, se llega a la conclusión que la inversión tiene un rol más relevante en la expansión económica de China. Otras áreas que se pueden abordar con una visión alternativa son las referidas a la medición de la competitividad, donde los costos de la producción también dependen de las importaciones y no sólo de los costos laborales unitarios, y al estudio de los ciclos económicos, donde la elevada integración de las economías genera ciclos regionales, tal como sucedió en marzo pasado tras la catástrofe natural en Japón por la interrupción en la provisión de insumos electrónicos y autopartes.

El cambio en la forma de producir bienes industriales también cobra relevancia en la definición de la política económica. Por ejemplo, cuando el comercio incluye la exportación de múltiples partes de diferentes países, el efecto de una apreciación o depreciación del tipo de cambio tiene impactos contrapuestos sobre la competitividad-precio de las ventas externas.

El giro en la literatura económica sobre el comercio del valor agregado es reciente, dado que entre fines de los '90 y mediados de la década pasada los estudios estaban basados principalmente en el análisis de la integración vertical de las economías. En la actualidad, distintos organismos como la UNCTAD, la Organización Mundial de Comercio (OMC) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) han generado diversos estudios sobre la instrumentación y viabilidad de utilizar nuevas metodologías para medir el comercio a través de la generación del valor agregado.

Gráfico 3 | Explicación del Déficit Comercial del *Iphone* de Estados Unidos (2009)



Fuente: Meng and Miroudot (2011)

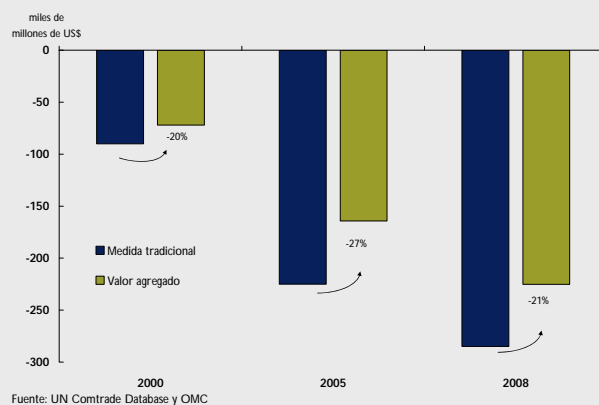
La nueva forma de medir pretende salvar este “doble conteo” de valor agregado de las mercancías, intentando calcular el valor neto de los cruces fronterizos y plantea, al menos, dos métodos para estimarlo: el directo y el indirecto, que se sumarían a las estadísticas tradicionales.

El método directo se basa en el estudio de casos particulares —generalmente a nivel empresas— es decir un único producto, analizando los detalles de fabricación, valor de los insumos, origen de las mercancías, etc.

Un ejemplo del método directo es el caso de China respecto a las ventas externas del *Iphone*²⁸. Debido a que este producto se ensambla en dicho país, con la medición tradicional aporta una porción significativa a sus exportaciones totales. No obstante, el valor agregado por China en la producción de ese bien es poco relevante, destacándose el aporte de otros países como Japón, Alemania, Corea y los Estados Unidos que participan en la cadena previa de abastecimiento de piezas. Así, mientras que con el método convencional la Balanza Comercial del *Iphone* de Estados Unidos es 100% deficitaria con China, si se la evalúa bajo la metodología de valor agregado se desprende que otras naciones tienen más participación que el país asiático (ver Gráfico 3). En este ejemplo, los Estados Unidos participan de la cadena de valor para crear el producto final, morigerando el déficit que este país tiene, por el comercio de este producto, en su relación comercial con China.

El método indirecto se realiza a través del cruce de las tablas internacionales de insumo producto de las cuentas nacionales de diversos socios comerciales para encontrar el valor agregado correspondiente a cada uno de los países. La medición indirecta toma en cuenta las relaciones entre las economías y sectores involucrados en el comercio de bienes y servicios indirectos logrando una medición más amplia de la generación del valor para cada país.

Gráfico 4 | Balance Comercial Bilateral Estados Unidos - China



Fuente: UN Comtrade Database y OMC

El déficit comercial de los Estados Unidos con China ajustado por valor agregado a través del método indirecto es significativamente menos pronunciado que el que resulta de la medición tradicional²⁹ (ver Gráfico 4). En particular, en 2008 el déficit comercial norteamericano con el país asiático se reduce en un 21% si se computan las mediciones por valor agregado a través de las tablas de insumo producto³⁰.

²⁸ Meng, B. y Miroudot, S., “Towards measuring trade in value added and other indicators of global value chains: current OECD work using I/O tables”, UNSD y OMC, 2011.

²⁹ OMC e IDE-JETRO: *Trade Patterns and Global Value Chains in East Asia*, 2011 y OMC; “Measuring trade in value added and its implications for understanding global imbalances”; 2011.

³⁰ En el estudio se presenta una corrección adicional a las tablas estándar de Matriz Insumo-Producto ajustando a la baja el valor agregado

El análisis de los flujos de comercio internacional a partir del “valor agregado” por cada país se encuentra en sus primeras etapas de desarrollo y presenta aún importantes limitaciones. En cuanto al primer criterio —medición directa— al tratarse de casos individuales resulta casi imposible que sean representativos del resto de los procesos productivos. El método indirecto encuentra dificultades asociadas al uso de la información proveniente de las estadísticas de cuentas nacionales, donde muchas de las tablas son estimaciones y corresponden sólo al sector industrial, dejando fuera de análisis al resto de los sectores.

Es por ello que los métodos podrían ser complementarios, ya que el análisis directo puede ser utilizado para aclarar dudas que surjan de la utilización de los métodos indirectos, ya sea para consolidar las estimaciones provenientes de los cuadros de cuentas nacionales o las estadísticas de comercio exterior convencionales.

Finalmente, la mayor parte de autores que han estudiado estas mediciones de comercio coinciden en que aún resta avanzar en conseguir estadísticas más confiables y universales. En este sentido, la OMC creó un espacio denominado “*Made in the World*” donde se promueve el intercambio de proyectos, experiencias y enfoques sobre ideas para medir y analizar el comercio a través del valor agregado³¹.

Con todo, la discusión internacional en torno a la necesidad de mejorar las mediciones de los flujos comerciales intenta evitar los sesgos contables que genera la aplicación del método tradicional, que se profundizaron con la transformación global de los procesos productivos.

de las exportaciones provenientes de las zonas especiales económicas donde se realizan las tareas de ensamble. A partir de dicho ajuste, el déficit de los Estados Unidos con China en 2008 es 42% inferior al computado a partir de la medición convencional.

³¹http://www.wto.org/english/res_e/statis_e/miwi_e/miwi_e.htm

VI. Finanzas Públicas

VI.1 Síntesis

La Recaudación continúa creciendo a tasas elevadas, impulsada principalmente por los impuestos ligados a la actividad económica y al empleo, acumulando entre enero y septiembre una suba de 33% interanual (i.a.). Se prevé que los ingresos tributarios mantengan este ritmo de crecimiento para lo que resta del año, de manera que a fines de 2011 la relación recaudación/PIB rondaría 29%, constituyendo un nuevo máximo histórico. Considerando la evolución de la Recaudación y del resto de los ingresos, los recursos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) totalizarían cerca de 31% del Producto a fines del corriente año, incluyendo la Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros recursos afectados a las provincias.

El Gasto primario del SPNF creció 35% i.a. en los primeros ocho meses del año. El alza fue impulsada principalmente por las Prestaciones previsionales, las Transferencias al sector privado y las Remuneraciones a los empleados públicos. Para lo que resta de 2011 se proyecta un ritmo de crecimiento del gasto primario algo por debajo del exhibido entre enero y agosto. En términos del PIB se ubicaría por encima de 30%, considerando la Coparticipación federal de impuestos, las Leyes especiales y otros recursos afectados a las provincias.

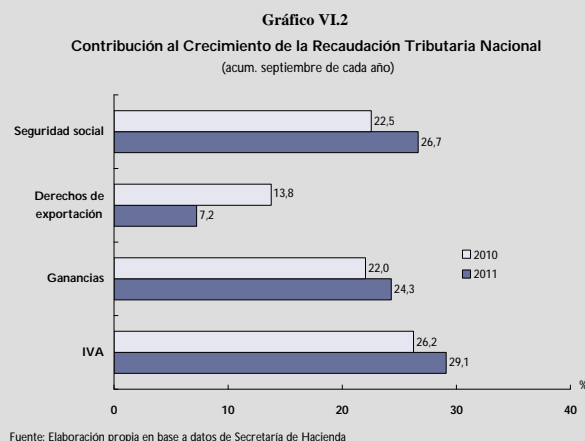
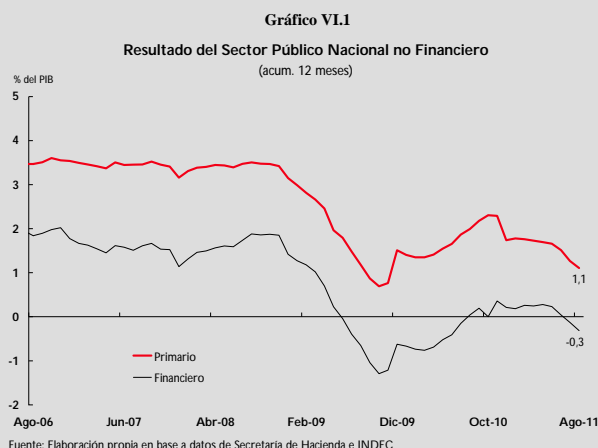
En este contexto, el Resultado primario del SPNF se mantuvo en terreno positivo, previéndose alcanzar nuevamente un saldo superavitario para el año 2011.

El Sector Público continuó afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes domésticas intra sector público. Entre enero y septiembre de 2011 se aplicaron aproximadamente US\$6.900 millones de reservas para la atención de los servicios con tenedores privados de deuda pública y con Instituciones Financieras Internacionales (IFI).

Para 2012 los ingresos continuarían creciendo, aunque a tasas más moderadas, comportamiento que se verificaría también en el Gasto primario.

El Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2012 (PPN-12) prevé para el año próximo un aumento de la Recaudación del 23,2% i.a., una suba del 22,8% i.a. de los recursos totales del SPNF y un alza del Gasto primario del 18,4% i.a., de manera que el Resultado primario ascendería a 2,5% del PIB. Por otro lado, de acuerdo al proyecto presentado, el Sector Público continuaría financiándose básicamente a partir de fuentes domésticas intra sector público, entre las que se incluyen Adelantos Transitorios del BCRA y Reservas de libre disponibilidad y los excedentes de otras agencias del sector público.

Los ingresos tributarios propios de las provincias exhibieron una dinámica similar a la de la Recaudación nacional, creciendo a tasas superiores al 30% i.a. Los recursos coparticipados evidenciaron un comportamiento análogo, y de acuerdo al PPN-12, el consolidado provincial cerraría el año con un resultado financiero en equilibrio.

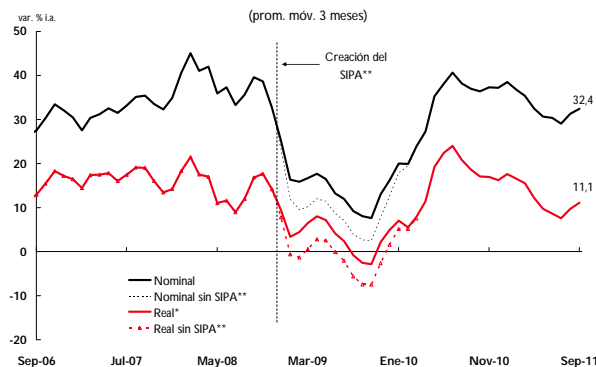


Cuadro VI.1
Recaudación Tributaria Nacional
(millones de \$)

Impuesto	Acum. a Septiembre		Diferencia		Contrib. Acum. %
	2010 (3)	2011 (4)	Absoluta (4)-(3)	% (4)/(3)	
Ganancias	56.871	80.477	23.606	41,5	24,3
IVA total (1)=(2)+(3)	86.532	115.119	28.588	33,0	
IVA DGI (2)	55.476	72.976	17.499	31,5	
IVA DGA (3)	31.055	42.144	11.088	35,7	
Devoluciones de IVA (4)	2.545	2.861	316	12,4	
IVA (5)=(1)-(4)	83.987	112.258	28.272	33,7	29,1
Ganancia mínima presunta	1.311	983	-328	-25,0	-0,3
Bienes personales	4.040	4.563	523	13,0	0,5
Derechos de importación	7.854	10.247	2.393	30,5	2,5
Derechos de exportación	33.580	40.615	7.035	20,9	7,2
Combustibles	10.552	12.282	1.730	16,4	1,8
Internos	6.910	7.981	1.071	15,5	1,1
Seguridad social	73.411	99.307	25.895	35,3	26,7
ICDCB	19.237	26.284	7.047	36,6	7,3
Otros (incluye reintegros)	1.506	1.394	-112	-7,5	-0,1
TOTAL	299.259	396.390	97.132	32,5	

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

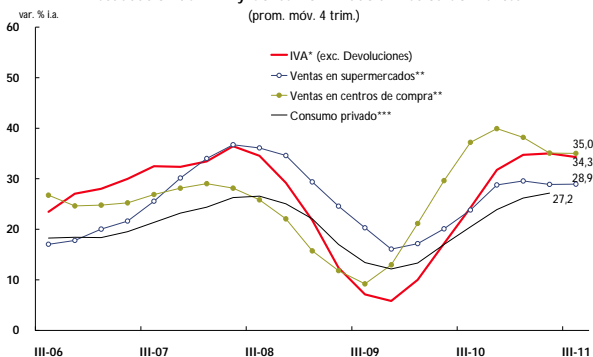
Gráfico VI.3
Recaudación Tributaria Nacional
(prom. móv. 3 meses)



*Deflactada por IPI del PIB; **Sistema Integrado Provisional Argentino
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

Gráfico VI.4

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



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

VI.2 Situación Fiscal

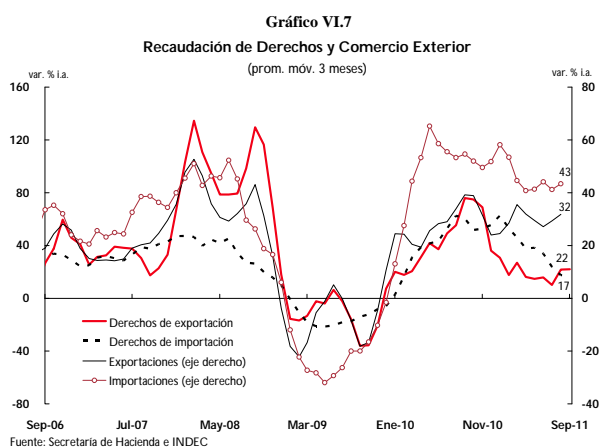
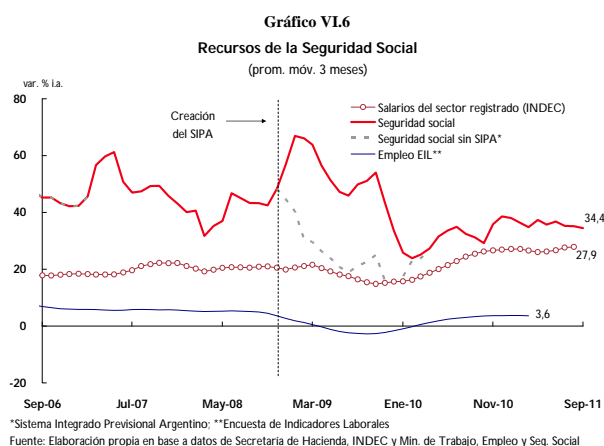
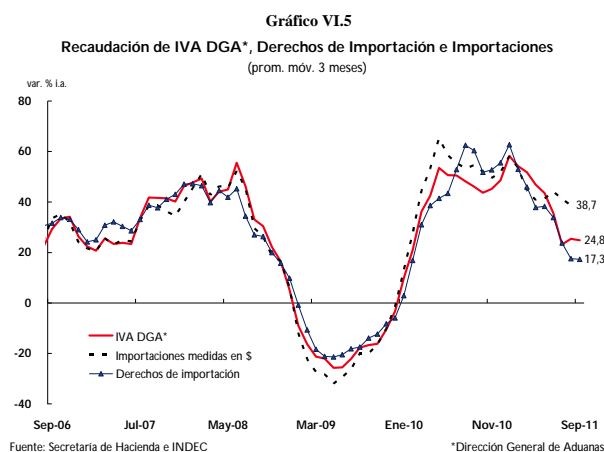
Ingresos

La Recaudación tributaria nacional continúa creciendo a tasas elevadas, impulsada por los impuestos ligados a la actividad económica y al empleo, principalmente por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la Seguridad social y el impuesto a las Ganancias (ver Cuadro VI.1 y Gráfico VI.3). Entre enero y septiembre los recursos tributarios subieron 33% interanual (i.a.), representando en el acumulado de los últimos 12 meses cerca de 29% del PIB, constituyendo un nuevo máximo histórico para esta relación.

Los recursos asociados al IVA mantienen un comportamiento muy dinámico, aumentando 34% i.a. en los primeros nueve meses del año, a partir del incremento del consumo y, en menor medida, a los mayores recursos asociados a regímenes de facilidades de pago (ver Gráfico VI.4). Atenuaron esta suba las mayores devoluciones en efectivo a los exportadores y a los productores de granos. El componente del IVA ligado a las importaciones (IVA DGA—Dirección General de Aduanas—) continuó mostrando cierta desaceleración en el margen en los últimos meses, efecto que también se observó en el resto de los tributos vinculados a las compras externas (ver Gráfico VI.5). Por su parte, el IVA Dirección General Impositiva (IVA DGI) mantiene el ritmo de aumento evidenciado desde inicios de año. De esta manera, el IVA total representó en el acumulado de los últimos 12 meses alrededor de 8,2% del PIB, evidenciando un aumento de 0,3 puntos porcentuales (p.p.) respecto de igual período de 2010, y se prevé que permanezca relativamente estable en términos del Producto para el resto de 2011.

Por su parte, los ingresos de la Seguridad social acumulan en lo que va del año 35% i.a. de aumento, totalizando cerca de 7,1% del PIB en los últimos doce meses (+0,3 p.p. respecto del mismo período del año pasado), siendo uno de los rubros que más aportó al crecimiento acumulado de la recaudación en los primeros nueve meses del año (ver Gráfico VI.2). El alza se explica principalmente por el aumento de las remuneraciones, el empleo registrado y la base imponible (ver Gráfico VI.6). Asimismo, la implementación del sistema de pago directo de las Asignaciones Familiares significó un aumento de la recaudación por contribuciones de la seguridad social, que desde 2011 se computan por el importe bruto, mientras que anteriormente se neteaban de los montos que los empleadores debían abonar a sus empleados³². También incidieron positivamente los ingresos por regímenes de facilidades

³² Anteriormente, los empleadores abonaban a los empleados directamente las asignaciones familiares correspondientes y detraían luego el importe resultante de las contribuciones de la seguridad social que debían pagar. Actualmente, los empleadores ingresan la totalidad de las contribuciones y la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) paga en forma directa a los empleados los beneficios correspondientes.



de pagos. Para lo que queda del año se espera un comportamiento similar de este tributo.

Los recursos asociados al impuesto a las Ganancias volvieron a mostrar un marcado aumento en el trimestre, subiendo entre enero y septiembre 42% i.a. y alcanzando entre octubre de 2010 y septiembre de 2011 alrededor de 5,7% del PIB (+0,4 p.p. i.a.). El desempeño del tributo obedece a los mayores anticipos, retenciones y percepciones de sociedades y a los mayores pagos de personas físicas, parcialmente compensados por la elevación de las deducciones personales para personas físicas que opera desde abril de 2011³³.

Los Derechos de exportación acumulan un crecimiento de 21% i.a. entre enero y septiembre, impulsados por las ventas externas de petróleo, aceite de soja, porotos de soja y trigo. En términos del PIB, los gravámenes sobre las exportaciones representaron en los últimos 12 meses aproximadamente 3,0%, nivel similar al registrado en igual período de 2010. A fin de año su participación en términos del Producto disminuiría 0,3 p.p. con relación a diciembre de 2010, hasta representar 2,9%, básicamente debido a cambios en la composición de los productos de exportación gravados. Cabe destacar que el año pasado los derechos sobre las ventas externas aportaron 14% del crecimiento de la recaudación acumulada a septiembre, en tanto que en 2011 contribuirían con el 7%.

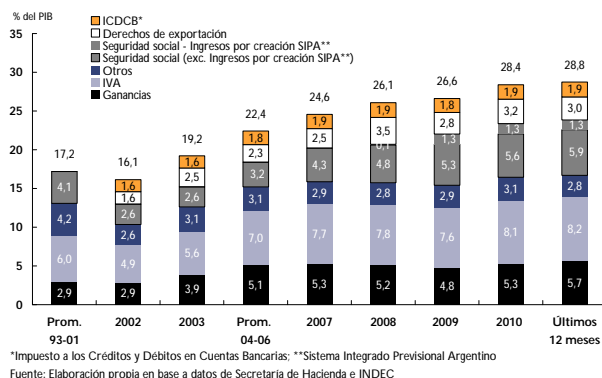
Por su parte, los Derechos de importación mantuvieron la tendencia descendente evidenciada en los últimos meses, en línea con la evolución del IVA DGA y las importaciones medidas en moneda nacional, aumentando en lo que va del año 31% i.a. (ver Gráfico VI.7).

Los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) acumularon en los primeros nueve meses del año un alza de 37% i.a., de acuerdo al incremento del monto de las transacciones gravadas, manteniendo el ritmo de evolución evidenciado a lo largo de 2011. En los últimos 12 meses la recaudación del tributo representó alrededor de 1,9% del PIB, valor similar al registro de los últimos años (ver Gráfico VI.8).

Entre enero y septiembre, la recaudación de los impuestos sobre combustibles creció 16% con relación a igual período del año anterior debido, principalmente, al incremento de las ventas de naftas y a los mayores precios de los combustibles gravados. La suba fue atenuada por la incorporación de biocombustibles (en las naftas, el gasoil y el

³³ Resolución General N° 3073/2011.

Gráfico VI.8
Composición de la Recaudación Tributaria Nacional



diesel oil), los cuales no están alcanzados por los impuestos sobre los combustibles³⁴.

Respecto de los ingresos no tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), en lo que va de 2011 el BCRA transfirió al Tesoro Nacional (TN) \$5.250 millones en concepto de utilidades correspondientes al período 2010. Además, se contabilizaron alrededor de \$3.000 millones en concepto de rentas de la propiedad del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) administrado por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS). Así, considerando la evolución de la Recaudación y del resto de los ingresos, los recursos totales del SPNF totalizarían cerca de 31% del Producto a fines del corriente año, incluyendo la Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros recursos afectados a las provincias.

Gasto y Resultado

El gasto primario del SPNF creció 35% i.a. en los primeros ocho meses del año, superando la suba registrada en igual período de 2010. El alza fue impulsada principalmente por las Prestaciones previsionales, las Transferencias corrientes al sector privado y las Remuneraciones a los empleados públicos (ver Gráfico VI.9). De este modo, las erogaciones primarias acumuladas entre septiembre de 2010 y agosto de 2011 (incluyendo la Coparticipación federal de impuestos, las Leyes especiales y otros conceptos de afectación automática a las provincias) representaron aproximadamente 30% del PIB (ver Gráfico VI.10).

El gasto previsional mantuvo el ritmo de aumento exhibido en el primer semestre del año, acumulando un alza cercana a 37% i.a., básicamente a partir de las subas de haberes otorgadas en marzo de 2011 y septiembre de 2010³⁵ y del crecimiento de la cantidad de beneficiarios. Así, el gasto correspondiente a este rubro representó alrededor de 7,6% del Producto en los últimos 12 meses, con un alza de 0,3 p.p. respecto a igual período de un año atrás. En lo que resta del año, las prestaciones previsionales continuarían exhibiendo una importante dinámica, en función de la Ley de Movilidad Previsional que dispuso un ajuste de los haberes en septiembre de 2011 de 16,82%.

Las Transferencias corrientes al sector privado exhibieron una leve desaceleración en los últimos dos meses con relación al primer semestre del año, acumulando 36% i.a. entre enero y agosto (ver Gráfico VI.11). Los

Gráfico VI.9
Contribución al Aumento del Gasto Primario* del Sector Público Nacional no Financiero (acum. agosto de cada año)

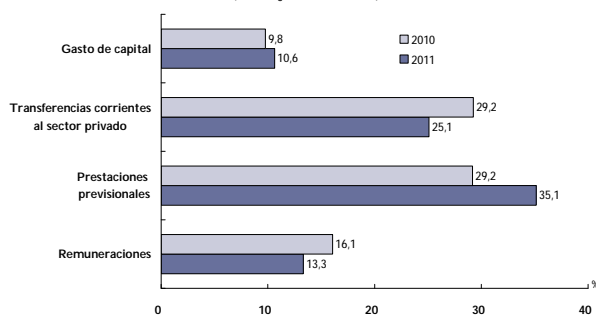
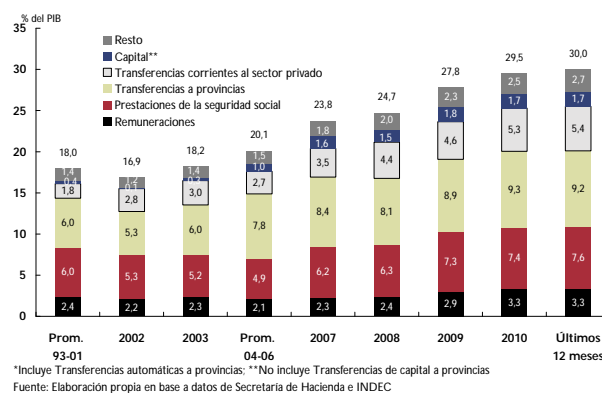
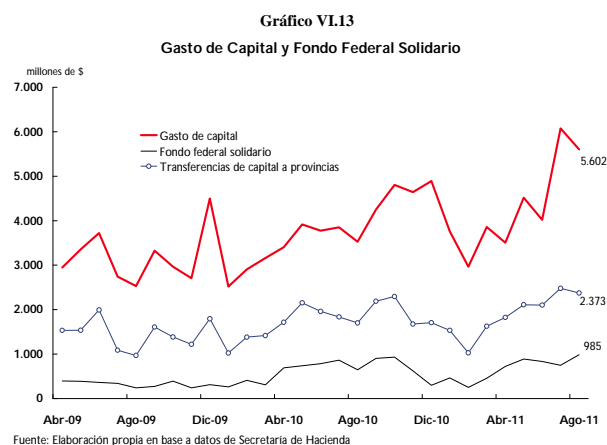
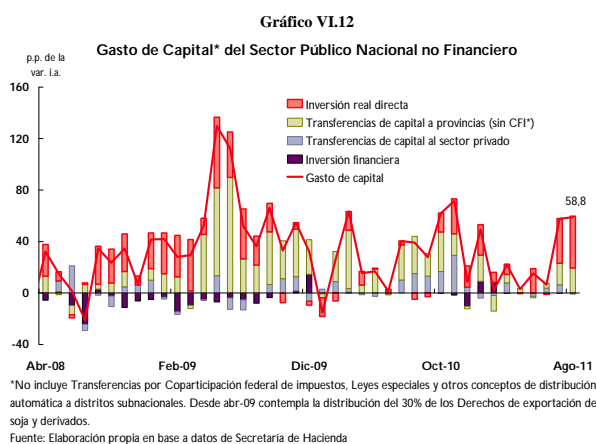
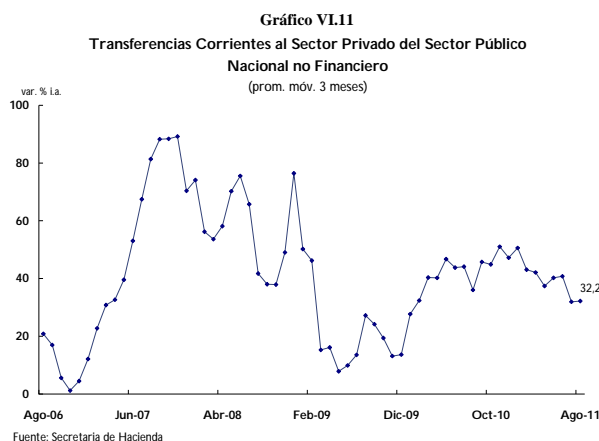


Gráfico VI.10
Composición del Gasto Primario* del Sector Público Nacional no Financiero



³⁴ Mediante la Ley N° 26093 se creó el Régimen de Promoción para la Producción y Uso Sustentable de Biocombustibles, que dispuso, a partir de enero de 2010, que las naftas, el gasoil y el diesel oil deben incluir, como mínimo, un 5% de biocombustibles. Posteriormente, en julio de 2010, el porcentaje de mezcla de biodiesel con gasoil se elevó al 7%.

³⁵ Según la Ley N° 26417 de Movilidad Previsional se dispusieron subas de 17,33% en marzo de 2011 y 16,9% en septiembre de 2010.



mayores giros están asociados principalmente a los subsidios al sector energético y al transporte público de pasajeros, a las mayores coberturas asistenciales administradas por el Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSSJyP; ex-PAMI) y al incremento de las Asignaciones familiares por hijo, que contemplan la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH). A fin de 2011 los giros corrientes al sector privado representarían alrededor de 5,6% del Producto (+0,7 p.p. i.a.), incluyendo, entre otros factores, el impacto de la decisión de aumentar el monto de la Asignación familiar por hijo en 22,7% y modificar la escala de remuneraciones y la suba del límite salarial para la percepción de asignaciones familiares establecidas en septiembre de este año³⁶.

Las Remuneraciones del sector público subieron cerca de 32% i.a. desde enero, influidas principalmente por la primera suba otorgada en el marco del ajuste total acordado para 2011³⁷ y el efecto pleno de las subas otorgadas en 2010. Adicionalmente, se registró un alza del empleo público durante el período³⁸.

Por su parte, las erogaciones de Capital aceleraron su incremento en los últimos dos meses con relación al primer semestre, cuando habían aumentado 15% i.a., pasando a crecer a tasas cercanas al 60% i.a., y acumulando en lo que va de 2011 una suba de 27% i.a. Este comportamiento obedece a la dinámica evolución de la Inversión Real Directa (IRD) y de las Transferencias de capital a provincias (ver Gráfico VI.12). Cabe destacar que los giros de capital a las provincias contemplan los montos distribuidos a través del Fondo Federal Solidario³⁹ (FFS; que destina a los distritos subnacionales el 30% de los Derechos de exportación de la soja y sus derivados), que entre enero y agosto totalizaron \$5.352 millones, implicando una suba del 14% i.a. (ver Gráfico VI.13). El gasto de capital (incluyendo las transferencias automáticas a provincias) representó alrededor de 3,3% del Producto durante los últimos 12 meses.

Así, el resultado primario del SPNF se mantuvo en terreno positivo, previéndose alcanzar nuevamente un saldo superavitario en todo 2011 (ver Gráfico VI.1).

Por otro lado, en el mes de septiembre el Gobierno Nacional elevó el mensaje del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2012 (PPN-12). De acuerdo al documento, el Resultado primario del SPNF para 2011 ascendería a \$26.792 millones (1,5% del PIB), implicando una tasa de variación de los ingresos similar a la registrada en lo que va del año y

³⁶ Según el Decreto N° 1482/2011, la asignación por hijo pasó de \$220 a \$270 mensuales. La aplicación de esta suba tendrá impacto en las finanzas públicas (base caja) en el mes de octubre.

³⁷ El sector público acordó una suba de salarios para 2011 de 10% en junio, 10% en agosto y 4% en diciembre.

³⁸ A junio de 2011, la variación interanual promedio de los últimos 4 trimestres de los puestos de trabajo del SPNF fue de 5% i.a., según el INDEC.

³⁹ Decreto N°206/2009.

una desaceleración en la tasa de aumento del gasto primario para los últimos meses del año (ver Apartado 3).

Para 2012 los ingresos continuarían creciendo, aunque a tasas más moderadas, comportamiento que se verificaría también en el Gasto primario.

Financiamiento

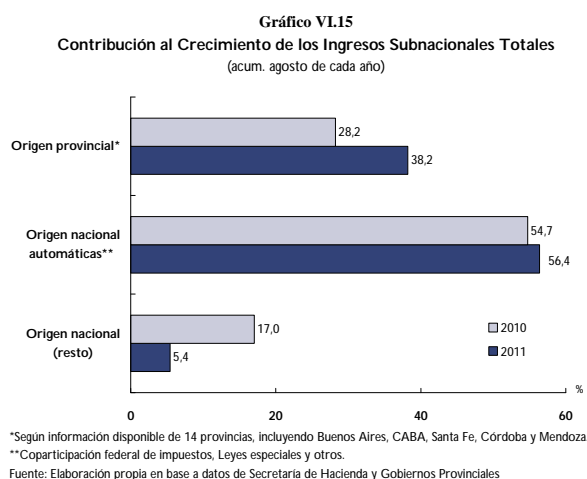
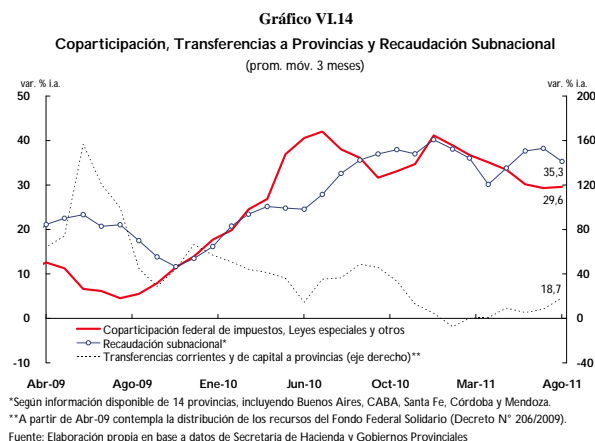
El Sector Público Nacional siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes domésticas intra sector público. En particular, se continuaron atendiendo los vencimientos de deuda con tenedores privados de deuda pública y con Instituciones Financieras Internacionales (IFI) a partir de la aplicación de las Reservas internacionales, utilizando entre enero y septiembre aproximadamente US\$6.900 millones. Para lo que resta del año se estima la continuidad de una política de financiamiento similar, que permitiría una nueva reducción del stock de deuda pública en manos de tenedores privados, llevando ese nivel en torno a 13% del PIB.

Finanzas Públicas Subnacionales

Los recursos tributarios propios de las provincias exhibieron una dinámica similar a la de la recaudación nacional, creciendo a tasas superiores al 30% i.a.

Por su parte, entre enero y septiembre fueron enviados fondos a las jurisdicciones subnacionales en concepto de Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros recursos de distribución automática, con una suba de 33% respecto del mismo período de 2010, principalmente a partir del desempeño de los recursos coparticipados (básicamente por la incidencia del IVA y del impuesto a las Ganancias; ver Gráfico VI.14).

Cabe destacar que en el acumulado del año las transferencias corrientes a las provincias prácticamente se mantuvieron en el mismo nivel que el año pasado. Esto podría obedecer al dinámico desempeño de los recursos tributarios propios de los estados subnacionales además de la suba en los automáticos de origen nacional. En tanto, las transferencias de capital a las jurisdicciones aumentaron 15% i.a. excluyendo los giros asociados al FFS, a partir de la aceleración registrada por este rubro en los últimos dos meses (en el primer semestre el aumento había sido de apenas 2% i.a.). Así, el aporte de los giros discrecionales del Gobierno Nacional al crecimiento de los ingresos subnacionales totales acumulado a agosto de 2011 se redujo respecto de igual período de 2010 (ver Gráfico VI.15). De esta manera, el consolidado provincial cerraría el año 2011 con un resultado financiero en equilibrio.



Apartado 3 / Principales aspectos del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2012

En el mes de septiembre el Poder Ejecutivo elevó al Congreso Nacional el mensaje del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2012 (PPN-12).

Los supuestos macroeconómicos incluidos en el documento consideran un crecimiento de la economía de 8,3% en 2011 y 5,1% en 2012. La expansión prevista para 2012 sería impulsada nuevamente por el Consumo y la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), que aportaría casi 4 puntos porcentuales (p.p.) al crecimiento, manteniendo la tasa de inversión en términos elevados (23,9% del PIB). Por su parte, y al igual que en 2011, las Exportaciones Netas (XN) contribuirían negativamente al aumento del Producto. El PIB nominal exhibiría una suba de 17,7% interanual (i.a.) y la Balanza comercial totalizaría US\$8.579 millones. Por último, el PPN-12 estima que el tipo de cambio promedio para 2012 será de \$4,40/US\$ (ver Cuadro 1).

Cuadro 1 | PPN-12: Supuestos Macroeconómicos

Concepto	2010	PPN-11 para 2011	PPN-12		Expectativas del Mercado - REM ¹ (2012)	Diferencia PPN-12 vs. REM (2012)
			2011	2012		
PIB real (var. % i.a.)	9,2	4,3	8,3	5,1	5,0	0,1
Precios Implícitos del PIB ² (var. % i.a.)	15,3	10,9	13,4	12,0	17,9	-5,9
PIB nominal (mill. de \$)	1.442,7	1.618,0	1.771,1	2.085,3	2.265,5	-180,2
IPC GBA (prom. var. % i.a.)	10,5	8,9	9,9	9,2	11,2	-2,0
Tipo de Cambio \$/US\$ ³ (prom. anual)	3,91	4,10	4,11	4,40	4,90	-0,50
Balanza Comercial (mill. de US\$) ⁴	11.630	9.868	9.035	8.579	4.372	4.207

¹ Relevamiento de Expectativas de Mercado. Resultados de septiembre de 2011.

² Variable implícita en los resultados, no relevada directamente por el REM.

³ En el caso del REM, corresponde a la media del pronóstico de tipo de cambio promedio para los meses de diciembre de 2011 y de 2012.

⁴ Cálculo realizado tomando en cuenta Exportaciones FOB e Importaciones CIF.

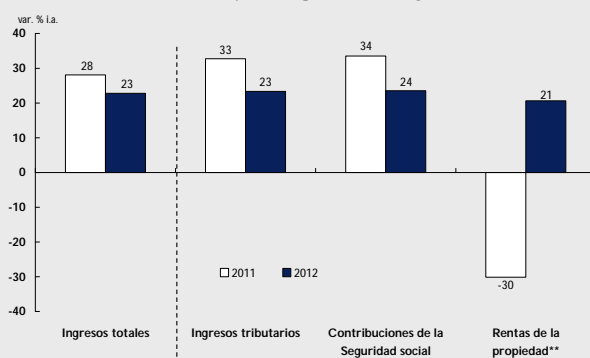
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Proyectos de Ley de Presupuesto Nacional 2011 y 2012, INDEC y BCRA

El PPN-12 prevé una moderación en el ritmo de crecimiento de los ingresos del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), que registrarían un nuevo máximo en relación con el PIB. Los gastos primarios mostrarían una desaceleración de su expansión de mayor magnitud, de manera que el resultado primario se mantendría en terreno positivo y mejoraría respecto de lo estimado para 2011. El financiamiento contempla básicamente fuentes domésticas e intra sector público.

El Gobierno Nacional proyecta que la relación recaudación/PIB se eleve desde 30,6% este año a 32,0% en 2012, alcanzando de esta manera un nuevo récord histórico. El alza en los Ingresos tributarios sería impulsada principalmente por el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y los recursos de la Seguridad social. Adicionalmente, contempla dentro de los Ingresos no tributarios del SPNF transferencias de utilidades del BCRA al Tesoro Nacional (TN) para el año por \$9.000 millones y rentas de la propiedad originadas en activos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) administrado por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) por \$10.400 millones (ver Gráfico 1).

Para el próximo año, el PPN-12 pronostica un crecimiento de los gastos primarios del SPNF de 18,4% i.a. en 2012, totalizando \$499.943 millones (24% del PIB). Los rubros que impulsarían el crecimiento de las erogaciones primarias son las prestaciones de la Seguridad social (22,1% i.a.), el gasto de Capital (18,7% i.a.), el gasto en Personal (17,7% i.a.) y las Transferencias corrientes (15% i.a.; ver Cuadro 2).

Gráfico 1 | PPN-12: Proyecciones por Rubro de Ingresos del SPNF*



*Sector Público Nacional no Financiero; **Incluye transferencias de utilidades del BCRA al Tesoro Nacional y rentas de la propiedad de la ANSES-FGS

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda y Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2012

La dinámica del gasto presupuestado prevé, además del impacto pleno de los aumentos jubilatorios otorgados durante 2011, dos subas en las Prestaciones previsionales (en marzo y septiembre), de acuerdo con la Ley de Movilidad Previsional⁴⁰.

Cuadro 2 | PPN-12: Gastos Corrientes y de Capital del SPNF*

CONCEPTO	PPN-11 2011		2011		PPN-12 2012		Var. i.a. en p.p.
	mill. de \$	% del PIB	mill. de \$	% del PIB	mill. de \$	% del PIB	
Gastos Corrientes	352.173	21,8	403.319	22,8	479.678	23,0	76.359,3
Remuneraciones	53.529	3,3	61.495	3,5	72.370	3,5	10.874,8
Bienes y Servicios	18.907	1,2	21.997	1,2	24.870	1,2	2.873,1
Intereses	37.703	2,3	37.899	2,1	47.131	2,3	9.232,3
Prestaciones de la Seguridad Social	128.818	8,0	144.482	8,2	176.440	8,5	31.957,6
Transferencias	105.379	6,5	125.351	7,1	144.145	6,9	18.794,5
Otros Gastos Corrientes	7.838	0,5	12.096	0,7	14.723	0,7	2.627,0
Gastos de Capital	53.547	3,3	56.765	3,2	67.396	3,2	10.630,9
Gastos Primarios	368.018	22,7	422.186	23,8	499.943	24,0	77.757,9
TOTAL GASTOS	405.720	25,1	460.084	26,0	547.075	26,2	86.990,2

*Sector Público Nacional no Financiero

Fuente: Proyectos de Ley de Presupuesto Nacional 2011 y 2012

De esta manera, el PPN-12 estima que el SPNF alcanzaría un superávit primario en 2012 de \$51.339 millones (2,5% del PIB; ver Cuadro 3).

Los intereses considerados en el PPN-12 para 2012 totalizan \$47.131 millones (2,3% del PIB), cuyo aumento respecto a 2011 se explica en gran medida por el mayor pago del cupón ligado al PIB.

⁴⁰ Ley N° 26417.

Con relación a las finanzas públicas subnacionales, de acuerdo al documento oficial, durante 2010 el consolidado provincial registró un superávit primario de 1,26% del Producto y financiero de 0,99% del PIB. Para el presente año prevé que el resultado financiero se aproxime al equilibrio, destacando que sólo algunas jurisdicciones necesitarían asistencia financiera por parte del Gobierno Nacional. En tanto, para el próximo año proyecta una evolución fiscal favorable, aunque condicionada a la volatilidad financiera internacional.

Cuadro 3 | PPN-12: Resultado del SPNF*

	PPN-11 2011		Proyecto de Ley de Presupuesto 2012				Variación	
	2011		2011		2012		PPN-12 (2012-2011)	
	mill. de \$	% del PIB	mill. de \$	% del PIB	mill. de \$	% del PIB	mill. de \$	p.p. del PIB
Recursos Totales	407.769	25,2	448.978	25,3	551.283	26,4	102.305	1,1
Gasto Primario	368.018	22,7	422.186	23,8	499.943	24,0	77.758	0,1
Resultado Primario	39.751	2,46	26.792	1,5	51.339	2,5	24.547	0,9
Intereses	37.703	2,33	37.899	2,1	47.131	2,3	9.232	0,1
Resultado Financiero	2.048	0,13	-11.107	-0,6	4.208	0,2	15.315	0,8

* Sector Público Nacional no Financiero
Fuente: Proyectos de Ley de Presupuesto Nacional 2011 y 2012

Respecto a la relación Nación-Provincias, se proyectan durante 2012 nuevos desembolsos brutos en concepto del Programa de Sustentabilidad de las Finanzas Provinciales, por un total de \$14.954 millones. Los recuperos de capital por préstamos de períodos previos se elevan a \$3.952 millones, en concepto básicamente de préstamos a Provincias por parte de Instituciones Financieras Internacionales (IFI) y de la asistencia financiera de la Nación. De esta manera, la Nación giraría en términos netos a los estados subnacionales alrededor de \$11.000 millones durante 2012, cifra superior a lo presupuestado en los últimos años. Cabe destacar que en 2012 las jurisdicciones deben comenzar a hacer frente a los compromisos que fueron reestructurados en 2010, y que dieron lugar a una mejora en sus condiciones financieras, con un período de dos años de gracia⁴¹.

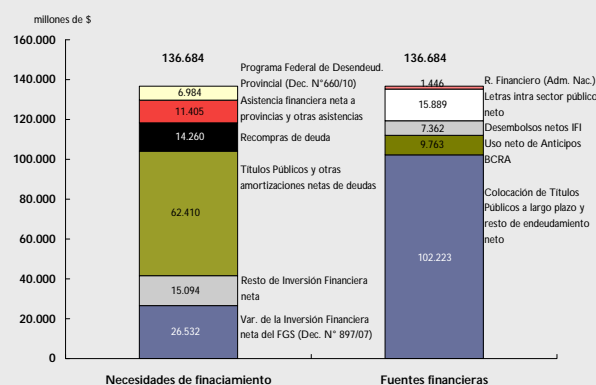
De acuerdo al PPN-12 durante el próximo año la Administración Nacional deberá afrontar servicios de capital por \$176.366 millones (8,5% del PIB), compuestos principalmente por la cancelación de Adelantos Transitorios (AT) del BCRA al TN (\$55.735 millones), Letras del TN (\$18.236 millones), Títulos Públicos (\$13.978 millones), Préstamos del Banco de la Nación Argentina (BNA; \$9.839 millones), IFI (\$7.695 millones) y Préstamos Garantizados (\$1.070 millones).

Por otra parte, el proyecto 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\$9.178 millones para financiar obras públicas y el otorgamiento de avales del TN por hasta US\$27.885 millones.

⁴¹ La reestructuración de los pasivos subnacionales se dio en el marco de la creación del Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas, instrumentado a partir de lo dispuesto en el Decreto N° 660/2010. Para mayor información ver el **Informe de Inflación** correspondiente al Tercer Trimestre de 2010.

Las fuentes de financiamiento previstas incluyen la emisión neta de Letras intra sector público por \$15.889 millones, el otorgamiento neto de AT del BCRA al TN por \$9.763 millones y desembolsos netos de IFI por \$7.362 millones. El monto remanente de aproximadamente \$102.186 millones sería cubierto a partir de emisiones de Títulos Públicos de largo plazo, que contemplan la emisión de Letras Intransferibles al BCRA como contrapartida de una nueva integración del Fondo del Desendeudamiento Argentino⁴² con Reservas internacionales de libre disponibilidad del BCRA, por un monto de hasta US\$5.674 millones (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | PPN-12: Fuentes y Aplicaciones Financieras de la Administración Nacional



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2012

⁴² Decreto N° 298/2010.

VII. Política Monetaria y Mercado de Activos

VII.1 Síntesis

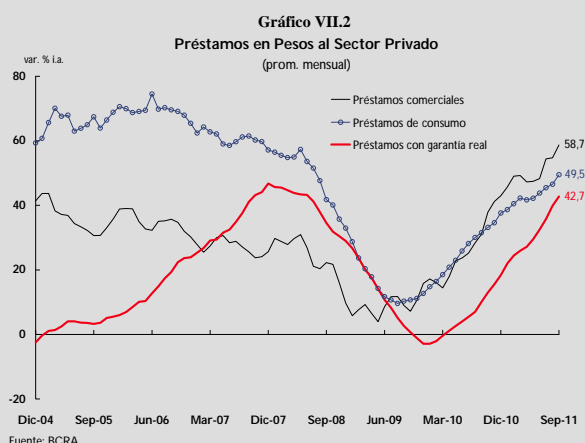
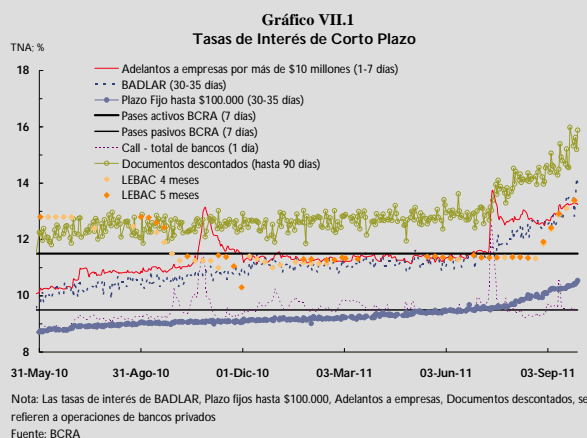
En el tercer trimestre de 2011 se cumplió nuevamente con la meta establecida en el Programa Monetario (PM). El agregado monetario M2 creció 5,2% en el trimestre y acumuló respecto a diciembre un crecimiento de 18,4%, apenas 0,5 puntos porcentuales (p.p.) por encima del escenario base proyectado en el PM. La trayectoria del M2 privado fue también consistente con la meta anual fijada para fin de año en el PM, que en su escenario base estipula un crecimiento de 29,2% en el año. Por su parte, el agregado en pesos más amplio, M3, registró un crecimiento de 7% en el trimestre, impulsado por el dinamismo verificado por los depósitos a plazo fijo del sector público, y también, aunque en menor medida, por los del sector privado.

El principal factor de expansión del M2 en pesos continuó siendo el aumento de los préstamos en pesos al sector privado. También las operaciones del sector público tuvieron un efecto expansivo sobre la base monetaria, aunque su magnitud fue superada por el aumento de sus depósitos a plazo, por lo cual, en términos netos, el sector público tuvo un efecto directo contractivo sobre el total de los medios de pago. Durante el trimestre la intervención del BCRA en el mercado de cambios —para abastecer la demanda de moneda extranjera característica de los períodos pre-electorales— operó con efecto contractivo.

Con el fin de promover el ahorro en pesos, el Banco Central convalidó subas en las tasas de interés de corte de las subastas semanales de Letras (LEBAC). También, suministró la liquidez necesaria para permitir que los bancos continuaran manteniendo el dinamismo en el otorgamiento de préstamos, en un contexto en el que los depósitos crecieron a una tasa menor y con el objetivo de sostener la dinámica —virtuosa— del crédito a la producción y la inversión.

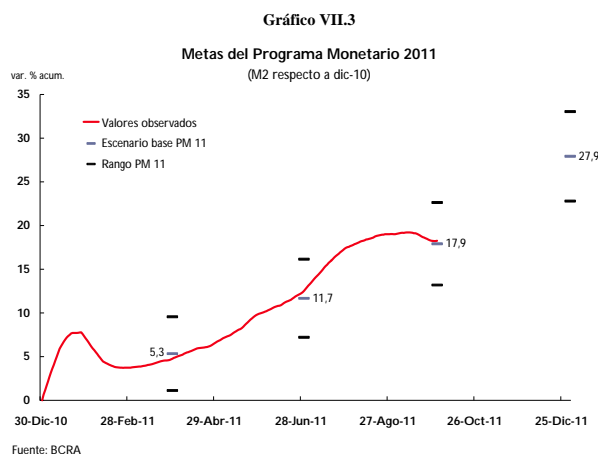
En línea con el comportamiento de las tasas de interés de los títulos del Banco Central, las principales tasas de interés del mercado monetario presentaron aumentos en el trimestre. Entre las tasas de interés pasivas, la de depósitos mayoristas BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) de bancos privados registró un aumento de 1,8 p.p. en el trimestre, ubicándose en septiembre en 13,1% en promedio, mientras que la del tramo minorista (hasta \$100 mil) subió 0,8 p.p. para ubicarse en 10,3%. También se observaron subas en todas las tasas de interés activas, de hasta 1,8 p.p. como en el caso de los documentos descontados, o de apenas 0,3 p.p. como en el caso de los créditos hipotecarios. En el mercado interbancario se observaron aumentos puntuales y transitorios en las tasas de interés (call) a mediados de julio y septiembre, que se revirtieron rápidamente. La tasa promedio en septiembre se ubicó en 9,7%, apenas 0,2 p.p. mayor que la registrada en junio.

Los préstamos en pesos al sector privado crecieron \$27.000 millones (14,1%) en el trimestre, el mayor incremento trimestral desde la salida de la crisis 2001–2002. Por lo tanto, continuaron acelerando su tasa de variación interanual, que en septiembre se ubicó por encima del 50%. El crecimiento de los préstamos continúa siendo liderado por los créditos comerciales, que desde octubre de 2010 están creciendo por encima de las líneas destinadas a financiar el consumo de los hogares. Los préstamos asociados a la actividad comercial crecieron en el trimestre \$13.370 millones (16,9%), registrando una tasa de variación interanual de 58,3%, ampliando a 9,4 p.p. la brecha respecto al crecimiento de las financiamientos al consumo.



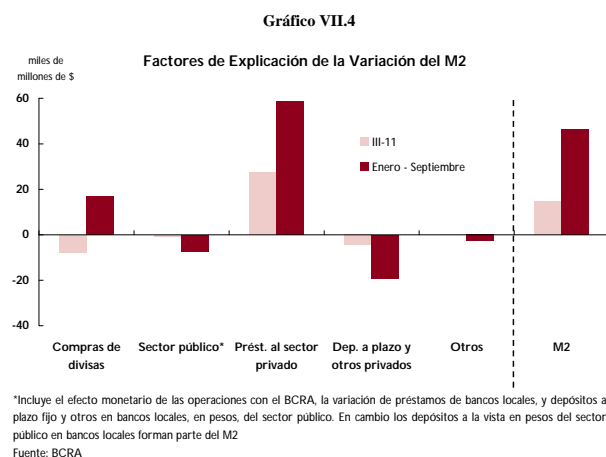
VII.2 Política Monetaria

Agregados Monetarios y Metas Cuantitativas



Los medios de pagos totales (M2)⁴³ se ubicaron en septiembre nuevamente dentro de las metas establecidas en el Programa Monetario (PM). El M2 acumuló con respecto a diciembre un crecimiento de 18,4%, apenas 0,5 puntos porcentuales (p.p.) por encima del escenario base proyectado en el PM (ver Gráfico VII.3), alcanzando un aumento de 5,2% trimestral (34,9% interanual —i.a.—). Durante los primeros nueve meses de 2011 la trayectoria del M2 privado también fue consistente con la meta anual fijada para fin de año en el PM, que en su escenario base estipula un crecimiento anual de 29,2% para este agregado.

El principal factor de expansión del M2 en pesos continuó siendo el aumento de los préstamos en pesos al sector privado. En efecto, estas financiaciones siguieron acelerando su ritmo de expansión interanual, con una destacada performance de las líneas comerciales, que continuaron expandiéndose por encima de las líneas destinadas a financiar el consumo de los hogares (ver subsección Políticas de financiamiento productivo y crédito al sector privado). También las operaciones del sector público tuvieron un efecto expansivo sobre la base monetaria, aunque su magnitud fue superada por el aumento de sus depósitos a plazo, por lo cual, en términos netos, el sector público tuvo un efecto directo contractivo sobre el total de los medios de pago (ver Gráfico VII.4). Durante el trimestre la intervención del BCRA en el mercado de cambios —para abastecer la demanda de moneda extranjera característica de los períodos preelectorales y controlar la volatilidad del tipo de cambio— operó con efecto contractivo.

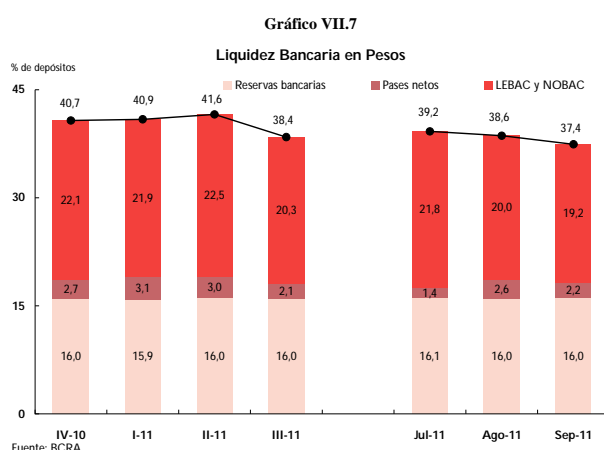
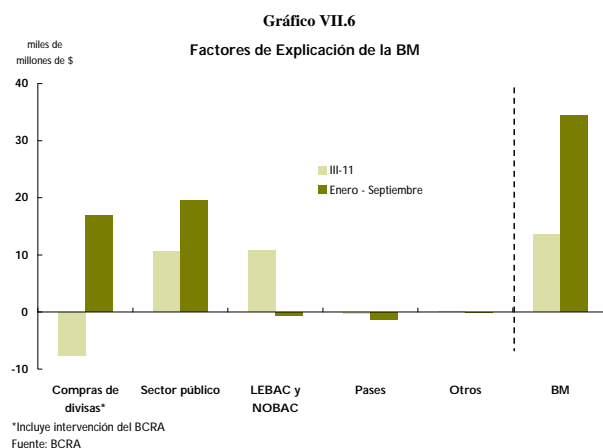
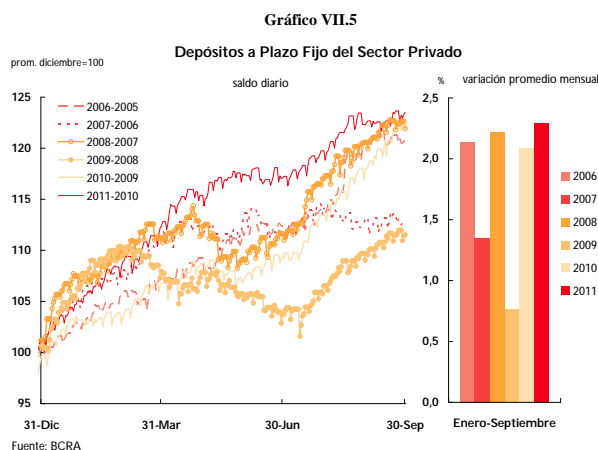


El agregado en pesos más amplio, M3⁴⁴, registró un crecimiento de 7% en el trimestre (36,2% i.a.), impulsado por el dinamismo verificado por los depósitos a plazo fijo del sector público, y también, aunque en menor medida, por los del sector privado.

En particular, las colocaciones a plazo fijo del sector privado crecieron 4,7% (30,1% i.a.), pero su evolución no fue homogénea en el transcurso del trimestre. Detuvieron su expansión en septiembre, acorde a la incertidumbre característica de los períodos preelectorales que suelen generar un mayor grado de dolarización de los portafolios, proceso que en esta oportunidad se combinó con el deterioro en las perspectivas de la coyuntura interna-

⁴³ El M2 incluye el circulante en poder del público, el saldo de cheques cancelatorios en pesos en circulación y los depósitos en cuenta corriente y en caja de ahorros, en pesos, de los sectores público y privado no financieros.

⁴⁴ El M3 incluye el circulante en poder del público, el saldo de cheques cancelatorios en pesos en circulación y el total de depósitos en pesos de los sectores público y privado no financieros.



cional. Así, el aumento trimestral de las colocaciones a plazo fijo del sector privado estuvo por debajo del observado durante el mismo período en años previos. No obstante, debido al buen desempeño que los depósitos a plazo mostraron durante el primer semestre, en los primeros 9 meses de 2011 completaron un crecimiento promedio mensual de 2,3%, algo mayor al observado en los años previos (ver Gráfico VII.5).

Los depósitos en moneda extranjera del sector privado registraron un incremento de 10,4% (27,6% i.a.), parcialmente impulsados por el cobro de los servicios del Boden 2012 y el cambio de portafolio hacia activos en moneda extranjera. Por su parte, los depósitos del sector público mostraron caídas que compensaron el mencionado aumento de aquellos del sector privado. De esta forma, el agregado más amplio, M3*, que incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios y el total de depósitos en pesos y en moneda extranjera (expresados en pesos) de los sectores privado y público no financieros, mostró un aumento de 6,5% (33,2% i.a.).

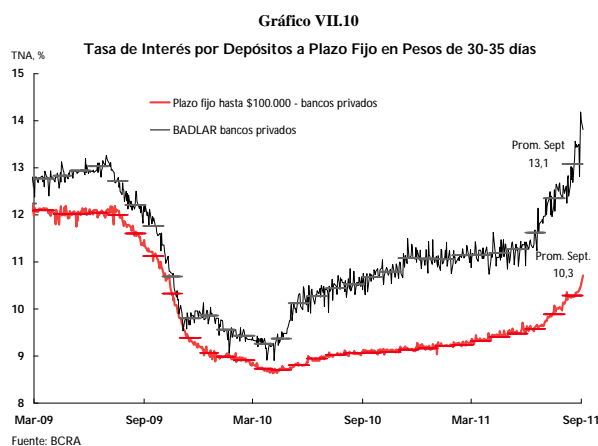
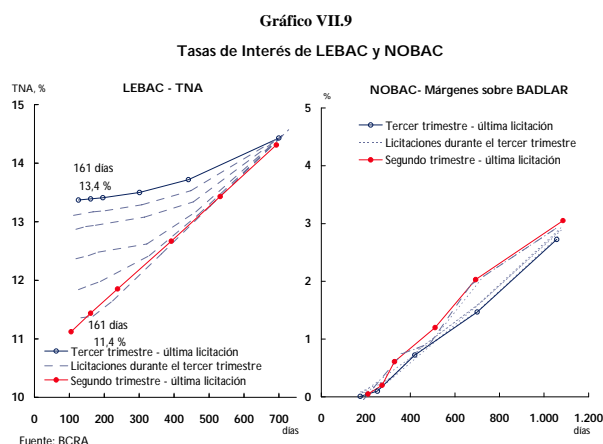
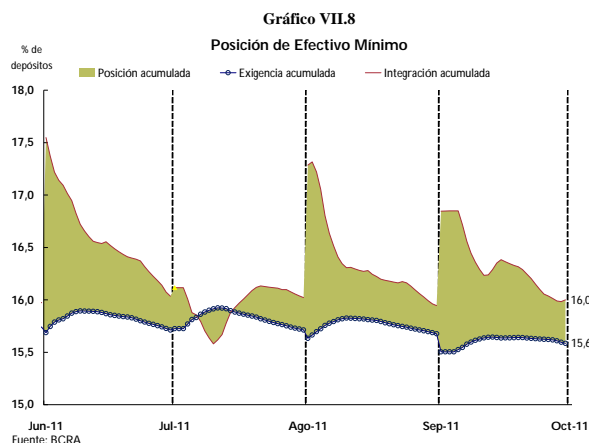
Esterilización

Para reducir la volatilidad de las tasas de interés de corto plazo y permitir que los bancos continuaran manteniendo el dinamismo en el otorgamiento de créditos, a pesar de que sus fuentes de fondeo crecieron a un ritmo menor, el Banco Central compensó el efecto contractivo generado por la intervención cambiaria renovando sólo parcialmente los vencimientos de Letras y Notas del Banco Central (LEBAC y NOBAC), lo que generó una caída en la circulación de esos títulos (ver Gráfico VII.6).

Como resultado, la liquidez amplia⁴⁵ de las entidades disminuyó 3,1 p.p. en el tercer trimestre y finalizó en 38,4% del total de los depósitos en pesos (ver Gráfico VII.7). Las reservas bancarias se mantuvieron constantes en términos de los depósitos, mientras que los pases netos y las Letras y Notas disminuyeron (1 p.p. y 2,2 p.p., respectivamente).

La posición de Efectivo Mínimo (EM) arrojó un excedente de aproximadamente 0,3% de los depósitos en julio y agosto, mientras que se elevó levemente a 0,4% de los depósitos en septiembre (ver Gráfico VII.8). Para el segmento en moneda extranjera, la posición de EM arrojó en septiembre un excedente de 37% del total de depósitos en dólares. En el trimestre se redujo 2,4 p.p. a causa de una mayor aplicación de recursos en moneda ex-

⁴⁵ La liquidez amplia de las entidades financieras está compuesta por las reservas bancarias y las tenencias de instrumentos de regulación. A su vez, las reservas bancarias están compuestas por el dinero en efectivo y los saldos en cuenta corriente de los bancos en el Banco Central, y responden en parte al cumplimiento de los requerimientos de Efectivo Mínimo (EM) o encajes obligatorios y, en parte, al excedente que las entidades financieras elijan tener voluntariamente. Los instrumentos de regulación monetaria, por su parte, están compuestos por los pases pasivos con el Banco Central y las tenencias de LEBAC y NOBAC.



tranjera al otorgamiento de préstamos destinados a las actividades ligadas al sector exportador.

Tasas de Interés⁴⁶

Con el fin de promover el ahorro en pesos, el Banco Central convalidó subas en las tasas de interés de corte de las subastas semanales de los títulos que emite, especialmente en aquellas especies de menor plazo, manteniendo prácticamente sin cambios las tasas de interés de las de mayor plazo. En efecto, en las tasas de interés de las especies más operadas en el trimestre, cuyos vencimientos varían entre los 4 y 6 meses de plazo, se registró un aumento de 2 p.p. comparando las últimas licitaciones de cada trimestre (ver Gráfico VII.9). Por el contrario, los márgenes pagados por las NOBAC se mantuvieron o incluso se redujeron levemente, lo cual contrarrestó en parte el aumento gradual evidenciado a lo largo del trimestre en la BADLAR⁴⁷ de bancos privados sobre la que estos *spreads* se aplican.

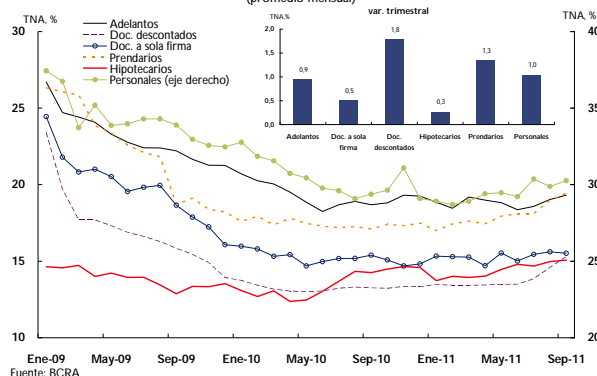
En línea con el comportamiento de las tasas de interés de los títulos del Banco Central, las tasas de interés pasivas de las entidades privadas iniciaron una fase ascendente. El promedio de la BADLAR de bancos privados de septiembre registró un aumento de 1,8 p.p. respecto al de junio, ubicándose en 13,1%. Siguiendo esta tendencia, la tasa de interés del tramo minorista (hasta \$100 mil) se ubicó en 10,3%, tras registrar una suba de 0,8 p.p. en el trimestre (ver Gráfico VII.10).

Las tasas de interés activas mostraron un comportamiento acorde con las pasivas, registrándose aumentos en todas sus líneas. El mayor incremento del período se observó en la tasa de interés de los documentos descontados que, tras varios meses de permanecer prácticamente sin cambios, aumentó 1,8 p.p., ubicándose en septiembre en 15,3%. Por su parte, la tasa de interés promedio de los documentos a sola firma, a pesar de ser ésta una línea con operaciones a mayor plazo que la anterior, mostró niveles similares a la de los documentos descontados y evidenció un aumento de sólo 0,5 p.p. respecto al trimestre anterior. Esto ocurrió como consecuencia de la participación dentro del segmento de documentos a sola firma de los préstamos del bicentenario, cuyas tasas de interés inferiores explicaron, en parte, el menor incremento en la tasa de interés promedio de la línea. Adicionalmente se evidenciaron aumentos (de entre 1,3 p.p. y 0,9 p.p.) en las tasas de interés de los préstamos prenda-rios, los personales y adelantos, mientras que en el caso

⁴⁶ Las tasas de interés que se mencionan en esta sección se refieren a tasas nominales anuales (TNAs).

⁴⁷ La BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) es la tasa de interés por depósitos a plazo fijo, de más de un millón de pesos y a un plazo de 30 a 35 días.

Gráfico VII.11

Tasas de Interés Activas
(promedio mensual)

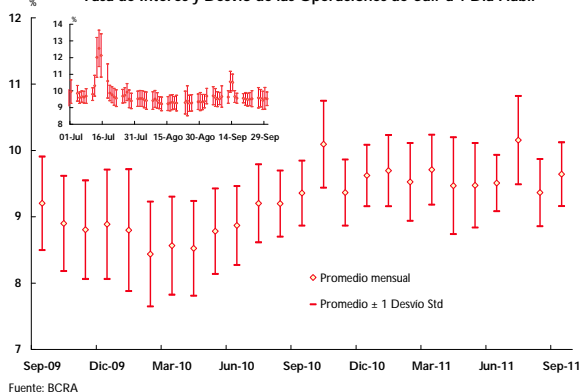
de los créditos hipotecarios la suba fue de apenas 0,3 p.p. (ver Gráfico VII.11).

Por otra parte, el Banco Central mantuvo las tasas de interés de sus operaciones de pase en los mismos niveles vigentes desde octubre de 2009 (9,0% y 9,5% para los pases pasivos a 1 y 7 días de plazo, y 11,0% y 11,5% para las de sus pases activos a 1 y 7 días de plazo, respectivamente). El saldo de pases se redujo fuertemente al inicio del trimestre, descendiendo en julio hasta un nivel menor a los \$7.000 millones, el mínimo saldo desde fin de 2009, aunque se fueron recuperando hasta ubicarse en septiembre en torno a los \$10.600 millones, nivel similar al de junio.

En el segmento a 1 día hábil del mercado interbancario, *call*, se observaron aumentos puntuales y transitorios en las tasas de interés a mediados de julio y septiembre, alcanzando picos de 12,6% y 10,6% respectivamente, que se revirtieron rápidamente. La tasa promedio en septiembre se ubicó en 9,7%, apenas 0,2 p.p. mayor que la registrada en junio. También en esos momentos se elevó transitoriamente la volatilidad, aunque las medidas de dispersión retornaron hacia fin del trimestre a los mínimos valores registrados en marzo y junio (ver Gráfico VII.12).

La tasa de interés promedio en el mercado de pases entre entidades financieras (excluyendo las operaciones del Banco Central) a 1 día hábil se movió en línea con la del mercado interbancario, también promediando en septiembre 9,7%, tasa 0,2 p.p. superior a la de fines del trimestre anterior.

Gráfico VII.12

Tasa de Interés y Desvío de las Operaciones de *Call* a 1 Día Hábil

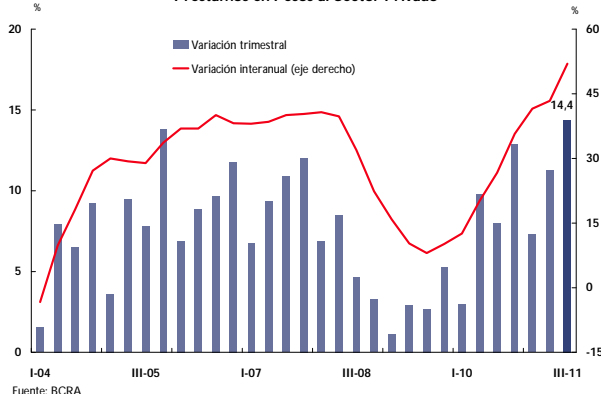
Políticas de Financiamiento Productivo y Crédito al Sector Privado⁴⁸

En el tercer trimestre del año, los préstamos en pesos al sector privado crecieron \$27.640 millones (14,4%), registrando el mayor incremento trimestral desde la salida de la crisis 2001–2002. De esta manera, continuaron acelerando su tasa de variación interanual, que en septiembre se ubicó por encima del 50% (ver Gráfico VII.13).

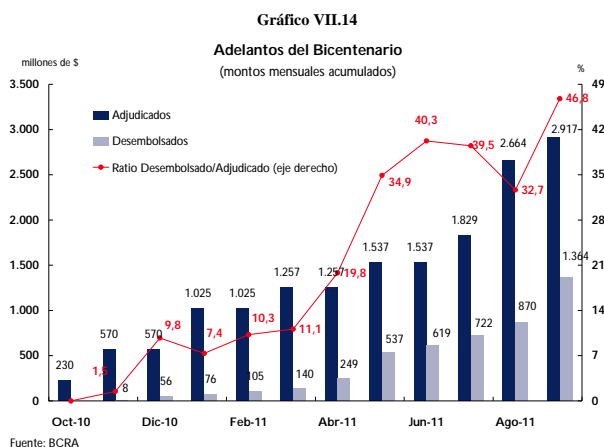
El crecimiento de los préstamos está siendo liderado por los créditos comerciales, que desde octubre de 2010 están creciendo por encima de las líneas destinadas a financiar el consumo de los hogares. Los préstamos asociados a la actividad comercial crecieron en el trimestre \$13.590 millones (17,1%), registrando una tasa de variación interanual de 58,7%, ampliando a 9,2 p.p. la brecha respecto al crecimiento de las financiaciones al consumo. Los préstamos orientados fundamentalmente al consumo aumentaron en el trimestre \$9.920 millones

Gráfico VII.13

Préstamos en Pesos al Sector Privado



⁴⁸ Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y Fideicomisos Financieros que, si bien alteran los saldos contables, no afectan al financiamiento otorgado.



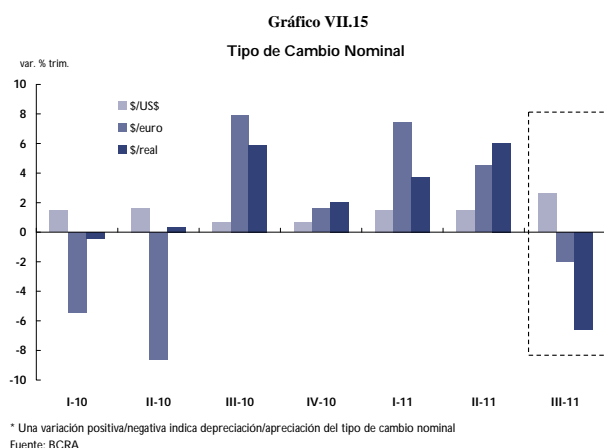
(12,7%) acelerando también, aunque algo menos, su ritmo de expansión con respecto al trimestre previo. En el caso de los préstamos con garantía real, en el trimestre aumentaron \$4.135 millones (12%), la mayor tasa de expansión trimestral desde el último trimestre de 2007.

Por su parte, los préstamos en moneda extranjera al sector privado, esencialmente al sector exportador, continuaron creciendo, registrando en el tercer trimestre del año un aumento de US\$765 millones (8,7%), llevando su crecimiento interanual hasta 49,1%.

El Banco Central continuó licitando fondos en el marco de su Programa de Financiamiento del Sector Productivo del Bicentenario (PFPB) con el fin de aumentar la oferta de crédito a la producción. Hasta el momento se llevan adjudicados fondos por \$2.917 millones, de los cuales \$1.380 millones corresponden a las licitaciones realizadas en el último trimestre (ver Gráfico VII.14). Asimismo, desde el inicio del PFPB se desembolsaron \$1.364 millones, que fueron destinados a financiar proyectos productivos de empresas de diversos sectores, entre los que se destaca la industria manufacturera.

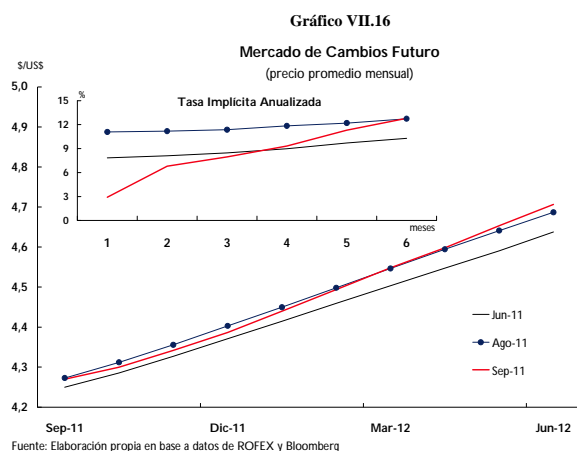
Reservas Internacionales y Mercado Cambiario

En el mencionado contexto de mayor dolarización de portafolios, el peso aceleró su ritmo de depreciación con relación al dólar estadounidense, al aumentar en septiembre 2,6% con respecto a junio, en comparación con el 1,5% de cada uno de los trimestres anteriores. En cambio el peso se apreció respecto al real (6,6%) y al euro (2%), dada la mayor depreciación de estas monedas respecto al dólar estadounidense (ver Gráfico VII.15).



En el mercado a futuro (ROFEX), en agosto las cotizaciones se elevaron a lo largo de todo el tramo de la curva, entre 2 y 3 centavos para los contratos más próximos y hasta 5 centavos en los de mayor plazo. No obstante, en septiembre esta alza se moderó para los contratos con vencimiento en lo que resta del año. En este sentido, las tasas implícitas anualizadas de los contratos celebrados se habían desplazado verticalmente en agosto para todos los plazos, y se redujeron en septiembre, especialmente para los contratos con vencimientos más próximos (ver Gráfico VII.16). El monto negociado en el mercado aumentó más del 13% en el trimestre, siendo el promedio en septiembre de \$1.300 millones.

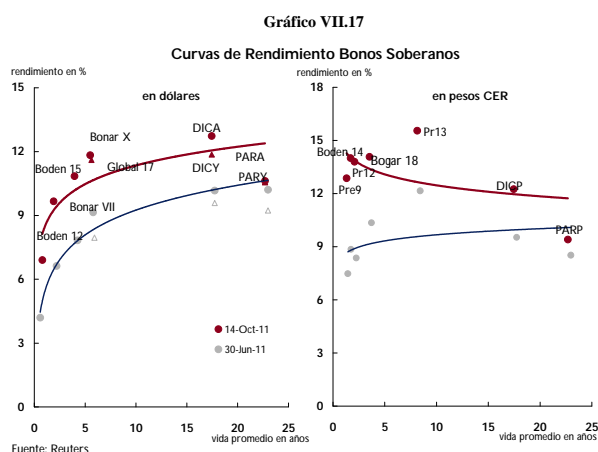
En el trimestre las Reservas internacionales se redujeron US\$3.100 millones, finalizando el último día de septiembre en US\$48.590 millones. Esta caída se explica fundamentalmente por la intervención del Banco Central en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) por



US\$2.700 millones, a fin de reducir la volatilidad en el tipo de cambio, y por el pago de un nuevo servicio de deuda pública denominada en dólares (Boden 2012) por US\$2.200 millones.

VII.3 Otros Activos

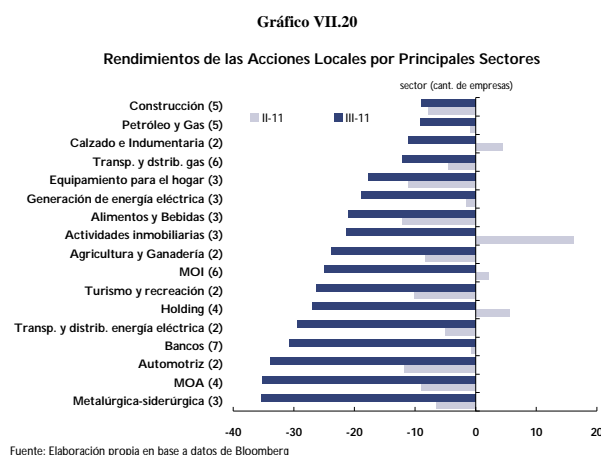
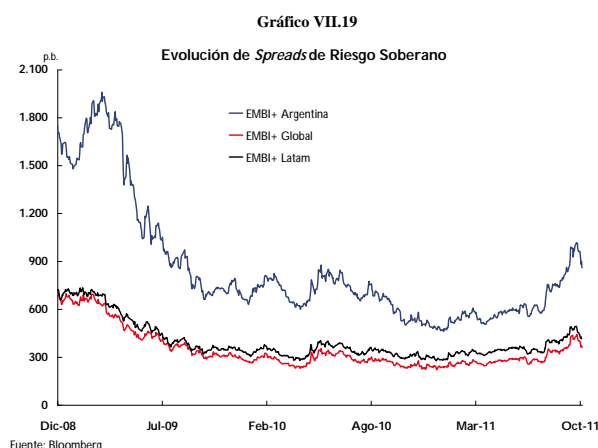
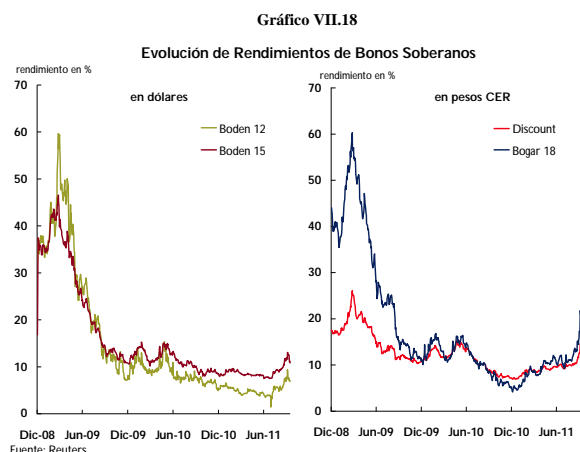
La crisis de deuda en Europa y las preocupaciones con respecto al crecimiento en los EE.UU. afectaron el desempeño de los mercados financieros internacionales en los últimos meses, con impacto sobre los mercados financieros de las economías emergentes. Los mercados financieros locales también se vieron presionados, con efecto sobre las cotizaciones de los activos de renta fija y de renta variable. Las pérdidas fueron más marcadas que las de los dos trimestres anteriores, con rendimientos que resultan negativos en lo que va del año para la mayor parte de los grupos de activos. No obstante, considerando otros episodios de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales, hasta el momento el deterioro ha sido acotado, al tiempo que en las últimas semanas se observó un comportamiento más favorable. Las operaciones de financiamiento en el mercado de capitales evidenciaron una importante disminución trimestral en términos de los montos colocados en Fideicomisos Financieros (FF), incluyendo aquellos dedicados a infraestructura, y en Obligaciones Negociables (ON), mientras que volvió a incrementarse la negociación de cheques de pago diferido.



Entre los títulos públicos, las mermas en los precios fueron generalizadas para los distintos segmentos, aunque más pronunciadas en aquellos en pesos con ajuste CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia; ver Gráfico VII.17). En términos de rendimientos, esto implicó ampliaciones para los bonos en dólares entre fines de junio y mediados de octubre que fueron en promedio cercanas a los 250 puntos básicos (p.b.), siendo más pronunciadas para aquellos en la parte corta y media de la curva⁴⁹, al tiempo que los bonos más líquidos de largo plazo pasaron a cotizar con rendimientos por encima del 10% (ver Gráfico VII.18). Entre los bonos en pesos con ajuste CER, desde fines de junio los rendimientos se ampliaron en promedio casi 400 p.b. a lo largo de la curva, con cierta disparidad en el comportamiento de los bonos más líquidos⁵⁰. Por otra parte, para los bonos en pesos nominales, en especial aquellos con cupón en base a la tasa BADLAR Bancos Privados, se observaron ampliaciones en los rendimientos más acotadas (de más de

⁴⁹ En los primeros días de agosto tuvo lugar el pago del cupón de Bodén 12, siendo uno de los principales vencimientos de deuda pública del año, que se tradujo en una mayor demanda de instrumentos en dólares en la parte corta de la curva, conllevando un empujamiento de la misma, situación que se modificó más tarde con el deterioro en los mercados financieros internacionales.

⁵⁰ El rendimiento del bono Descuento se amplió 270 p.b. mientras que para el Bogar 18 el retorno requerido por los inversores trepó 370 p.b. en el mismo período. Las ampliaciones llegaron a ser de 500 y 1.000 p.b., respectivamente, pero a partir de la segunda semana de octubre los precios de los bonos pasaron a recuperarse con fuerza.



200 p.b. en promedio) en un contexto de suba de la tasa de referencia⁵¹. En tanto, los precios de las Unidades Vinculadas al PIB también cedieron, eliminando buena parte de los avances que habían logrado en el año⁵². Por último, en términos de montos transados entre julio y septiembre se dio una merma respecto del trimestre anterior de 14% en el promedio diario negociado en instrumentos de renta fija en los mercados locales.

Los diferenciales de riesgo soberano de la Argentina subieron en los últimos meses, recogiendo los efectos tanto de la contracción de los rendimientos de los bonos del tesoro norteamericano como de la ampliación de los correspondientes a los títulos públicos argentinos con legislación internacional. Así, a mediados de octubre el *Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+) de la Argentina y el contrato a 5 años de *credit default swaps* (CDS) se ubicaban unos 300 p.b. por encima del nivel vigente a fines del segundo trimestre. A pesar de estos aumentos, el nivel de estos *spreads* a mediados de octubre era unos 500 p.b. menor al promedio registrado entre septiembre de 2008 y septiembre de 2009 (ver Gráfico VII.19).

Con respecto a los activos de renta variable, el índice Merval se debilitó en agosto y septiembre acompañando el deterioro de los mercados financieros globales, pasando a corregir parte de estas pérdidas en las últimas semanas. Así, el índice evidenció una merma en pesos de 19% entre fines de junio y mediados de octubre. En términos relativos, la caída del Merval medido en dólares (21%) es levemente superior a la observada para el índice agregado de América Latina (el índice MSCI Latam bajó 18% en el mismo período, mientras que en el acumulado del año la pérdida asciende a 21%). Con respecto al comportamiento por sector económico, en el tercer trimestre los retrocesos fueron generalizados siendo más pronunciados en los sectores de actividades metalúrgicas-siderúrgicas, de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), automotriz y bancos (ver Gráfico VII.20). En lo que respecta a los volúmenes negociados en acciones, se dio un avance trimestral de 7%, aunque se mantuvieron en niveles relativamente bajos.

El financiamiento al sector privado y para infraestructura a través del mercado de capitales alcanzó los \$8.900 millones en el tercer trimestre del año, con un retroceso de 34% respecto del trimestre anterior —cuando se había registrado un volumen importante— y una caída de 13% interanual. La merma se debe principalmente a los menores montos colocados en Fideicomisos Finan-

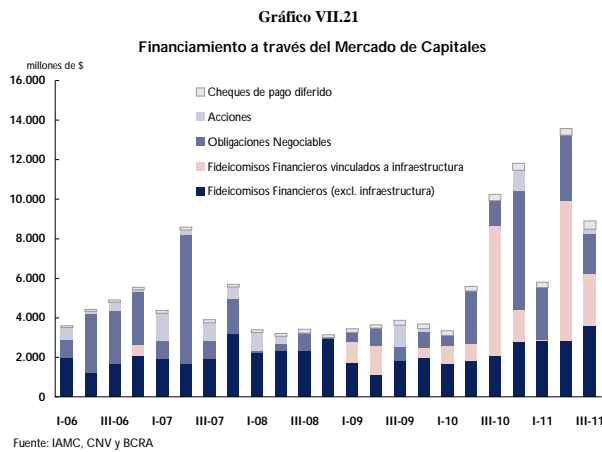
⁵¹ De más de 600 p.b. entre fines de junio y mediados de octubre. Posteriormente la tasa BADLAR Bancos Privados siguió aumentando.

⁵² Las especies en dólares cayeron entre 4% y 5% entre fines de junio y mediados de octubre, mientras que el precio de aquella en pesos se contrajo 7%. Así, en lo que va de 2011 acumulan avances de más de 10% las especies en dólares y 4% aquella en pesos (aunque llegaron a acumular ganancias de aproximadamente 27% aquellas en dólares y 17% la especie en pesos).

cieros vinculados a obras de infraestructura y, en segundo lugar, a la desaceleración en la colocación de Obligaciones Negociables. En este sentido, si se excluyesen los primeros, la caída en el financiamiento a través del mercado de capitales al sector privado en términos trimestrales pasaría a 4%, mientras que se registraría un aumento de 70% con respecto al mismo período del año anterior (ver Gráfico VII.21)⁵³.

Respecto a los fideicomisos, que continúan siendo el principal instrumento de financiamiento a través de los mercados, predominaron en el trimestre aquellos con activos subyacentes de préstamos personales y, en segundo lugar, aquellos de cupones de tarjetas de crédito, al tiempo que se destacó una colocación de infraestructura vinculada a la financiación de obras viales en julio. Por otra parte, entre las ON sobresalieron aquellas colocadas por bancos y empresas relacionadas con servicios financieros (que sumaron en forma conjunta más del 60% del total de fondos obtenidos a través de ON) y en segundo lugar las colocaciones de una empresa relacionada con el transporte de energía eléctrica que buscó mejorar el perfil de sus pasivos (que explicó el 23% del monto total). Se destacó también el incremento de las financiaci-ones obtenidas por Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES), especialmente en septiembre. Por último, las colocaciones de cheques de pago diferido continuaron en aumento en el período comprendido entre julio y septiembre, con un incremento trimestral de 29% y de 36% interanual, destacándose el alargamiento de los plazos concertados en los cheques avalados (que alcanzaron casi los 190 días durante julio).

En perspectiva, los activos financieros de economías emergentes y las posibilidades de financiamiento en los mercados internacionales, a pesar de contar con fundamentos macroeconómicos relativamente sólidos, se verán condicionados en los próximos meses por el desempeño de los mercados financieros desarrollados. Esto continuará impactando en las cotizaciones de los activos financieros argentinos, al tiempo que podría verse dificultado el acceso a los mercados internacionales, aunque habría cierto sostén en las colocaciones en los mercados domésticos por parte de la base inversora local.



⁵³ En efecto, considerando únicamente los FF del sector privado, que sumaron casi \$3.600 millones en el trimestre, estos tuvieron un incremento trimestral de 25% e interanual de 71%.

VIII. Inflación

VIII.1 Síntesis

En el segundo trimestre de 2011, los Precios Implícitos (IPI) del PIB elevaron su ritmo de aumento respecto de los períodos previos. Esta variación fue impulsada principalmente por la suba de los precios implícitos de las Exportaciones, mientras que los del Consumo privado permanecieron relativamente estables.

En los meses más recientes, los indicadores de precios reflejan variaciones más acotadas que en el primer semestre del año. El menor dinamismo de las cotizaciones internacionales de los productos primarios y la ausencia de nuevos shocks de oferta en los productos frescos más que compensan el mayor ritmo de suba de otros bienes y servicios como indumentaria y educación, determinando una estabilización o incluso una leve desaceleración del alza de los precios.

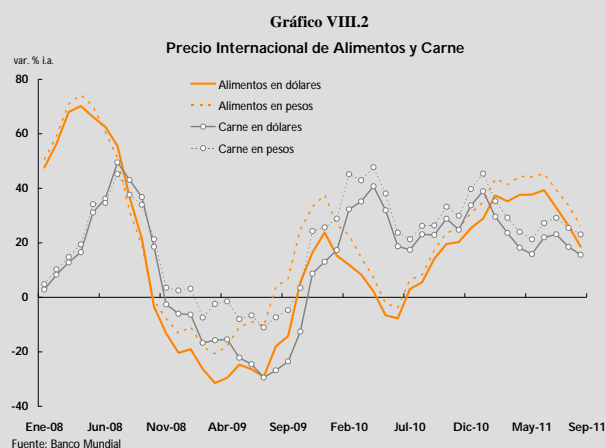
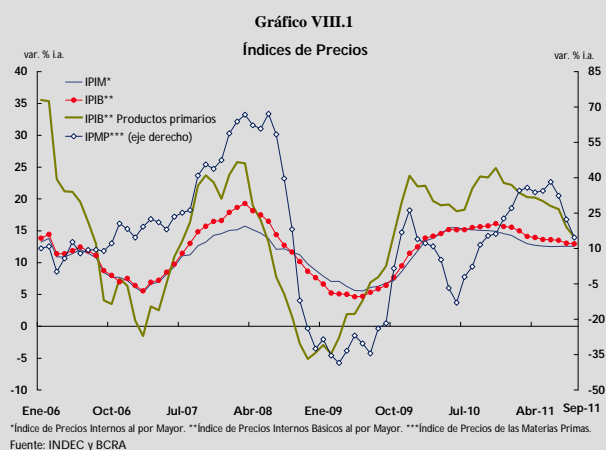
Dentro de los minoristas, la evolución interanual de los precios de Bienes y Servicios evidencia un renovado dinamismo en el caso de los Bienes, cuyos precios están creciendo a tasas superiores a las de los precios de los Servicios, luego de que estos últimos tuvieran una suba relativa a lo largo del primer semestre. Esta situación se observa a pesar de que los precios de algunos servicios están aumentando a tasas por sobre el promedio general.

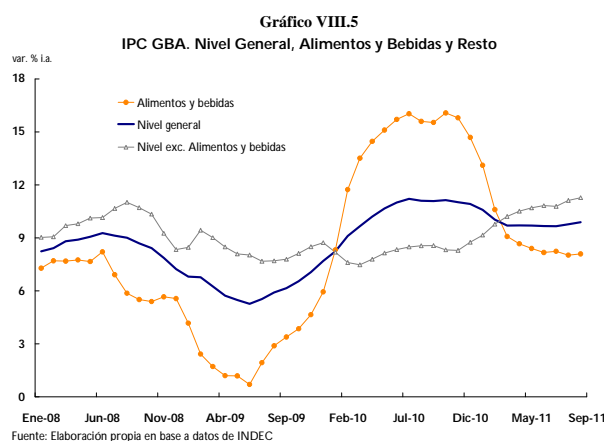
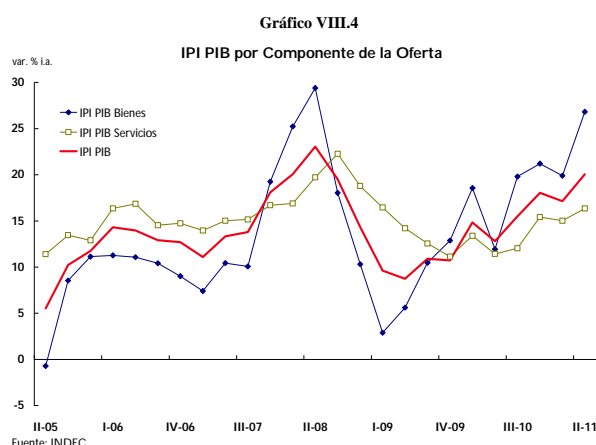
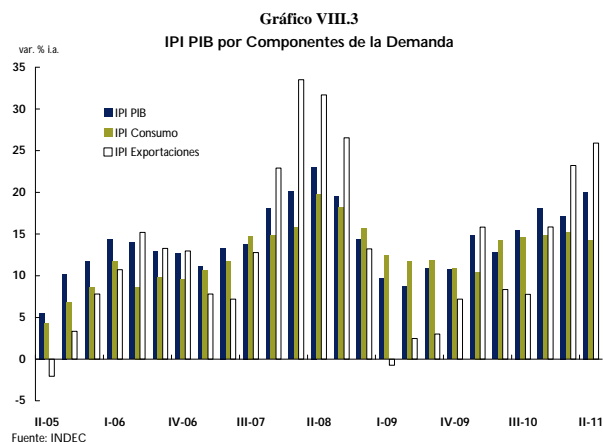
Las tasas de crecimiento de los precios mayoristas, con variaciones inferiores a las de un año atrás, siguen en la senda descendente iniciada a mediados de 2010. Este comportamiento se explica por la evolución de los correspondientes a Productos nacionales, donde se destaca el menor aumento de los Productos primarios. También contribuye a la menor alza del nivel general la estabilización de los Productos manufacturados nacionales mientras que los Productos importados presentan una aceleración en el margen, aunque resultan aún el componente de menor suba interanual.

Los Costos de la construcción verifican un ritmo de crecimiento interanual más reducido que en los meses previos. La mayor contribución se registra en los costos laborales, particularmente en la mano de obra asalariada.

En el contexto de sostenida expansión de la actividad económica e incremento del empleo, los salarios nominales crecen a tasas mayores a medida que entran en vigencia las diferentes etapas de ajuste salarial acordadas en las negociaciones colectivas de este año. Así, se prevé una recuperación relativa de los precios de los servicios dada su intensidad factorial en trabajo.

En adelante, de no mediar nuevos shocks que afecten la oferta de los alimentos frescos y en un escenario en el que el débil crecimiento económico internacional acote las alzas de las cotizaciones internacionales de los productos primarios, se espera una moderación en el ritmo de aumento interanual de los precios.





VIII.2 Precios Implícitos del Producto

En el mes de septiembre se publicaron los datos de las Cuentas Nacionales correspondientes al segundo trimestre del año 2011. Durante ese período el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB creció 20,1% interanual (i.a.), registrando un incremento superior al observado en los trimestres previos. Por el lado de la demanda, el mayor impulso provino —al igual que en el primer trimestre del año— del precio de las Exportaciones (25,9% i.a.), mientras que los precios implícitos vinculados con el Consumo privado permanecieron más estables e incluso con una moderación en el margen (14,3% i.a.; ver Gráfico VIII.3). Por el lado de la oferta, se observaron aceleraciones interanuales tanto en el valor de los Bienes como de los Servicios, aunque en mayor cuantía en el caso de los Bienes (26,8% i.a.), con particular incidencia de los precios implícitos del sector agropecuario (ver Gráfico VIII.4).

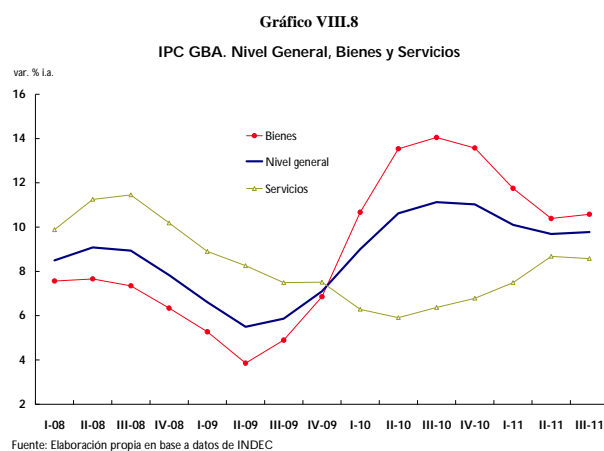
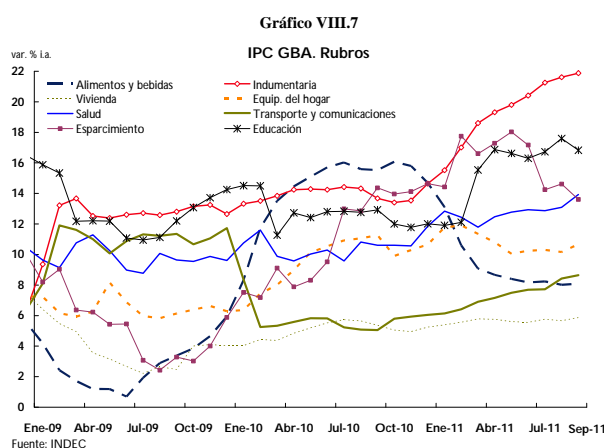
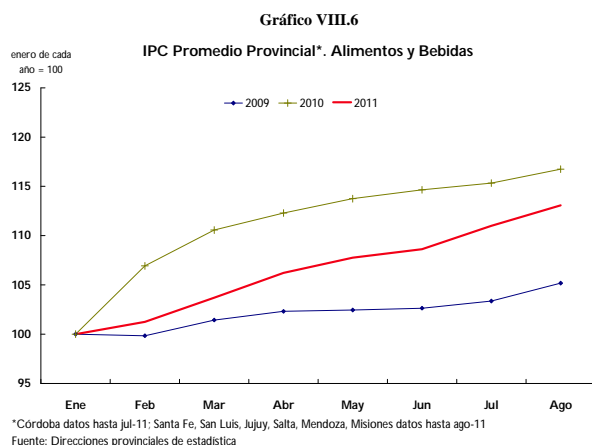
A partir de los incrementos interanuales más acotados observados en los diversos índices de precios minoristas y mayoristas, se espera que el IPI del PIB modere su ritmo de crecimiento en lo que resta del año.

VIII.3 Precios Minoristas

En el tercer trimestre de 2011 la tasa de crecimiento interanual de los indicadores de precios al consumidor continuó relativamente estable con alzas que resultaron inferiores a las de fines del año previo. Este comportamiento respondió a la moderación del ritmo de crecimiento observada en los precios de los alimentos, ante la ausencia en este período de restricciones de oferta en los productos frescos (ver Gráfico VIII.5). Así, se alcanzó a compensar el efecto del mayor crecimiento en los precios de otros bienes no alimentarios y de algunos servicios no regulados.

La moderación observada durante el tercer trimestre en el crecimiento interanual de los precios de las carnes, los aceites y los productos lácteos, ayudó a compensar parte de la mayor alza de otros ítems como las frutas, las verduras y los productos de panificación. Los distintos indicadores de precios del interior del país captaron en el tercer trimestre un mayor dinamismo para los alimentos, que siguió a una desaceleración más marcada para estos productos a lo largo del primer semestre, y que actualmente presentan tasas de crecimiento inferiores a las de fines de 2010 (ver Gráfico VIII.6).

Por su parte, la oferta de carne vacuna aún exhibe restricciones debido a que los niveles productivos se ubican por debajo de los observados con anterioridad a la sequía de



2009. En este marco, continúa el ciclo de retención de vientres, dando lugar a que persistan ajustes en los precios de la carne vacuna aunque de forma más acotada que los observados durante el año pasado. En adelante, en la medida que avance la recomposición del rodeo nacional se espera que los aumentos sean cada vez menores. De todas maneras, los precios internos de la carne también estarán influenciados por el comportamiento de las cotizaciones internacionales de estos productos.

En cuanto a los componentes no alimentarios, tanto en el interior del país como en el Gran Buenos Aires (GBA) se registraron aumentos superiores al nivel general. El impulso alcista provino principalmente de los rubros Indumentaria, Educación y Transporte, que exhibieron tasas de crecimiento interanual superiores a las del año previo (ver Gráfico VIII.7).

Analizando la evolución de los precios al consumidor entre Bienes y Servicios se observó que, luego de la recuperación en términos relativos de los servicios a lo largo del primer semestre, en los últimos meses los bienes presentaron un ritmo de suba mayor al de los servicios. Lo anterior se dio a pesar de que algunos rubros como Esparcimiento y Educación presentan alzas por sobre el promedio general (ver Gráfico VIII.8).

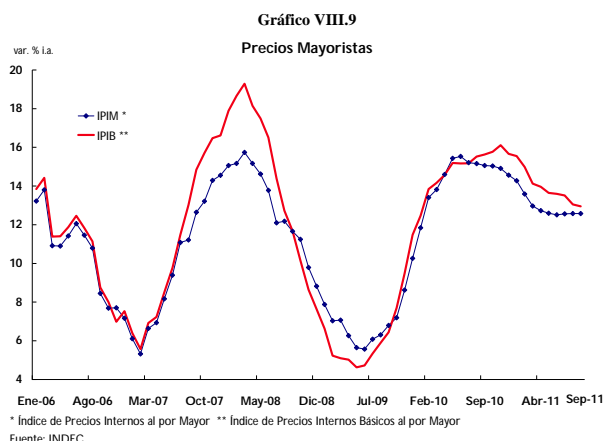
En particular, en el tercer trimestre uno de los servicios que exhibió mayores ajustes de precios fue la Educación, debido a los incrementos de las cuotas de los colegios privados que acompañaron los mayores ajustes salariales acordados en las paritarias de este año. Dentro del rubro Indumentaria se registraron incrementos en la confección y reparación textil. En Transporte y comunicaciones se observaron ajustes en las tarifas de estacionamientos, telefonía celular, seguros y servicios para el automóvil, mientras que en Esparcimiento se verificó un importante aumento en los servicios de turismo. Adicionalmente, dentro de los rubros mencionados se encuentran algunos de los bienes con mayores aumentos, como la ropa exterior y los combustibles para transporte, entre otros.

Hacia delante, de no mediar *shocks* que afecten la oferta de alimentos (dada su alta ponderación en la canasta de consumo de las familias), se prevé que el ritmo de suba de los precios permanezca estable en lo que resta del año.

VIII.4 Precios Mayoristas

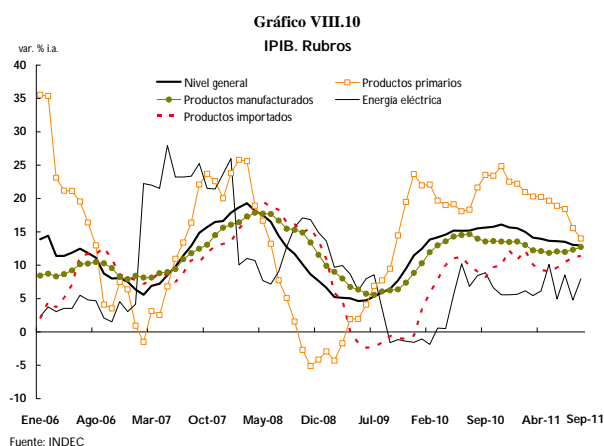
En el tercer trimestre del año, los precios mayoristas exhibieron variaciones acotadas, según el Índice de Precios Internos Básicos (IPIB)⁵⁴, de manera que la tasa de cre-

⁵⁴ El IPIB refleja la evolución de los precios mayoristas (promedio de los precios de los productos de origen nacional e importado ofrecidos en el mercado interno) neta de impuestos y subsidios.



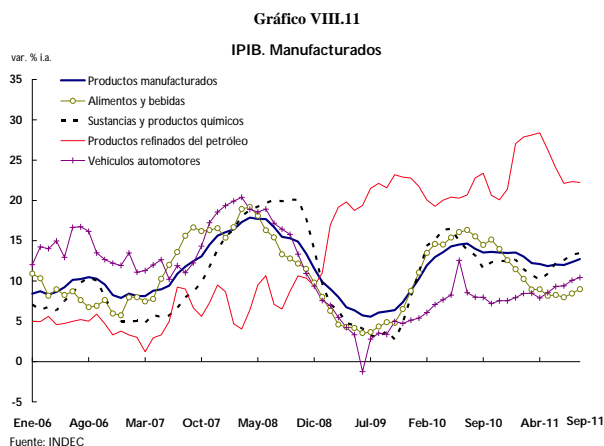
cimiento interanual mantuvo la senda descendente iniciada en el segundo semestre de 2010 y respondió mayormente a la evolución de los Productos nacionales (ver Gráficos VIII.9 y VIII.10).

Los precios de los Productos primarios registraron una persistente desaceleración en términos interanuales, explicando la principal porción del aminoramiento del nivel general, aunque todavía constituyen el componente de mayor tasa de crecimiento i.a. Esta moderación se explicó por la evolución de los precios agrícolas, en especial de los cereales y las oleaginosas, en línea con el comportamiento de los precios de las materias primas evidenciado en los mercados mundiales (ver Sección II). Este efecto fue contrarrestado parcialmente por los ítems ganaderos, que elevaron ligeramente el ritmo de suba, aunque se mantienen con tasas de incremento interanual acotadas ante la ausencia de *shocks* en la oferta interna.



Por su parte, los Productos manufacturados exhibieron relativa estabilidad en su trayectoria interanual. Los rubros manufactureros con mayor incidencia en el aumento interanual fueron nuevamente los Productos refinados de petróleo (22,2% i.a. en septiembre) y los Alimentos y bebidas (9,0% i.a. en septiembre), que explican conjuntamente casi el 50% del incremento de las manufacturas. Si bien los precios de los productos petroleros exhiben las mayores tasas de crecimiento, se estabilizaron en un ritmo de suba inferior al del trimestre previo. En tanto, los precios de los Vehículos automotores y de las Sustancias y productos químicos han evidenciado una aceleración desde abril pasado (ver Gráfico VIII.11).

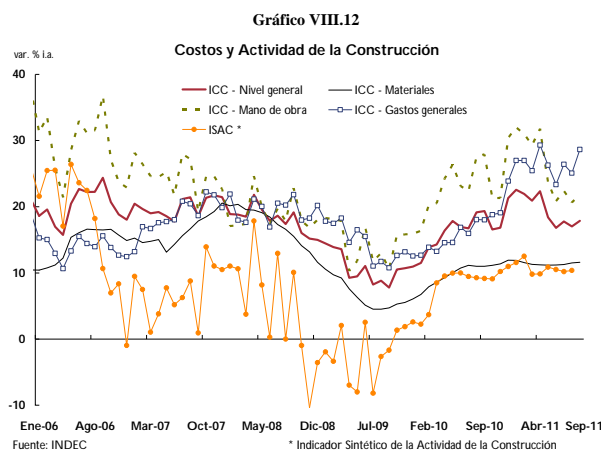
Finalmente, los valores mayoristas de los Productos importados exhibieron mayor volatilidad, con una aceleración en el margen. De todos modos, aún presentan una menor alza interanual respecto del promedio.



VIII.5 Costos de la Construcción

El Índice del Costo de la Construcción (ICC) registró un aumento promedio de 17,6% i.a. en el tercer trimestre, el que resultó inferior al del período previo, en un contexto de sostenida expansión en la actividad sectorial (ver Sección III). La trayectoria del indicador se explica mayormente por el ritmo de crecimiento de los costos salariales, que presentó una desaceleración en el margen. En tanto, la variación de los precios de los Gastos generales se elevó en el trimestre y la de los Materiales continuó estable (ver Gráfico VIII.12).

En términos interanuales, los costos de la Mano de obra y los Gastos generales verificaron tasas de crecimiento



por encima del Nivel general, en tanto que los Materiales exhibieron alzas considerablemente inferiores.

Dentro de los costos de la Mano de obra (21,6% i.a. en el tercer trimestre), el sector asalariado es el que mostró mayores aumentos (26,1% i.a. en el tercer trimestre), al captar la segunda parte del incremento acordado en la negociación colectiva del sector⁵⁵, pero con una desaceleración respecto del trimestre previo. En tanto, los valores de los subcontratos de mano de obra, que cuentan con mayor flexibilidad, verificaron una tasa de crecimiento interanual en un nivel inferior (18,1% i.a. en el tercer trimestre). Al comparar con la variación registrada por el nivel general del índice de salarios del INDEC, que capta la evolución de las remuneraciones de toda la economía, se observa que el componente de Mano de obra del ICC exhibió un alza inferior (20,6% i.a. en agosto; ver Gráfico VIII.13).

Los Gastos generales (26,7% i.a. en el tercer trimestre), que reflejan los precios de los distintos servicios de la actividad de la construcción, presentaron tasas de crecimiento interanual superiores a las del año previo, con subas de entre el 18% i.a. (alquiler de andamios y palas) y el 52% i.a. (alquiler de camiones volcadores y camionetas).

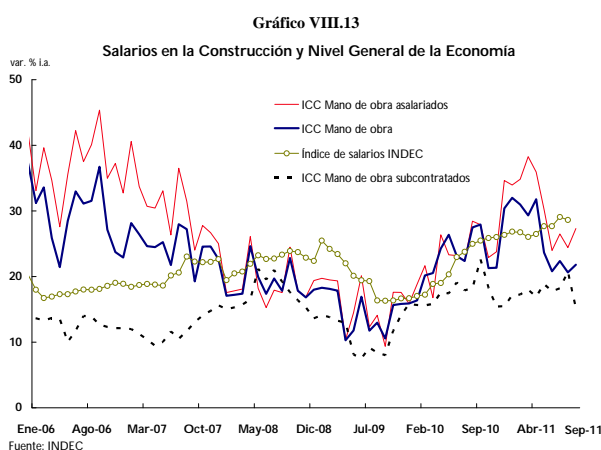
Finalmente, los precios de los Materiales (11,5% i.a. en el tercer trimestre) siguen una trayectoria de incremento interanual estable desde mediados de 2010, de manera que su ritmo de suba resulta muy inferior al de los salarios y al de los Gastos generales.

VIII.6 Salarios

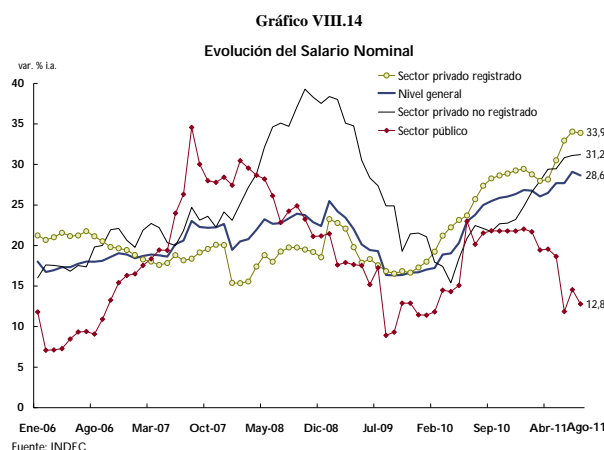
Los salarios presentaron una senda alcista en un contexto de fuerte expansión económica y de persistente reducción de la tasa de desocupación combinada con una mejora en la calidad del empleo (ver Sección IV). En los últimos meses, las tasas de aumento interanual de los salarios reflejaron un mayor dinamismo, a medida que entraron en vigencia los ajustes salariales surgidos de las negociaciones colectivas del presente año.

En particular, tras seguir una senda ascendente a lo largo de todo el año, el índice de Salarios del INDEC alcanzó un alza de 28,6% i.a. en agosto de 2011. De este modo, en los primeros ocho meses del año los salarios acumulan un crecimiento de 20,6% (fue de 18,5% en igual lapso de 2010).

El mayor incremento salarial se verificó en el sector privado registrado, que experimentó un crecimiento de 33,9% i.a. en agosto. En particular, dentro del sector se observaron resultados dispares. De acuerdo con los datos



⁵⁵ Se acordó un alza de 25,8% escalonada en abril (12%), agosto (6%) y noviembre (6%) más sumas fijas no remunerativas en mayo, julio, septiembre y octubre.



del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJyP)⁵⁶ al segundo trimestre de 2011 la suba promedio del sector privado registrado fue de 32,8% i.a. Los mayores aumentos se observaron en las remuneraciones de sectores de servicios como transporte (37,2%), construcción (36,8%) y comercio (34,2%), mientras que otros servicios como la intermediación financiera (31,8%) y la hotelería (28,8%), junto con grandes sectores productores de bienes como la industria manufacturera (31,3%), crecieron a tasas interanuales levemente inferiores al promedio general. Se observó además que todos los segmentos tuvieron subas mayores que las del segundo trimestre de 2010.

Las remuneraciones al segmento privado no registrado⁵⁷ también aceleraron su crecimiento a lo largo de todo el año y acumulan una expansión interanual de 31,2%, aunque en el margen estarían comenzando a exhibir una estabilización. Por su parte, los salarios del sector público evidenciaron la menor tasa de expansión y se desaceleraron hasta alcanzar una tasa de 12,8% i.a., siendo el único segmento que aminoró su ritmo de aumento durante el año (ver Gráfico VIII.14).

Hacia delante, se estima que el registro de las remuneraciones nominales captará el impacto de los últimos tramos de ajuste salarial surgidos de las negociaciones colectivas del presente año, que en algunos casos implican un escalón adicional en el primer trimestre de 2012.

Para el próximo año, se prevé un contexto internacional caracterizado por un débil crecimiento económico mundial y precios de las materias primas en valores similares a los actuales, sin descartar la presencia de volatilidad. En este marco, se espera una nueva moderación en la tasa de aumento de los precios internos y subas más acotadas en los salarios.

⁵⁶ Los datos del SIJyP son un promedio del registro de remuneraciones recibidas por los asalariados que aportan al sistema previsional nacional, captando así el total remunerado, incluyendo premios, y no sólo el salario mensual. En tanto, el Índice de Salarios se basa en información de una encuesta a empresas del Sector privado y de los circuitos administrativos del Sector público, y para el Sector privado no registrado se realiza una estimación sobre la base de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), con una estructura de ponderaciones fijas.

⁵⁷ Para el segmento informal, el índice de salarios se estima sobre la base de la información obtenida en la EPH, que se conoce con posterioridad al índice de salarios, por lo que la evolución de las remuneraciones del sector no registrado tiene un rezago de entre 3 y 6 meses.

IX. Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

IX.1 Síntesis

Durante el tercer trimestre, las expectativas de crecimiento del PIB a precios constantes para 2011 volvieron a incrementarse, de manera que se pronostica un aumento de 7,5% interanual (i.a.) a partir de una mayor contribución del Consumo y de la Inversión. La perspectiva de crecimiento económico para 2012 subió levemente hasta 4,8% i.a. En tanto, las estimaciones implícitas de variación interanual del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB prácticamente no evidenciaron cambios para los períodos relevados.

Las previsiones de variación del Índice de Salarios para el corriente año se revisaron al alza y superarían el aumento registrado en 2010. En igual sentido se corrigieron para el año próximo, en un escenario en el que la Tasa de desocupación prevista no registró modificaciones, ubicándose en 7,2% y 7,1% para 2011 y 2012, respectivamente.

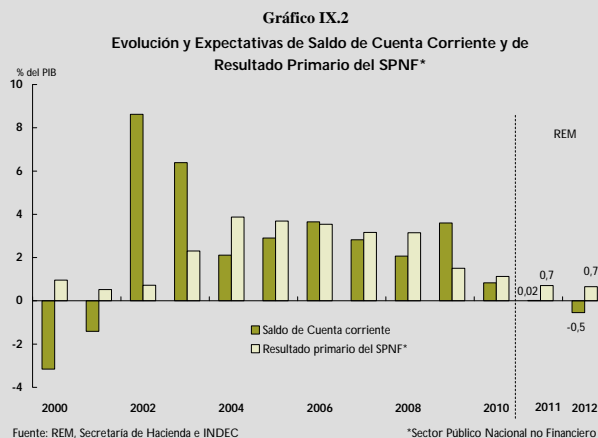
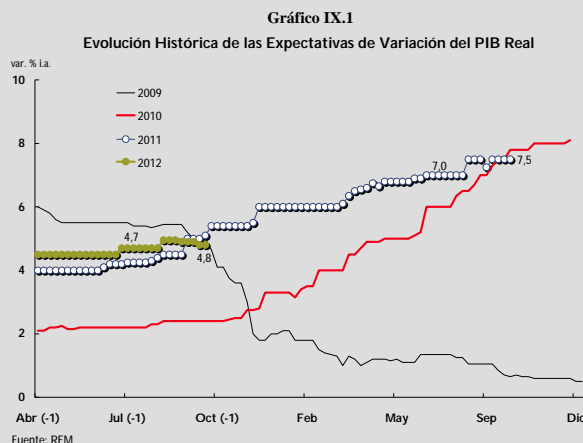
Aumentaron los pronósticos tanto de depósitos como de préstamos para los dos períodos anuales encuestados. Por otro lado, las expectativas de tasas de interés para el presente año evidenciaron un ajuste al alza en términos generales, permaneciendo prácticamente estables los pronósticos para el próximo año con excepción del correspondiente a la tasa BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate), que exhibió una suba.

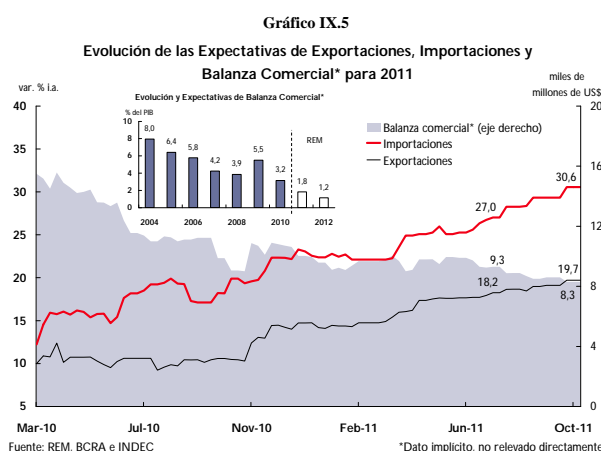
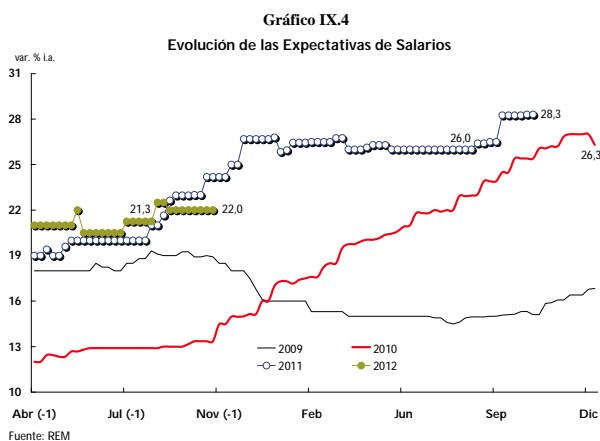
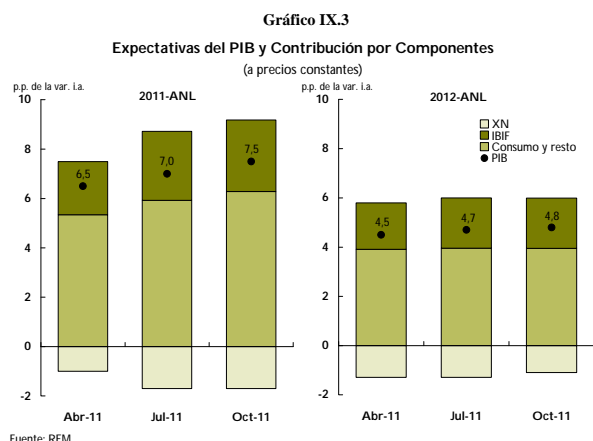
La mediana de las proyecciones del agregado monetario M2 para el promedio de diciembre de 2011 permaneció en \$325.000 millones (28,9% i.a.), con la totalidad de los pronósticos ubicados dentro del rango estipulado en el Programa Monetario (PM) 2011. Para 2012, la variación interanual del M2 prevista por los participantes se ubicó en 23,4%.

Las expectativas de tipo de cambio nominal para el promedio de diciembre del corriente año prácticamente no registraron modificaciones, ubicándose en \$4,30/US\$, mientras que para diciembre del año próximo se corrigieron al alza.

Las estimaciones implícitas de Balanza comercial para 2011 fueron corregidas a la baja, a US\$8.300 millones, a partir de un aumento en las perspectivas de Importaciones superior a la de las Exportaciones, y con un ajuste similar para 2012. También disminuyeron las perspectivas de saldo de la Cuenta corriente para ambos períodos anuales relevados. A su vez, se contrajo el stock de Reservas internacionales estimado para fines de ambos períodos, aunque la variación de reservas sería positiva en 2012. De este modo, se incrementó el déficit implícito de la Cuenta capital y financiera previsto para 2011, mientras que se redujo ligeramente el superávit esperado para 2012.

Finalmente, aumentaron las proyecciones de Recaudación tributaria nacional para el año en curso, de modo que la variación interanual ascendería a 31,6% y la relación recaudación/PIB se ubicaría en torno a 28,9%. Para 2012 las estimaciones de esta variable permanecieron inalteradas, con un crecimiento de 24,8% i.a. hasta representar 29,5% del Producto. Por su parte, las previsiones de Resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) se contrajeron para los dos períodos anuales relevados, totalizando 0,7% del PIB en ambos casos.





IX.2 Evolución y Principales Resultados⁵⁸

Las expectativas de crecimiento para 2011 volvieron a aumentar en el último trimestre, con una suba de 0,5 puntos porcentuales (p.p.) hasta 7,5%, a partir de aumentos en el aporte del Consumo⁵⁹ y la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF). Para 2012 las perspectivas de incremento del PIB a precios constantes se expandieron ligeramente hasta 4,8%, con una menor contribución negativa de las Exportaciones Netas (XN; ver Gráfico IX.3).

Los pronósticos de variación del Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB⁶⁰ prácticamente no registraron modificaciones tanto para 2011 como para 2012, ubicándose en 20,5% y 16,7%, respectivamente. Por su parte, las perspectivas de variación del Índice de Salarios para el corriente año se revisaron al alza y superarían el aumento registrado en 2010, con correcciones en igual sentido para el año próximo (ver Gráfico IX.4). No se registraron modificaciones en las previsiones de Tasa de desocupación para ninguno de los períodos anuales relevados, permaneciendo en 7,2% y 7,1% de la Población Económicamente Activa (PEA) para 2011 y 2012, respectivamente.

Las proyecciones implícitas de superávit comercial para el corriente año se redujeron hasta US\$8.300 millones (-US\$1.000 millones; 1,8% del PIB), a partir de una mejora en las perspectivas de Importaciones superior a la de las Exportaciones. De esta manera, de cumplirse los pronósticos relevados, las ventas externas sumarían US\$82.000 millones (19,7% interanual —i.a.—) y las compras US\$73.700 millones (30,6% i.a.). Los participantes esperan un ajuste similar para el año próximo, por lo que el saldo de la Balanza comercial disminuiría a US\$5.700 millones (1,2% del Producto; ver Gráfico IX.5). También se contrajeron las perspectivas de saldo de la Cuenta corriente para el presente año, a US\$100 millones (0,02% del PIB), y se profundizó el déficit esperado por los participantes del REM para el año próximo (-US\$2.700 millones; -0,5% del Producto).

El stock previsto de Reservas internacionales se redujo para fines de ambos períodos, hasta US\$48.200 millones y US\$48.500 millones, respectivamente. Así, se amplió la previsión implícita de déficit de la Cuenta capital y financiera para 2011, a US\$4.000 millones, y disminuyó levemente el superávit previsto para 2012 hasta US\$3.000 millones (ver Gráfico IX.6).

En términos generales, las estimaciones de tasas de interés para el año en curso fueron ajustadas al alza, aumentando a

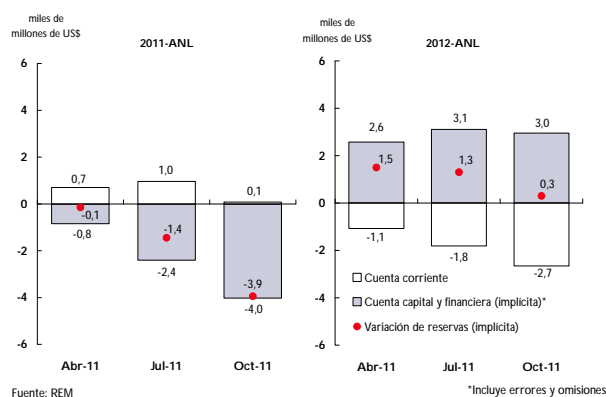
⁵⁸ Corresponde a la semana estadística 437 finalizada el 12 de octubre de 2011.

⁵⁹ Incluye el Consumo privado, el Consumo público, la Discrepancia estadística y la Variación de existencias.

⁶⁰ Estimación implícita en las proyecciones de PIB, no relevada directamente.

Gráfico IX.6

Evolución de las Expectativas de la Balanza de Pagos Internacionales



14,5% la correspondiente a la BADLAR (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*; +1,5 p.p.), a 14,0% la de tasa de interés LEBAC (Letras del Banco Central) en pesos a un año (+0,9 p.p.) y a 11,5% la previsión de tasa de interés de plazo fijo en pesos a 30 días (+0,3 p.p.); en tanto que la correspondiente a la tasa de Pases pasivos en pesos a 7 días permaneció en 9,5%. Para 2012 prácticamente no se verificaron cambios en las expectativas, con excepción de la perspectiva de BADLAR que subió 1,4 p.p. a 15,5%, previéndose así que las tasas de interés registren guarismos superiores a los estimados para el presente año.

Las proyecciones tanto de Depósitos totales del sector privado como de Préstamos totales al sector privado siguieron aumentando para el año en curso. De esta manera, el stock esperado para diciembre es de \$324.000 millones (+\$3.000 millones; 29,6% i.a.) y \$275.000 millones (+\$15.000 millones 44,3% i.a.), respectivamente. Para 2012 el pronóstico de préstamos registró una marcada suba, y en igual sentido se ajustaron las previsiones de depósitos. De este modo, la perspectiva de préstamos para el año próximo asciende a \$337.300 millones (+\$14.200 millones; 22,7% i.a.) y la de depósitos a \$395.500 millones (+\$1.500 millones; 22,1% i.a.; ver Gráfico IX.7).

La mediana de los pronósticos del Agregado monetario M2 para la media de diciembre del presente año permaneció en \$325.000 millones (28,9% i.a.). La totalidad de las estimaciones se ubicó dentro del rango previsto en el Programa Monetario (PM) 2011. Se prevé una desaceleración en la variación interanual de este agregado para 2012, a 23,4%.

Las expectativas de tipo de cambio nominal para el promedio de diciembre del corriente año prácticamente no registraron modificaciones, ubicándose en \$4,30/US\$ (+\$0,01/US\$), mientras que para diciembre del año próximo se corrigieron al alza.

Las proyecciones de Recaudación tributaria nacional para el corriente año registraron un incremento de \$4.500 millones, a \$539.500 millones, lo que implicaría un ritmo de aumento interanual de 31,6%. De este modo, la presión tributaria se ubicaría en torno a 28,9% del PIB. Para el año próximo los pronósticos de esta variable permanecieron en \$673.000 millones (24,8% i.a.; 29,5% del PIB). Por otro lado, los pronósticos de Resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) disminuyeron tanto para 2011 como para 2012, a \$13.300 millones y \$15.000 millones, respectivamente (0,7% del PIB en ambos casos; ver Gráfico IX.8).

Gráfico IX.7

Evolución de las Expectativas de Préstamos y Depósitos*

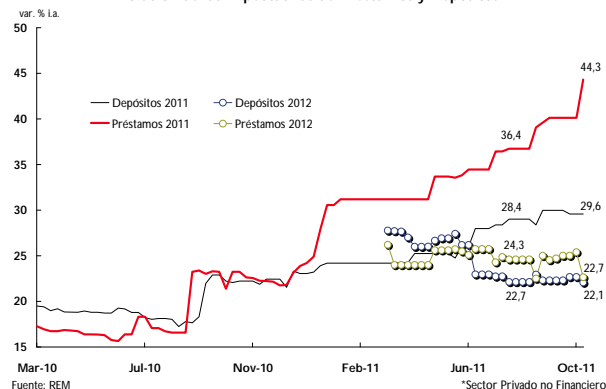
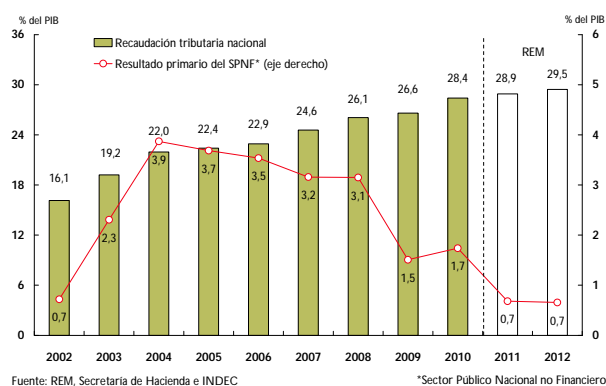


Gráfico IX.8

Evolución y Expectativas de Recaudación y Resultado Primario del SPNF*



Resultados del REM. Octubre 2011*

1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2012-AGO		2011-AGO		2011-SEP		2011-OCT		2011-NOV		2011-ANL		2012-ANL	
	Promedio	Mediana	Desvío	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Desvío	Promedio	Mediana
IPC: var. 12 meses; en %	13,8	11,1	5,4											
Actividad Económica														
IPC: var. mensual; en %					0,9	0,8	0,4	1,1	0,8	0,5			13,0	9,9
IPC: var. interanual implícita, en % ¹						9,9								
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)													13,2	10,2
Índice de Salarios Nivel General; var. mensual; en %					2,50	2,30	0,76	2,4	2,0	1,0			27,9	28,3
Monetarias y Financieras														
Agregado Monetario M2 (\$); promedio mensual en mil. de \$								306,210	305,689	3,555	310,684	310,500	4,890	323,147
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$								310,839	310,021	2,602	315,735	315,789	1,866	320,527
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$); prom. mensual; en mil. de \$								261,972	265,100	7,749	273,938	273,178	4,635	267,106
Tasa de Interés: Lebac en \$ a 30 días (promedio mensual); en %								11,0	11,2	0,8	11,8	11,9	0,8	11,6
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (promedio mensual); en %								13,5	13,6	0,5	13,6	13,8	0,7	13,7
Tasa de Interés: Pases Pasivos en \$ a 7 días; en %								9,5	9,5	0,0	9,5	9,5	0,0	9,9
Tasa de Interés: BADLAR promedio mensual de bos. priv. a 30 días en \$; en %								13,7	14,0	1,2	14,7	14,7	1,0	14,1
Tipo de Cambio Nominal; promedio mensual; \$/US\$								4,23	4,22	0,02	4,27	4,26	0,03	4,3
Actividad Económica														
EMAE: var. interanual; en %	7,6	7,2	1,1	7,5	7,1	1,1							7,3	7,6
EMT: var. interanual; en %				6,8	6,4	1,6	6,3	6,1	0,8				7,6	7,3
Sector Externo														
Exportaciones; en mil. de us\$				7,587	7,600	542	7,200	7,067	700				80,439	82,000
Importaciones; en mil. de us\$				6,817	6,867	472	6,561	6,638	433				71,511	73,700
Fiscales														
Recaudación Tributaria Nacional; en mil. de \$							46,666	47,408	2,380		47,054	48,000	2,629	532,648
Resultado Primario del SPNF; en mil. de \$				1,510	906	1,896	1,673	842	2,217					13,388
														539,454
														21,776
														661,382
														12,863
														15,000
														42,608
														12,341

2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2011-TR3		2011-TR4		2012-TR1		2011-ANL		2012-ANL	
	Promedio	Mediana	Desvío	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Desvío	Promedio	Mediana
Actividad Económica										
PIB a precios constantes: variación interanual; en %	7,5	7,6	0,8	6,7	6,6	1,4			5,0	4,8
PIB a precios corrientes; en mil. de \$							7,5	7,5	1,799,156	1,868,240
Consumo Total a precios constantes: variación interanual; en %	8,3	8,0	1,3	7,1	7,3	1,6			2,176,539	2,284,871
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual; en %	14,6	14,0	3,0	14,3	14,0	3,6			5,3	5,0
Tasa de desocupación; en %	7,2	7,3	0,2				7,2	7,2	9,7	9,0
Sector Externo										
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mil. de US\$	758,0	355	1,287	-267	-590	853			7,1	7,1
Monetarias y Financieras										
Reservas Internacionales: fin de período; en mil. de US\$							1,045	75	49,761	48,500
									3,411	4,968

¹ Esta variable no es relevada en el REM y su valor se obtiene implícitamente.

*Resultados correspondientes al 13 de octubre de 2011

Glosario de Abreviaturas y Siglas

Acum.: Acumulado

ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina

AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AIP: Aglomerados del Interior del País

ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social

AT: Adelantos Transitorios

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)

BCB: Banco Central de Brasil

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BEF: Boletín de Estabilidad Financiera

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

BNA: Banco de la Nación Argentina

BoJ: *Bank of Japan* (Banco Central de Japón)

BRIC: Brasil, Rusia, India y China

CDS: *Credit Default Swaps*

CEMBI: *Corporate Emerging Market Bond Index*

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CFI: Coparticipación Federal de Impuestos

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

CNV: Comisión Nacional de Valores

€ Euro

EE.UU.: Estados Unidos

EFSF: *European Financial Stability Facility* (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera)

EM: Efectivo mínimo

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index Plus*

EMI: Estimador Mensual Industrial

EIL: Encuesta de Indicadores Laborales

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

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)

FUNCEX: Fundación Centro de Estudio de Comercio Exterior

GAFI: Grupo de Acción Financiera Internacional

GBA: Gran Buenos Aires

GFSR: *Global Financial Stability Report*

GNL: Gas natural licuado

GRA: Gabriel Rubinstein y Asociados

G-7: Grupo de los 7

ha: Hectárea

IAPG: Instituto Argentino de Petróleo y Gas

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

i.a.: Interanual

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ICC: Índice del Costo de la Construcción

ICC: Índice del Confianza del Consumidor

ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias

IED: Inversión Extranjera Directa

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

IFI: Instituciones Financieras Internacionales

IGA: Indicador General de Actividad

IGEE: Índice General de Expectativas Económicas

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

INSSJyP: Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados

IPC: Índice de Precios al Consumidor

IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

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

IPI: Índice de Precios Implícitos

IPI: Índice de Producción Industrial	ONCCA: Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario
IPIB: Índice de Precios Internos Básicos	p.b.: Puntos básicos
IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor	p.p.: Puntos porcentuales
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	PEA: Población Económicamente Activa
IRD: Inversión Real Directa	PF: Plazo Fijo
ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción	PFPB: Programa de Financiamiento del Bicentenario
IVA: Impuesto al Valor Agregado	PIB: Producto Interno Bruto
IVA DGA: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas	PII: Posición de Inversión Internacional
IVA DGI: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos	PM: Programa Monetario
kg: Kilogramo.	PMI: <i>Purchasing Managers' Index</i>
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)	PP: Productos primarios
LyN: LEBAC y NOBAC	PPA: Paridad de Poder Adquisitivo
M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	PPN-11: Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2011
M2 privado: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$ del sector privado	PPN-12: Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2012
M3: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$	Prom. móv.: Promedio móvil
M3 privado: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$ del sector privado	PyMES: Pequeñas y Medianas Empresas
M3*: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado
M3* privado: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$ del sector privado	ROE: Registro de Operaciones de Exportación
MAE: Mercado Abierto Electrónico	ROFEX: Mercado a Término de Rosario
MAGyP: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca	s.e.: Serie sin estacionalidad
MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires	SEDLAC: <i>Socio-Economic Database for Latin America and the Caribbean</i> (Base de Datos Socioeconómicos de América Latina y el Caribe)
MEyFP: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.	SELIC: <i>Sistema Especial de Liquidação e Custodia</i> (Tasa de referencia de Brasil)
mill.: Millones	SIJyP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	SIPA: Sistema Integrado Previsional Argentino
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	SMVyM: Salario Mínimo Vital y Móvil
MSCI: <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>	SPNF: Sector Público Nacional no Financiero
MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social	TN: Tesoro Nacional
MULC: Mercado Único y Libre de Cambios	tn.: Tonelada
NAFTA: <i>North American Free Trade Agreement</i> (Tratado de Libre Comercio de América del Norte)	TNA: Tasa Nominal Anual
NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)	TPE: Tonelada de Petróleo Equivalente
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico	Trim.: Trimestral / Trimestre
OJF: Orlando J. Ferreres	UCA: Universidad Católica Argentina
OMC: Organización Mundial de Comercio	UCI: Utilización de la capacidad instalada
ON: Obligaciones Negociables	UE: Unión Europea
	UNCTAD: <i>United Nations Conference on Trade and Development</i> (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo)
	US\$: Dólares Americanos

U.S. CFTC: *United States Commodity Futures Trading Commission* (Comisión de Comercio de Futuros de Materias Primas de EE.UU.)

USDA: *United States Department of Agriculture* (Secretaría de Agricultura de EE.UU.)

UTDT: Universidad Torcuato Di Tella

UVP: Unidades Vinculadas al PIB

Var.: Variación

VIX: *CBOE Volatility Index*

VNR: Valor Nominal Residual

VSTOXX: Volatilidad esperada del índice Eurostoxx600

WTI: *West Texas Intermediate*

XN: Exportaciones Netas