

# Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Febrero de 2014



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Febrero de 2014



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe Macroeconómico y de Política Monetaria  
Febrero de 2014**

ISSN 2313-9498  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Febrero de 2014

**Banco Central de la República Argentina**

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

Edición | Subgerencia General de Investigaciones Económicas  
Coordinación, contenidos y diagramación | Gerencia de Análisis Macroeconómico  
Colaboraciones | Gerencia de Análisis del Sistema Financiero y Mercado de Capitales | Gerencia Principal de Programación Monetaria

Diseño editorial | Área de Imagen y Diseño, Gerencia Principal de Comunicaciones y Relaciones Institucionales

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

## Prefacio

*La Carta Orgánica establece en su artículo tercero que “el banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”.*

*Frente a este mandato múltiple, el BCRA realiza un seguimiento continuo, tanto de la dinámica coyuntural como de las tendencias estructurales de la economía nacional, como guía de sus principales decisiones de política económica. A tal fin, el Banco presenta diversas publicaciones entre las que se encuentra el **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria**.*

*En esta edición se brinda una Síntesis Ejecutiva de los eventos y tendencias más importantes en la economía internacional —con sus posibles impactos en nuestro país— y de la coyuntura económica local. Con el fin de tener una comprensión más adecuada de la evolución de la economía global y nacional se divide su análisis en distintos capítulos que son: el contexto internacional, los mercados financieros, la actividad económica, el sector externo, las condiciones socio-económicas, los precios de la economía y la situación fiscal. Finalmente, se incluye un capítulo referido a los desarrollos monetarios donde se discute especialmente las medidas de política que implementa la Institución.*

Buenos Aires, febrero de 2014

# Contenido

**Pág. 5 | 1 Síntesis Ejecutiva**

**Pág. 14 | 2 Contexto Internacional**

*Pág. 26 | Apartado 1 / Perspectivas para 2014 sobre los precios internacionales de los principales productos agrícolas*

**Pág. 29 | 3 Mercados Financieros**

*Pág. 40 | Apartado 2 / Crisis de la deuda en Europa y respuestas de política: Evolución reciente*

**Pág. 43 | 4 Actividad Económica**

**Pág. 53 | 5 Condiciones Socio-económicas**

*Pág. 59 | Apartado 3 / El sistema previsional en América latina*

**Pág. 62 | 6 Sector Externo**

**Pág. 70 | 7 Finanzas Públicas**

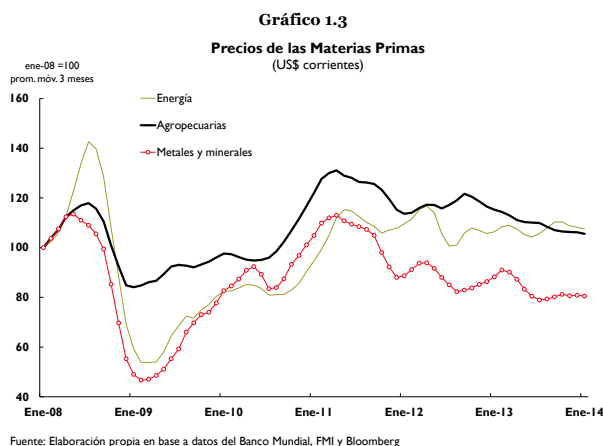
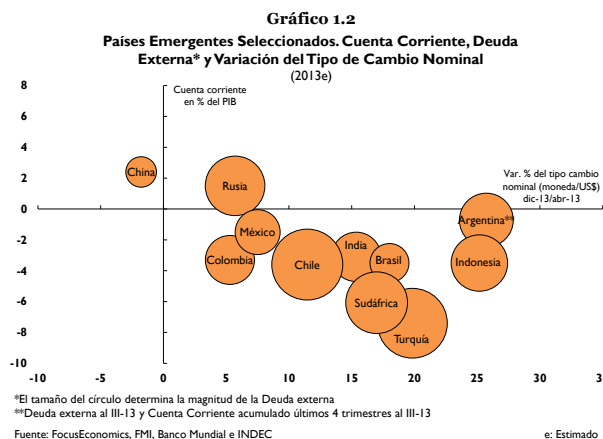
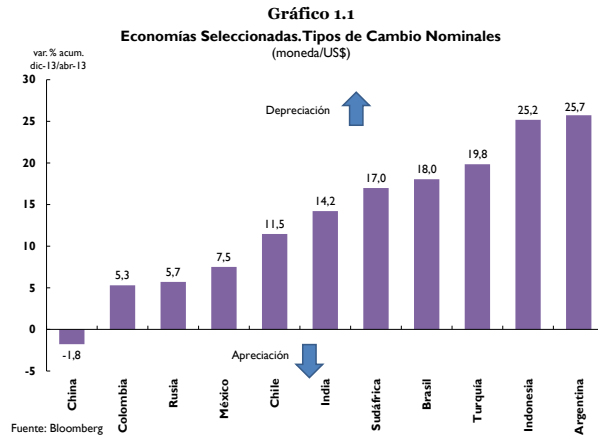
**Pág. 80 | 8 Precios**

*Pág. 87 | Apartado 4 / Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNu)*

**Pág. 89 | 9 Política Monetaria**

**Pág. 102 | Glosario de Abreviaturas y Siglas**

# 1 Síntesis Ejecutiva



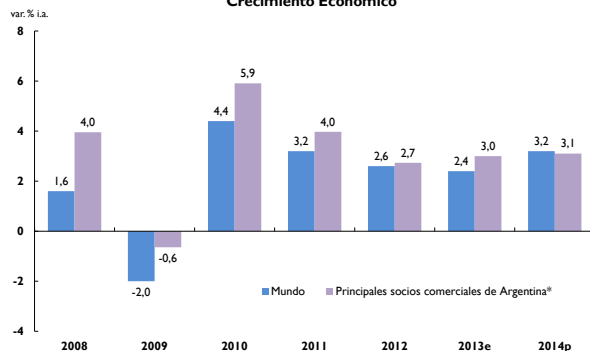
El escenario internacional siguió exhibiendo señales contradictorias con respecto al crecimiento global, así como una elevada incertidumbre financiera y cambiaria. Tras un lustro de políticas monetarias significativamente expansivas y medidas fiscales que en su mayoría no acompañaron estos esfuerzos, las economías avanzadas muestran signos de una frágil recuperación. La heterogeneidad en el desempeño económico entre países explicó la disparidad de decisiones de política por parte de cada uno, abandonando así la relativa homogeneidad que caracterizó la toma de decisiones en las etapas iniciales de la crisis internacional. Mientras Estados Unidos redujo en forma leve en dos oportunidades sus políticas de liquidez (*tapering*), Japón, la zona del Euro y Gran Bretaña mantuvieron su estímulo monetario, aunque con diferentes perspectivas. Al tiempo que la economía nipona presenta mejores indicadores de actividad y la inflación converge más rápido de lo esperado a su meta, la zona del euro podría ingresar a un ciclo deflacionario del tipo del que enfrentó Japón durante 15 años.

El foco de mayor preocupación en la actual etapa de la crisis, sin embargo, se centra en las economías emergentes. Mayormente afectadas por el cambio de la política monetaria norteamericana, estos países debieron enfrentar fuertes desarmes de posiciones especulativas en sus activos, depreciaciones y aumento en la volatilidad del valor de sus monedas y suba de las tasas de interés. Si bien estas tendencias vienen observándose desde fines de octubre de 2013, se profundizaron en los meses recientes. Este comportamiento, similar al registrado entre mayo y junio de 2013 y otros períodos de los últimos años, coincide con la búsqueda de refugio en activos considerados más seguros por los inversores. Así, nuevamente la volatilidad de los flujos de capitales contribuyó al debilitamiento económico de los países emergentes.

Desde que empezó a contemplarse la posibilidad de una reducción en las políticas de compras de activos de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) en abril de 2013, las monedas que más se debilitaron fueron las de Indonesia, Turquía, Brasil y Sudáfrica (con depreciaciones entre 17% y 25,2%) y, en menor medida, las de India y Chile. Estos países tuvieron en 2013 déficits en Cuenta corriente superiores a 3% del PIB, llegando a alcanzar niveles de 7% y 6% del PIB en los casos de Turquía y Sudáfrica, respectivamente.

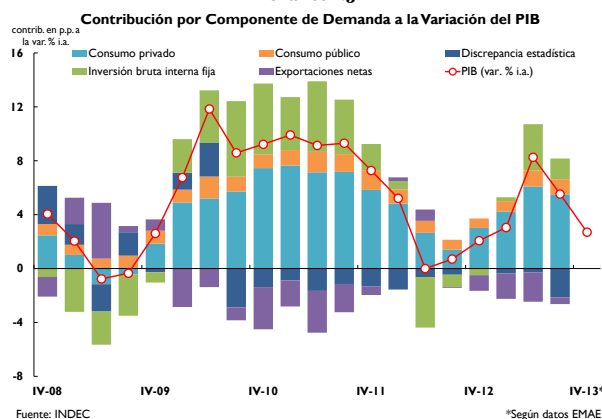
La apreciación generalizada del dólar resultante de la política monetaria más restrictiva contribuyó a la caída del precio internacional de las materias pri-

**Gráfico 1.4**  
**Crecimiento Económico**

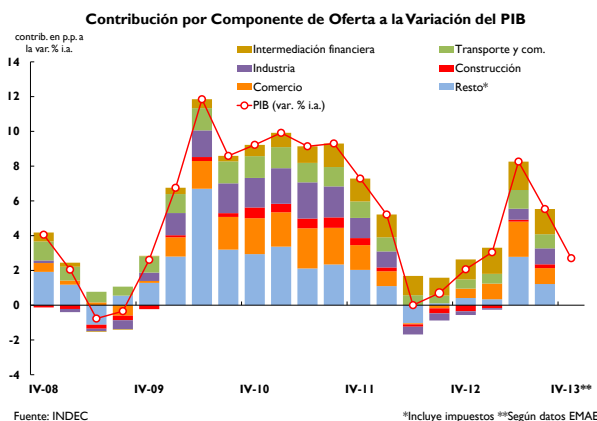


\*Ponderados por su participación en las exportaciones argentinas, que en conjunto llega al 80% del total  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC, FocusEconomics y FMI  
e: Estimado p: Proyectado

**Gráfico 1.5**



**Gráfico 1.6**



mas, ampliando así las dificultades que enfrentan los países emergentes exportadores netos de estos productos. Los menores precios reflejados en el mercado de futuros también recogen, en el caso de los productos agrícolas, los efectos de elevadas cosechas de granos, y, en el caso de las cotizaciones de los metales y minerales y de la energía, el frágil desempeño de la economía global. En el último caso, los conflictos socio-políticos en el Medio Oriente contrarrestaron en parte las presiones bajistas sobre el precio del petróleo crudo.

Hacia adelante persiste una alta incertidumbre respecto a cómo evolucionará la economía global. No sólo hay preocupación sobre una eventual continuidad del desarme de posiciones especulativas en activos financieros de los países emergentes, sino también sobre cuál será el impacto de aquellas tendencias en el crecimiento global. Enfrentamos así un escenario donde: 1) existe incertidumbre sobre la dimensión de la recuperación en los Estados Unidos, y sobre el ritmo del *tapering*, 2) no hay señales sustantivamente positivas en el resto de los países avanzados y, 3) aumenta el riesgo de una generalizada desaceleración en los países en desarrollo —en particular de China—, en un contexto de devaluaciones y suba de tasas de interés en la mayoría de estas economías que se conjugan, en algunos casos, con elevados niveles de endeudamiento y fragilidad de los sistemas financieros.

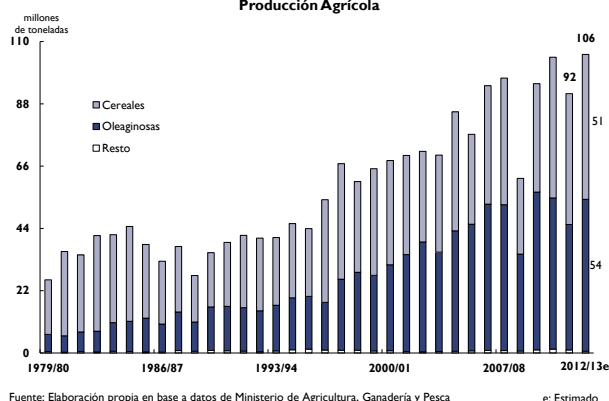
En Argentina, la expansión de la actividad económica se moderó durante la segunda parte de 2013. Sin embargo, la fuerte recuperación registrada durante el primer semestre del año pasado permitiría estimar para el año un crecimiento cercano al 5%, 3 puntos porcentuales (p.p.) superior al observado en 2012.

Por el lado de la demanda, el gasto de los hogares fue el componente más dinámico y de mayor contribución al PIB, tanto en el último trimestre como a lo largo del año. La suba de los ingresos laborales, las políticas de transferencias hacia los sectores de menores recursos, y la continuidad de las posibilidades de financiación, sostuvieron el consumo de las familias. En menor medida contribuyó la inversión, principalmente por el gasto en equipo durable de producción, mientras que la construcción recuperó sus niveles de actividad previos a la retracción observada en 2012. Así, la Tasa de inversión se mantuvo en torno al 23% del PIB en 2013. Por último, las exportaciones netas —medidas a precios constantes— tuvieron un efecto negativo sobre la demanda.

Del lado de la oferta, la provisión de servicios —que aporta dos tercios del valor agregado de la economía— continuó siendo el segmento más dinámico.



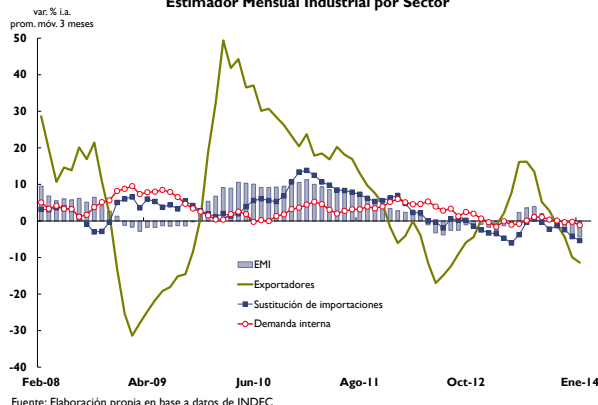
**Gráfico 1.7**  
**Producción Agrícola**



Su evolución respondió tanto al aumento del consumo de los hogares como a la mayor demanda originada por los sectores productores de bienes. Estos últimos observaron comportamientos heterogéneos entre las actividades primarias, industriales y las asociadas a la construcción.

El incremento de valor agregado a partir del resultado de la cosecha 2012/13 registrada en la primera parte del año no se trasladó plenamente a la industria en el segundo semestre de 2013. Así, los menores niveles en la molienda respecto al 2012 (-10% en el segundo semestre), pesaron mayormente en el derrótero de la actividad de la industria de alimentos, contrarrestando el aporte positivo de la industrialización de productos pecuarios.

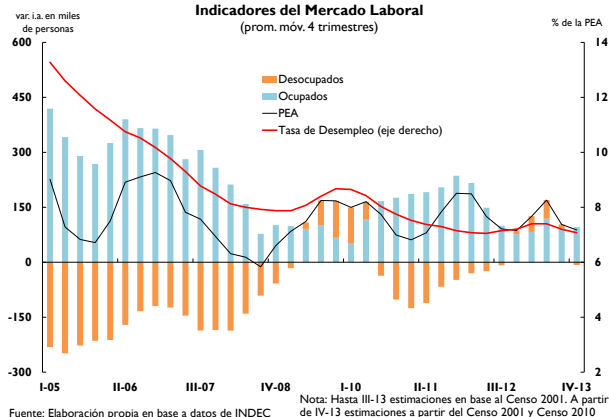
**Gráfico 1.8**  
**Estimador Mensual Industrial por Sector**



Luego de una producción agrícola récord durante el ciclo 2012/13, en torno a las 106 millones de toneladas, la campaña en curso se avizora con resultados positivos a partir del alza en trigo y soja. Así, se prevé que el sector agrícola tenga un impacto multiplicador sobre la actividad económica de 2014, tanto por el crecimiento de la cosecha como por la exportación de los remanentes de la campaña anterior. La suba de la producción agrícola tendrá a su vez efectos sobre la actividad de la industria y de los servicios.

Respecto al resto de las ramas manufactureras, los bloques tradicionalmente exportadores —como son el sector automotriz, los productos químicos y los sectores conexos, entre los que se encuentra parte de la producción metalmecánica— verificaron caídas en el segundo tramo de 2013 por un debilitamiento de la demanda externa. Por su parte, la construcción se expandió a lo largo de 2013, tanto por las mayores obras públicas como privadas. El Programa de Crédito Argentino del Bicentenario (PRO.CRE.AR.) destinado a la construcción o refacción de la vivienda única familiar ha sido clave en el sostenimiento de la construcción, y se espera que su incidencia positiva se prolongue en 2014.

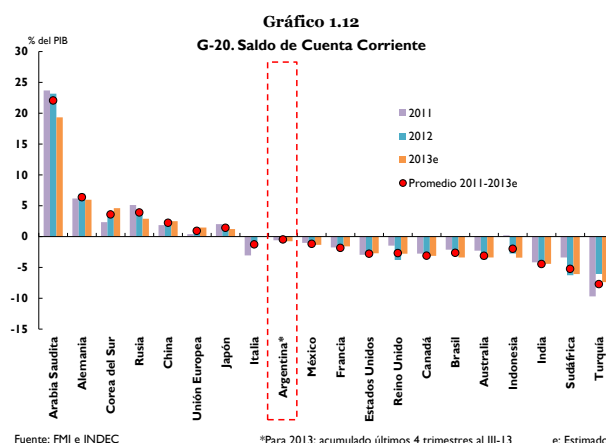
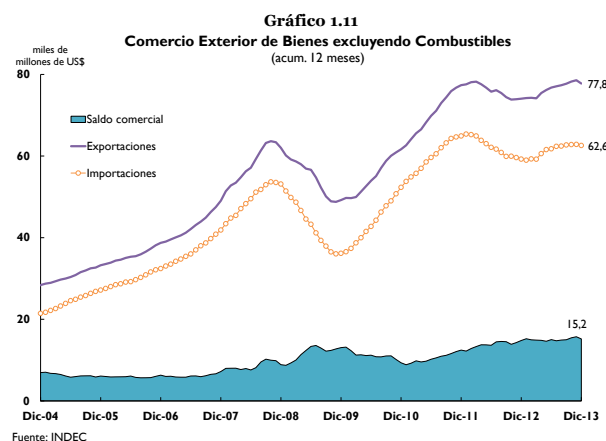
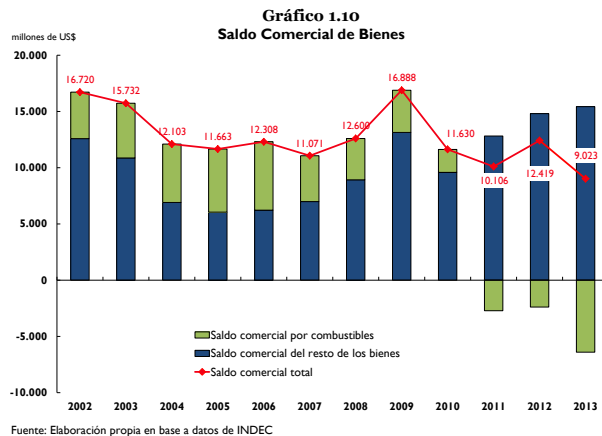
**Gráfico 1.9**  
**Indicadores del Mercado Laboral**  
(prom. mov. 4 trimestres)



El mercado de trabajo se mantuvo sólido, a pesar de la moderación en el crecimiento económico. En el cuarto trimestre de 2013, la Tasa de desocupación se redujo a 6,4% de la Población Económicamente Activa (PEA; -0,4 p.p. interanuales —i.a.—). También mejoró la calidad del empleo en igual período con una reducción de la Tasa de subocupación a 7,8% de la PEA, dada la caída en la subocupación demandante. En tanto, la Tasa de informalidad se redujo en relación a 2012, alcanzando 34,6% de los asalariados (al tercer trimestre de 2013).

Las condiciones del mercado de trabajo —con remuneraciones creciendo a un ritmo semejante al de



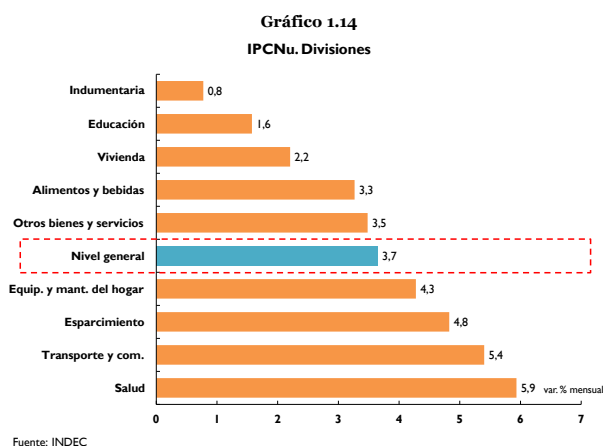
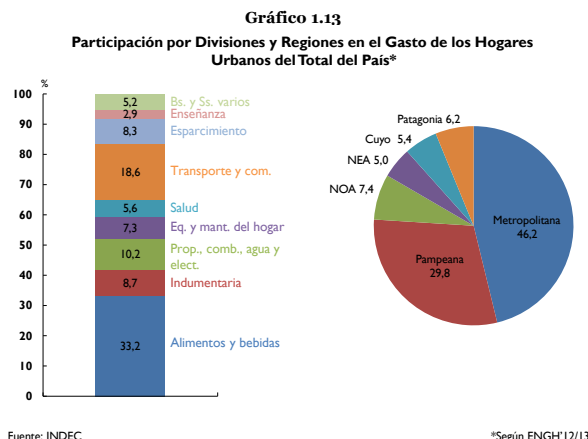


2012— y las políticas de ingresos del gobierno impulsaron una nueva mejora en la equidad de la distribución personal del ingreso durante 2013. Entre las últimas se destacan las acciones tendientes a elevar los ingresos de los sectores de menores recursos —Asignación Universal por Hijo y asignación por Embarazo para Protección Social—, y los aumentos de los haberes de las jubilaciones y pensiones, y del Salario Mínimo, Vital y Móvil. Asimismo, el Gobierno Nacional anunció recientemente la creación del Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROG.R.ES.AR) con el objetivo de brindar apoyo económico a los jóvenes de entre 18 y 24 años (1,5 millones de potenciales beneficiarios de los cuales ya se habrían inscripto más de 500.000 personas) que no terminaron sus estudios y que no trabajan o lo hacen de manera precaria.

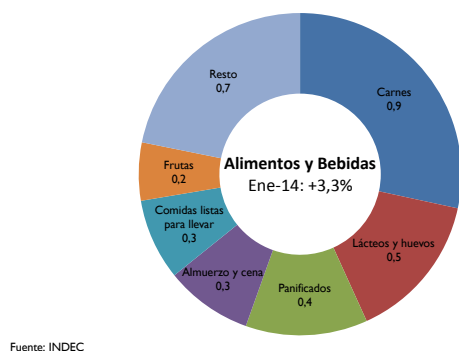
En relación al sector externo, según los datos del INDEC, las exportaciones crecieron 2,6% i.a. en 2013, lideradas por las manufacturas de origen agropecuario y, en menor medida, las de origen industrial. Por su parte, las importaciones aumentaron 8,7% i.a. en igual período. Así, el superávit comercial sumó US\$9.024 millones en 2013, US\$3.395 millones por debajo del saldo alcanzado en 2012. La reducción del excedente se explicó fundamentalmente por el saldo negativo del intercambio de combustibles y energía, ya que al excluirlo se obtiene un superávit comercial de bienes de US\$15.187 millones, que implica una mejora de US\$385 millones respecto de 2012. En efecto, las exportaciones del resto de los bienes se elevaron en conjunto 5,4% i.a. en 2013, mientras que las importaciones sin considerar los combustibles subieron 5,7% i.a., implicando un incremento del saldo comercial de 4,2% i.a., el cual representó aproximadamente 3% del PIB.

La Cuenta corriente registró un déficit equivalente a 0,7% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses al tercer trimestre de 2013, manteniendo un buen desempeño si se lo compara con países emergentes del G-20. Para 2014 se prevé una reversión del saldo de la Cuenta corriente hacia terreno positivo ya que se espera un efecto favorable sobre los flujos de ingresos y de egresos de la balanza comercial y de servicios, en particular aquellos relacionados con el turismo, derivado de la modificación de la paridad cambiaria.

El aumento de la producción local de bienes y servicios impulsó el incremento de la recaudación tributaria, que en todo 2013 se incrementó 26% i.a. Mientras que el Impuesto al Valor Agregado, el impuesto a las Ganancias y los ingresos de la Seguridad social crecieron por encima de 30% i.a. (contribuyendo con un 83% de la suba de los ingresos por recaudación), los Derechos de exportación disminuyeron 10% i.a.



**Gráfico 1.15**  
IPCNU. Incidencia Mensual de las Clases sobre la Variación de los Precios de los Alimentos y Bebidas (ene-14)

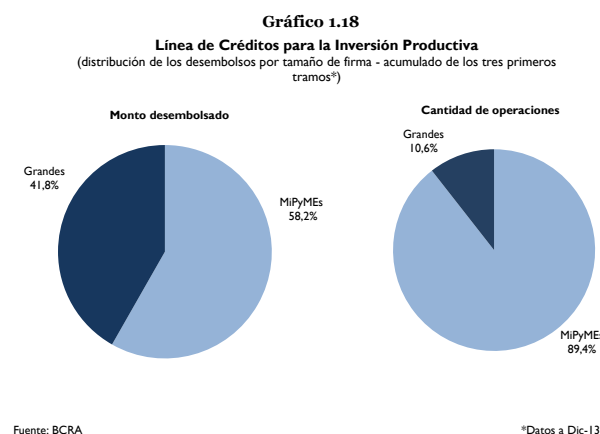
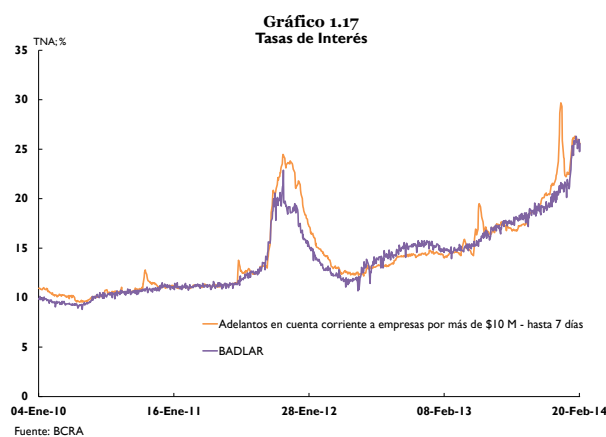
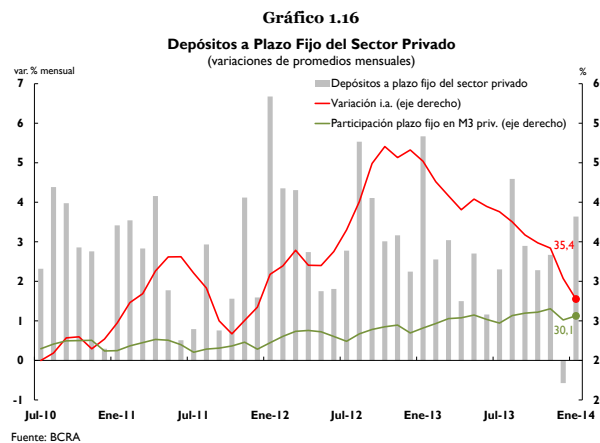


Nutridos por los recursos tributarios y, en menor medida, por las utilidades del BCRA y por las rentas de la propiedad del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS-ANSeS), los ingresos del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) se elevaron 30% i.a. en el período. El gasto primario también se incrementó (33,5% i.a.), principalmente por el alza de las Prestaciones previsionales y de las Transferencias corrientes al sector privado (que incluyen las asignaciones familiares y los subsidios). El SPNF registró un resultado primario en torno a -0,8% del PIB en 2013, mientras que los pagos de intereses representaron cerca de 1,6% del Producto.

Durante el cuarto trimestre de 2013 el Tesoro Nacional cubrió nuevamente sus necesidades de financiamiento utilizando fuentes intra sector público. De esta manera, la Deuda pública nacional en manos del sector privado —que a junio de 2013 se ubicó en 12,3% del PIB— finalizó el año en estos niveles acotados. Ya en el nuevo ejercicio fiscal, el canje de deuda del Bonar 2014 con vencimiento en enero permitió reducir significativamente las necesidades financieras del primer trimestre de 2014, al obtener un 77% de aceptación. Además, en los últimos meses se avanzó en la firma de diversos acuerdos entre el Gobierno Nacional y empresas que mantenían reclamos en el marco del CIADI. Más recientemente se sumó el convenio con Repsol a partir del cual se compensará a través de la emisión de bonos la expropiación del 51% de las acciones de YPF.

En materia de precios, el INDEC difundió recientemente el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU). Este nuevo indicador se confecciona a partir de 6 canastas regionales (de acuerdo a los resultados de la última Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares de 2012/13), haciendo un relevamiento en 40 aglomerados urbanos de más de 5.000 habitantes distribuidos a lo largo del país. Así, el IPCNU permite contar con información sobre la evolución de los precios minoristas con una amplia cobertura geográfica y con una estructura de gastos actualizada.

De acuerdo al nuevo índice, los precios minoristas verificaron en enero pasado una suba de 3,7% mensual. Este comportamiento estuvo determinado mayormente por el alza de Alimentos y bebidas, Transporte y comunicaciones y Esparcimiento, que en conjunto explicaron casi el 70% del aumento. En el incremento de los precios de los Alimentos y bebidas (3,3%) incidieron principalmente las carnes, los productos lácteos, los panificados y la comida fuera del hogar. El aumento en Transporte y comunicaciones reflejó fundamentalmente la entrada en vigencia del nuevo esquema de tarifas para el transporte público automotor urbano y suburbano de pa-



sajeros para el área metropolitana, mientras que Esparcimiento capturó los aumentos estacionales vinculados con los servicios turísticos.

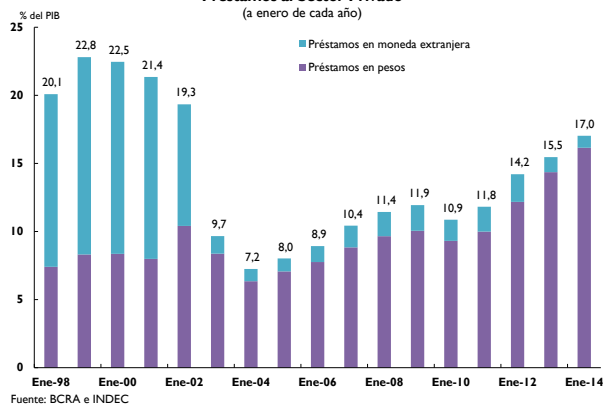
El Gobierno implementó desde inicios de este año una serie de acuerdos de precios a partir de los cuales se establecieron valores de referencia —que serán revisados periódicamente— para un conjunto de bienes. El programa alcanza a una vasta gama de productos entre los que se incluyen alimentos y bebidas, artículos de librería, productos de limpieza y perfumería, y medicamentos. Además, se fijaron valores de referencia para los insumos para la construcción de viviendas con el objetivo de garantizar el poder adquisitivo de los fondos otorgados en el marco del PRO.CRE.AR, y, con ello, la efectividad del programa.

Los agregados monetarios en pesos siguieron moderando su ritmo de crecimiento interanual a lo largo del cuarto trimestre de 2013, tendencia que se mantuvo a inicios de 2014. En diciembre el agregado en pesos más amplio (M3) creció 26% i.a., mientras que el M3 privado lo hizo en 28% i.a. Si bien todos los componentes del M3 privado se elevaron, se destacaron por su dinamismo los depósitos a plazo fijo, con una suba de 35% i.a. —tasa inferior a la de un año atrás pero que aún resulta históricamente elevada—.

Con el objetivo de equilibrar el mercado monetario y favorecer el ahorro en moneda nacional a partir de enero el Banco Central comenzó a aumentar las tasas de interés de referencia. Los rendimientos de corte de las LEBAC con menores plazos se ubicaron a fin de febrero en niveles cercanos al 29%, y la tasa de interés de la especie adjudicada con mayor madurez se situó en aproximadamente 30%. Asimismo, volvieron a colocarse especies a tasa variable, registrando a fines de febrero un *spread* positivo sobre la BADLAR de bancos privados, que fue desde 1,2 p.p. a 1,3 p.p. dependiendo del plazo. Las tasas de interés pasivas y activas de los bancos, que ya se habían incrementado en diciembre por factores estacionales, siguieron a las tasas de referencia.

Debe destacarse, no obstante, que la autoridad monetaria cuenta con instrumentos específicamente diseñados para evitar que estos incrementos deterioren el crédito productivo. Luego de haberse desembolsado bajo la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP) \$53.700 millones entre junio de 2012 y diciembre de 2013 con casi un 60% destinado a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs), el Banco Central lanzó la cuarta etapa en la que se destinarán en torno a \$23.000 millones al sector productivo durante el primer semestre de

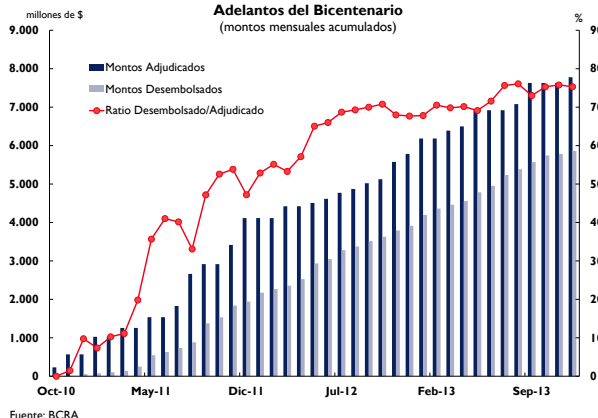
**Gráfico 1.19**  
**Préstamos al Sector Privado**  
(a enero de cada año)



2014. En esta oportunidad, la totalidad del cupo deberá ser orientado a las MiPyMEs a un plazo mínimo de 36 meses y a una tasa de interés fija máxima de 17,5%. No obstante, se podrán imputar hasta la mitad del cupo a los créditos hipotecarios para la vivienda con un plazo mínimo de 10 años —sujeto a otras condiciones financieras— y al financiamiento de proyectos de inversión de grandes empresas con destinos determinados normativamente —sin limitación de tasa de interés—. Recientemente se amplió el uso de los créditos para la inversión productiva al descuento de cheques de pago diferido hasta un 10% en marzo y hasta un 10% en abril de su cupo previsto para el primer semestre de 2014. La tasa de interés del financiamiento no deberá superar el 17,5% y, si bien no se aplicará el plazo mínimo de 36 meses, el nivel de aplicación alcanzado en abril deberá mantenerse, como mínimo, hasta el 30 de junio de 2014.

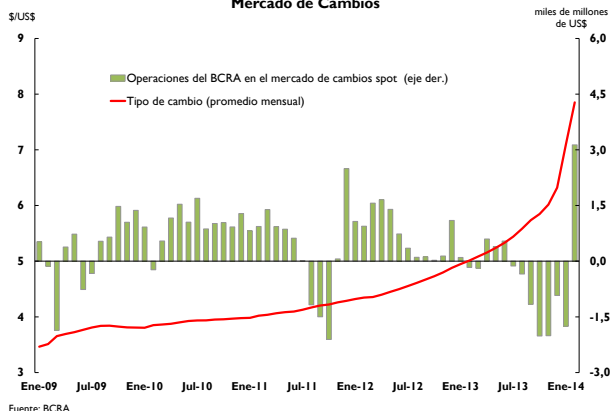
También, se dispuso, a partir de marzo de 2014, una disminución adicional de los encajes de acuerdo a las financiacines con un plazo mayor a 5 años otorgadas desde el 1 de enero de 2014 a MiPyMES en el marco de esta línea de crédito.

**Gráfico 1.20**  
**Adelantos del Bicentenario**  
(montos mensuales acumulados)



Además, el BCRA continuará licitando fondos en el marco del Programa del Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB). Desde su inicio hasta diciembre último se desembolsaron \$5.860 millones (alrededor del 75% de lo ya adjudicado), principalmente a la industria. Así, junto con la LCIP, el Banco Central seguirá estimulando los préstamos en pesos al sector privado en un contexto donde el nivel de apalancamiento global de la economía, a pesar de haberse recuperado 5,9 p.p. desde 2010, permanece bajo (17% del PIB en enero).

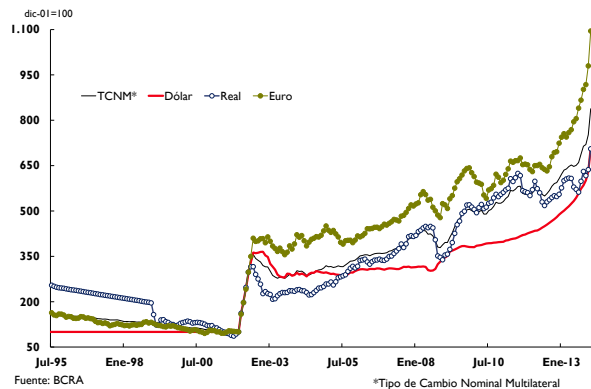
**Gráfico 1.21**  
**Mercado de Cambios**



De esta forma, la creación secundaria del dinero se mantendrá como uno de los principales factores de expansión monetaria. En los últimos tres meses de 2013 el alza de los préstamos en pesos al sector privado explicó en gran medida la expansión monetaria junto con las operaciones con el sector público. En conjunto, estos factores contrarrestaron el efecto contractivo de las ventas netas de divisas en el mercado. En parte como resultado de la intervención cambiaria y también por los pagos de deuda en moneda extranjera efectuados, las reservas internacionales se ubicaron en US\$30.599 millones a fines de 2013, mostrando una caída adicional a principios de 2014.

Durante el último trimestre de 2013 y enero de 2014 se observó en el mercado cambiario un importante aumento en la volatilidad, producto de factores internos que se sumaron a la mayor inestabilidad registrada en la mayoría de los mercados emergentes.

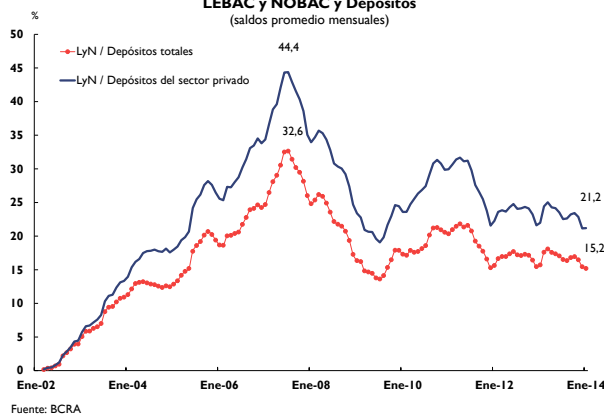
**Gráfico 1.22**  
Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral



Ante este escenario y con el objetivo de equilibrar al mercado cambiario se implementaron un conjunto de medidas destinadas a influir tanto en el mercado monetario como en el de divisas.

En el marco de su política de flotación administrada el Banco Central dio lugar a una suba del tipo de cambio que implicó un incremento de 23% respecto al valor de la moneda al cierre de 2013. Simultáneamente, para estimular al ahorro en moneda nacional —como fue antes mencionado— realizó varios aumentos consecutivos de las tasas de corte de las licitaciones de LEBAC y NOBAC (lo cual generó un incremento en lo que va del año de poco más de 12 puntos porcentuales en las tasas para todos los plazos). Si bien en los dos primeros meses de 2014 el BCRA absorbió mediante emisión de LEBAC y NOBAC \$37.995 millones —y alrededor de \$47.000 millones si se incluye la absorción por pasés—, el stock de estos instrumentos en relación a los depósitos se mantiene en niveles relativamente estables.

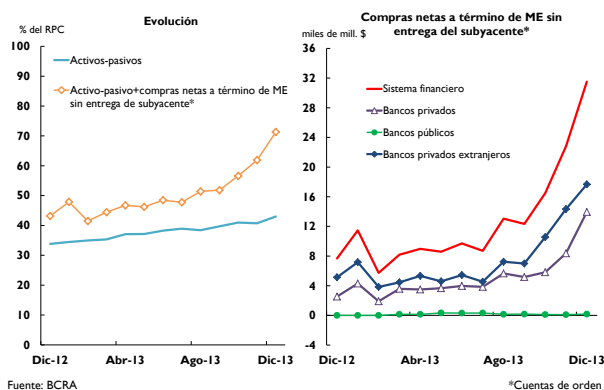
**Gráfico 1.23**  
LEBAC y NOBAC y Depósitos  
(salos promedio mensuales)



Además, para normalizar la liquidación de exportaciones y aumentar la oferta neta de divisas, se permitió a los exportadores del sector cerealero y aceitero suscribir LEBAC en pesos liquidables al tipo de cambio de referencia a partir de diciembre.

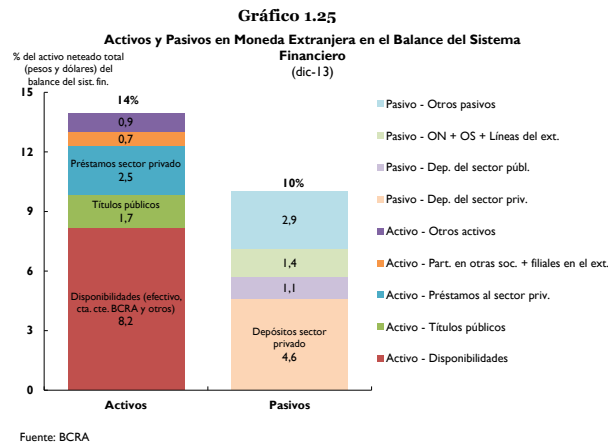
En un marco de elevada liquidez en el segmento de moneda extranjera, se dispuso un aumento gradual hasta el mes de abril de los encajes en estas monedas. A su vez se permitió que las entidades deduzcan el equivalente a sus tenencias de las LEBAC en dólares estadounidenses que comenzaron a licitarse en enero.

**Gráfico 1.24**  
Descalce de Moneda Extranjera



En un contexto donde el descalce positivo amplio de moneda extranjera del sistema financiero se ubicó en 71% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) a fines de 2013, en febrero se restableció el límite a la Posición Global Neta (PGN) positiva de moneda extranjera (30% de la RPC o los recursos propios líquidos, lo que fuere menor) y se estableció otro a la PGN positiva a término (10% de la RPC). Cabe destacar que se mantendría un elevado ratio de cobertura con activos líquidos de los depósitos en moneda extranjera que muestran una baja ponderación en el total del fondeo en los balances de las entidades financieras.

Por el lado de la demanda de divisas, en enero se reestableció el acceso de las personas físicas residentes al mercado de cambios para la formación de activos externos de libre disponibilidad —al 27 de febrero inclusive se efectivizaron compras por este concepto por un total de US\$253 millones—. Con el fin de incentivar a que los ahorros en dólares del sector privado se mantengan bancarizados se dispuso que si el



monto adquirido se mantiene depositado por al menos 365 días, la compra de moneda extranjera no estará sujeta a la percepción anticipada —equivalente al 20% del monto de la transacción— como pago a cuenta de los impuesto a las Ganancias o a los Bienes personales.

Complementariamente, se permitió a las entidades suscribir LEBAC en dólares en función de los depósitos a plazo fijo en esa denominación captados con tasas de interés predeterminadas más altas que las observadas en el mercado con anterioridad a esta medida. Estas adquisiciones de LEBAC en dólares podrán deducirse de las partidas sujetas a la exigencia de efectivo mínimo.

El conjunto de medidas implementadas ha permitido al Banco Central efectuar compras netas de moneda extranjera que contribuyeron a que las reservas internacionales se mantengan en niveles estables, al tiempo que colaboraron para morigerar el exceso de volatilidad cambiaria. En adelante, el BCRA seguirá trabajando en la consecución de los fines indicados en la Carta Orgánica con los instrumentos disponibles y en coordinación con el resto de la política económica.



## 2 Contexto Internacional

Cinco años después de la profundización de la crisis financiera internacional, el crecimiento económico global mostraría en 2014 un modesto dinamismo, a partir de cierta recuperación de las aún muy débiles economías avanzadas. Se espera que en estas economías se verifiquen menores ajustes fiscales y cierta mejora en los desempeños de sus sectores privados.

Más allá de cierta mejora en los indicadores de actividad, se mantiene cierto escepticismo sobre la solidez de la recuperación del conjunto de los países avanzados, debido a que aún se observa una tendencia de productividad decreciente para el largo plazo. De hecho, algunas importantes economías desarrolladas continuaron aplicando medidas de impulso similares o incluso mayores a las que ya se venían implementando. En Japón se mantuvieron los estímulos que, si bien se tradujeron en una reversión de la deflación, sólo condujeron, al igual que en Gran Bretaña, a una modesta expansión de la actividad económica. En tanto, ante la amenaza deflacionaria en un escenario de desempleo récord, debilidad del crédito y bajo crecimiento, en la zona del euro se decidió dar un impulso adicional a la actividad económica a partir de la reducción de la tasa de interés de referencia para la política monetaria regional.

Por su parte, la reducción del estímulo monetario en los Estados Unidos siguió generando tensiones en los mercados financieros internacionales, generando un efecto derrame (*spillover*) sobre todas las economías emergentes. Así, en los últimos meses las autoridades económicas de varios países en desarrollo reaccionaron elevando las tasas de interés de referencia de la política monetaria para contener la salida de capitales y limitar las dinámicas inflacionarias —alimentadas por las depreciaciones de las monedas—, evitando a su vez desvalorizaciones excesivas a partir de intervenciones en los mercados cambiarios. Este desempeño contrastó con el de otros países emergentes que sumaron estímulos monetarios.

El escenario actual podría dar lugar a que una lectura apresurada de la solidez de la recuperación económica estadounidense que pueda conducir a un sesgo excesivamente contractivo de su política monetaria. Asimismo, el ajuste de la liquidez global podría empeorar el desempeño de los mercados internacionales de crédito, monedas, *commodities* y activos, y afectar especialmente a los países emergentes más expuestos a las condiciones financieras internacionales, lo que moderaría su crecimiento económico. De hecho, justamente cuando el G-20 propone acelerar la economía global 2 puntos porcentuales adicionales hasta 2018, el mayor riesgo que se plantea para el desempeño de la economía global es un debilitamiento simultáneo de las economías emergentes (en particular de China), y su potencial efecto de retroalimentación sobre la incipiente recuperación de los países desarrollados.

Gráfico 2.1  
PIB Real

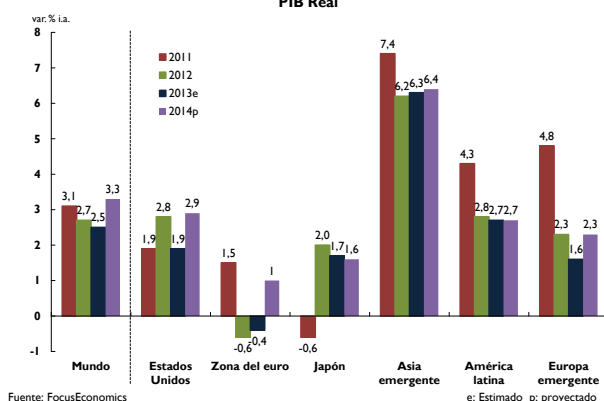
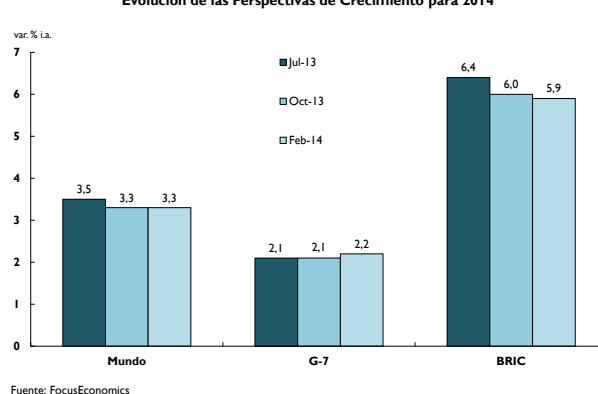
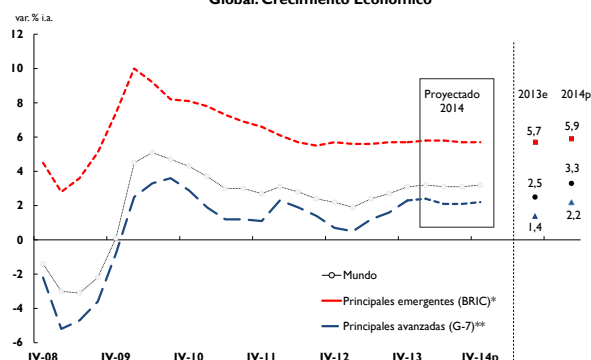


Gráfico 2.2  
Evolución de las Perspectivas de Crecimiento para 2014





**Gráfico 2.3**  
Global. Crecimiento Económico



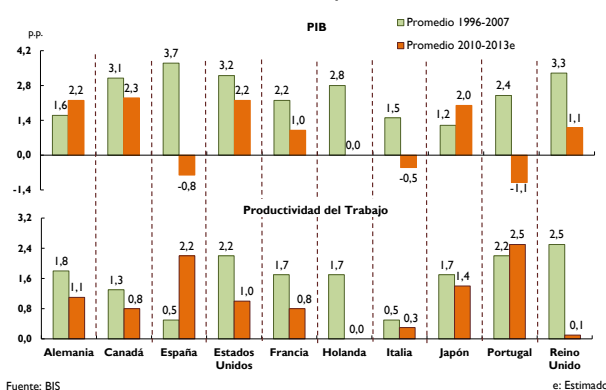
\*Brasil, Rusia, India y China \*\*Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y Canadá  
Fuente: FocusEconomics e: Estimado p: Proyectado

## 2.1 Economía Global

Durante el último trimestre de 2013 el crecimiento económico global (3,1% interanual —i.a.—) continuó siendo débil. De todos modos, el avance fue mayor que en los trimestres previos y se volvieron a registrar comportamientos heterogéneos tanto dentro de las diferentes regiones como entre ellas. Mientras que los países avanzados de mayor envergadura siguieron en una modesta pero incipiente recuperación, al expandirse 2,3% i.a., las principales economías emergentes mantuvieron un ritmo estable de aumento de la actividad, en torno al 5,7% i.a. (ver Gráfico 2.3).

Si bien mejoraron los indicadores de actividad económica de las naciones avanzadas, aún persisten dudas sobre la solidez de su incipiente recuperación. En los Estados Unidos, pero particularmente en Japón y Europa, las medidas de estímulo continúan siendo indispensables para sostener el aún modesto crecimiento. En el último trimestre de 2013, el PIB de los Estados Unidos creció 2,7% i.a., mientras que en la zona del euro se habría registrado un incremento de sólo 0,5% i.a. En tanto, Japón habría crecido a una tasa cercana al 2,7% i.a. y Gran Bretaña al 2,8% i.a.

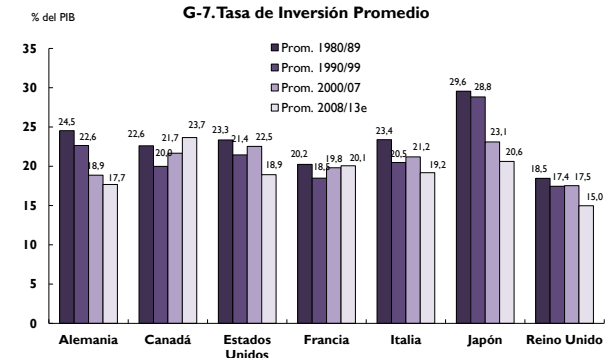
**Gráfico 2.4**  
Avanzadas. Variación del PIB y de la Productividad



Fuente: BIS

e: Estimado

**Gráfico 2.5**  
G-7. Tasa de Inversión Promedio

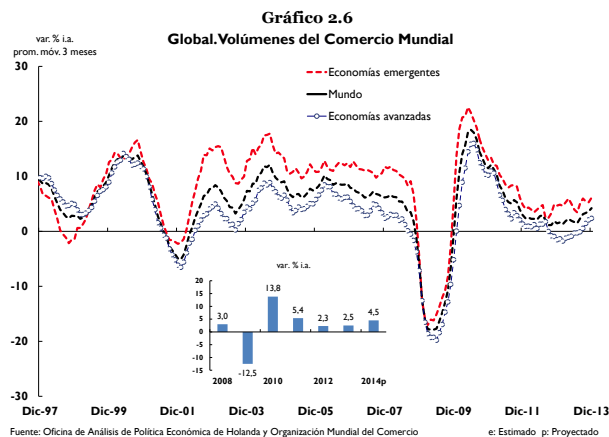


Fuente: FMI

e: Estimado

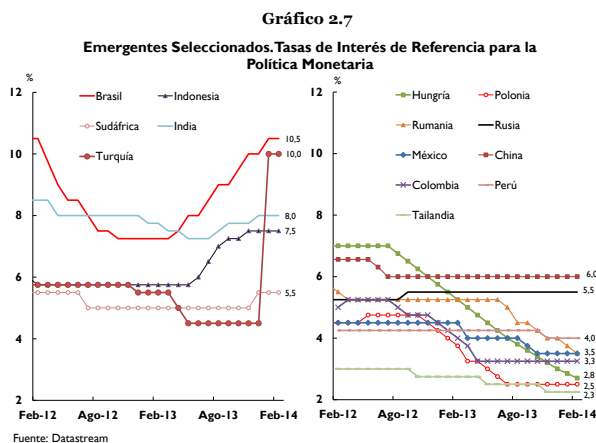
La prudencia en la evaluación de la solidez de la recuperación de los países avanzados se basa también en las decrecientes tendencias de productividad de largo plazo de estas economías. Este desempeño tuvo generalmente su correlato en tasas de crecimiento económico menores a las observadas durante el período pre-crisis (ver Gráfico 2.4). La tendencia es preocupante y se refleja en las menores expectativas de expansión para los próximos años para estos países que, a su vez, enfrentan grandes desafíos para equilibrar intertemporalmente las finanzas públicas. El cuadro se refuerza al analizar la evidencia de diversos indicadores de subutilización de los factores productivos (desempleo elevado y duradero, niveles de producción inferiores o cercanos a los de pre-crisis y excesos de oferta de inmuebles en algunos países).

Este conjunto de factores, en un marco de lento y prolongado proceso de desendeudamiento de las familias y empresas, contribuyó a la merma de las Tasas de inversión, hecho que reduce la velocidad de recuperación. En los últimos años la Inversión bruta fija en la mayoría de los países avanzados se redujo entre 2 y 7 puntos porcentuales (p.p.) del PIB con respecto al promedio de la década anterior



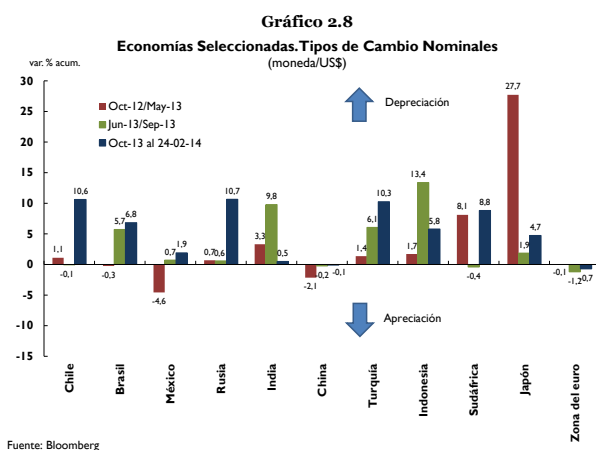
a la crisis financiera internacional (ver Gráfico 2.5). Asimismo, como señalan los analistas del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por su sigla en inglés), resulta particularmente preocupante la fuerte caída de la inversión en maquinaria y equipo. Esta merma podría explicar la mayor parte de la tendencia decreciente de la productividad, en la medida en que este tipo de gasto de capital tiende a difundir y mejorar el uso de nuevas tecnologías en las empresas.

La mejora en el margen de la actividad de los países avanzados se reflejó en un leve repunte de los volúmenes comercializados, los cuales se incrementarían 4,5% en 2014 (ver Gráfico 2.6).



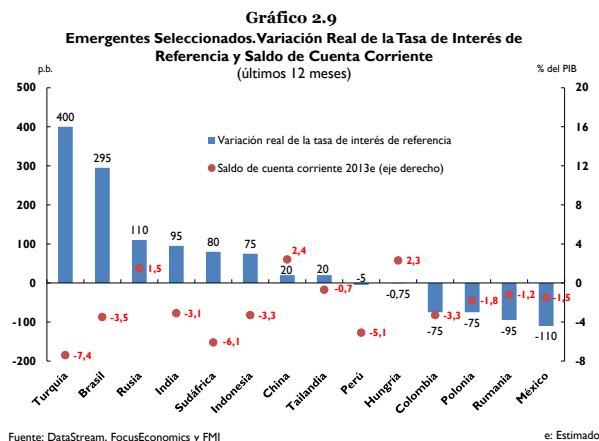
Entre los países en desarrollo el panorama acentuó su carácter heterogéneo. Mientras que algunas naciones encararon medidas de estímulo monetario adicionales, otras elevaron las tasas de interés de referencia para la política monetaria (ver Gráfico 2.7). Esta reacción desigual de políticas se dio en un contexto en el que las decisiones de la Reserva Federal estadounidense (Fed) continuaron influyendo al alza sobre los costos de financiamiento para los países más dependientes de los flujos de capitales internacionales. A su vez, se siguió verificando un significativo impacto sobre las valuaciones de sus monedas y otros activos (ver Gráfico 2.8 y Sección 3). Desde junio de 2013, Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica y Turquía registraron depreciaciones entre 8% y 23%.

La reacción de las economías más afectadas se orientó a contener la salida de fondos, incentivar la reducción de los déficits externos y limitar las presiones inflacionarias —en parte influidas por las depreciaciones cambiarias— (ver Gráfico 2.9).



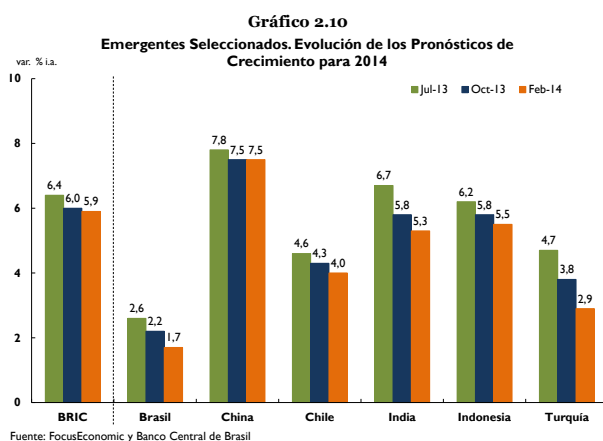
De acuerdo a las expectativas de los analistas del mercado, el crecimiento mundial alcanzaría a 3,3% en 2014, con una recuperación marginal en relación al 2,5% registrado en 2013. Se prevé que el impulso provenga de los países avanzados, sobre los cuales impactarían en menor medida que en 2013 los programas de ajuste fiscal. Asimismo, se verificaría un mejor desempeño del gasto privado, aún contenido principalmente por los elevados niveles de desocupación y por el lento proceso de desendeudamiento.

Si bien las economías emergentes mostrarían un dinamismo algo mayor al de 2013, el reciente deterioro de las condiciones financieras internacionales

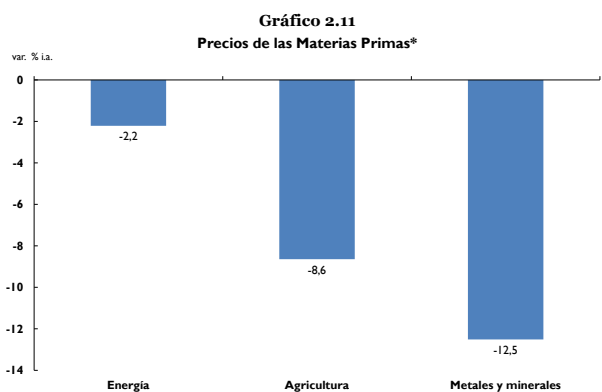


y el riesgo de un menor ritmo de crecimiento de la economía china ya se reflejaron en una continua reducción de sus perspectivas de expansión (ver Gráfico 2.10).

Los analistas internacionales proyectan que la Fed continuará reduciendo el ritmo de compras de activos a lo largo de 2014, para culminar con dicho programa a fin de año. Sin embargo, la frágil creación de empleos registrada en los últimos meses dio lugar a que algunos analistas sugirieran que podría revisarse el plan de este recorte de estímulo. Por su parte, la autoridad monetaria de los Estados Unidos mantendría inalterado el objetivo de tasa de interés de referencia para la política monetaria en el rango de 0,0-0,25% durante un tiempo considerable (los analistas del mercado estiman actualmente que no habría subas por lo menos hasta 2015).

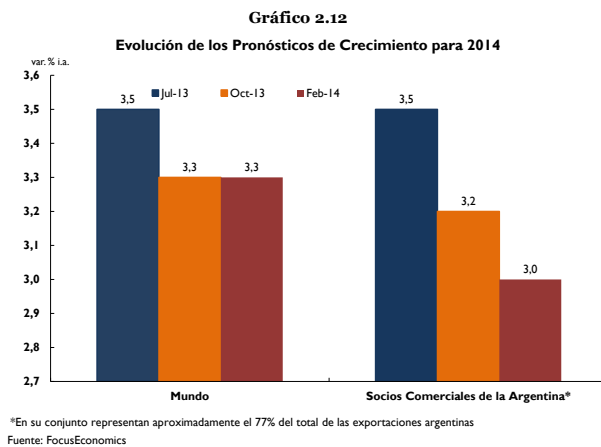


A diferencia de la Fed, el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra (BoE, por su sigla en inglés) y el Banco de Japón (BoJ, por su sigla en inglés) mantuvieron el sesgo expansivo sobre sus políticas monetarias. En noviembre de 2013, el BCE decidió reducir su tasa de interés de referencia (*Main Refinancing Operations* —MRO—) a 0,25%, su mínimo histórico. La autoridad monetaria regional ratificó su predisposición para aplicar eventualmente medidas adicionales en un contexto de caída de la liquidez excedente en el sistema financiero, debilidad del crédito y el potencial riesgo de que el bloque ingrese en un ciclo deflacionario similar al que enfrentó Japón durante 15 años. Asimismo, la zona del euro avanzó en la agenda de acciones vinculadas a la creación de una unión bancaria (ver Apartado 2).



El BoE informó que no incrementaría la tasa de interés de referencia de la política monetaria (actualmente en 0,5%) hasta fines de 2014. Por su parte, si bien en Japón los precios minoristas están convergiendo más rápido de lo esperado a la meta establecida, se mantienen las directivas de la autoridad monetaria, que incluyen —entre otros aspectos— la duplicación de la base monetaria entre abril de 2013 y 2015.

Los precios internacionales de los *commodities* no se constituyeron como factores relevantes de generación de presiones inflacionarias a nivel global (ver Gráfico 2.11). La moderación del ritmo de crecimiento de los países emergentes (especialmente de China) contribuyó a que en el cuarto trimestre los precios de las materias primas industriales con-



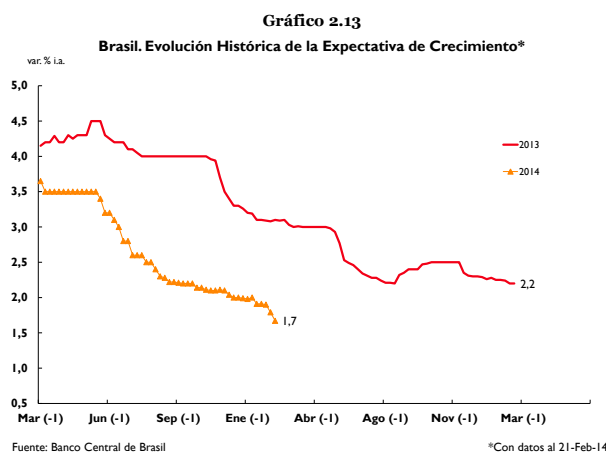
tinuaran con la tendencia declinante que venían registrando en los primeros trimestres de 2013. Por su parte, los precios de productos agrícolas disminuyeron dada la abundante oferta mundial (ver Apartado 1). En tanto, los valores de la energía se mantuvieron elevados básicamente producto de los conflictos geopolíticos en los países productores de Medio Oriente (ver Sección 8).

## 2.2 Principales Socios Comerciales

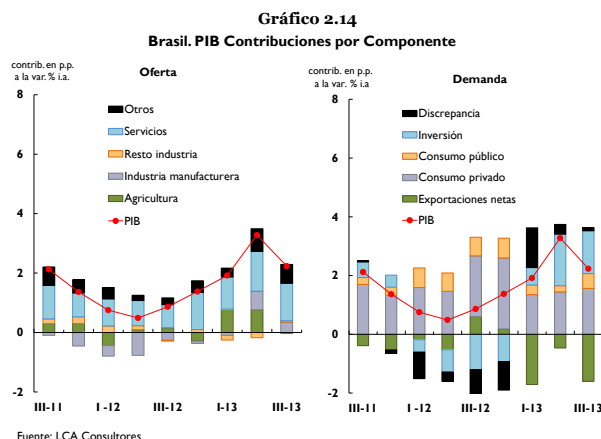
El episodio de incertidumbre e inestabilidad financiera y cambiaria se reflejó en menores proyecciones de crecimiento mundial. A su vez, esto afectó negativamente a las perspectivas para el conjunto de los principales socios comerciales de Argentina, fundamentalmente de las contrapartes de economías emergentes (ver Gráfico 2.12).

### Brasil

La economía brasileña mantuvo un débil desempeño económico a lo largo de 2013 al crecer en torno a 2,2%, por debajo de lo esperado a principios de año (3,3% i.a.). Este comportamiento se vio reflejado en sucesivas correcciones a la baja de los pronósticos de expansión para 2014 (1,7% i.a.; ver Gráfico 2.13).



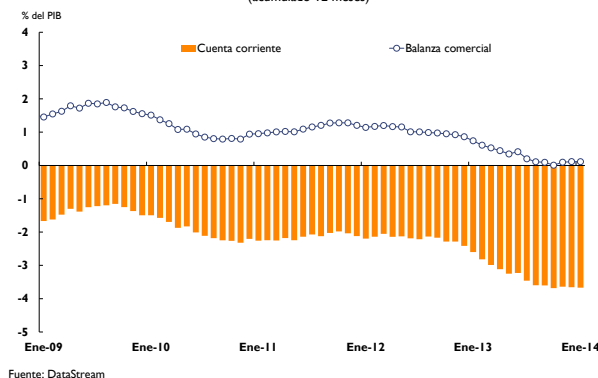
Desde la perspectiva de la oferta agregada, la moderación del ritmo de expansión en el último tramo de 2013 se explicó, fundamentalmente, por un estancamiento del sector agrícola y por contribuciones más acotadas de la industria y de los servicios. Por el lado de la demanda, las Exportaciones netas incrementaron su aporte negativo, mientras que la Inversión perdió cierto dinamismo (ver Gráfico 2.14).



Uno de los mayores riesgos que enfrenta la economía de Brasil es el potencial impacto de un contexto internacional más adverso. En efecto, las tensiones en el sector externo brasileño se volvieron más evidentes desde fines del año pasado. En los últimos 2 años el superávit comercial se deterioró 1,1 p.p. del PIB. Este desempeño obedeció fundamentalmente a las mayores compras externas de combustibles, a lo que se sumó en 2013 la caída en los precios de las materias primas y los menores volúmenes exportados.

En este marco, se incrementó el déficit de Cuenta corriente, que representó cerca de 3,5% del Producto en 2013 (ver Gráfico 2.15). Dicho resultado fue

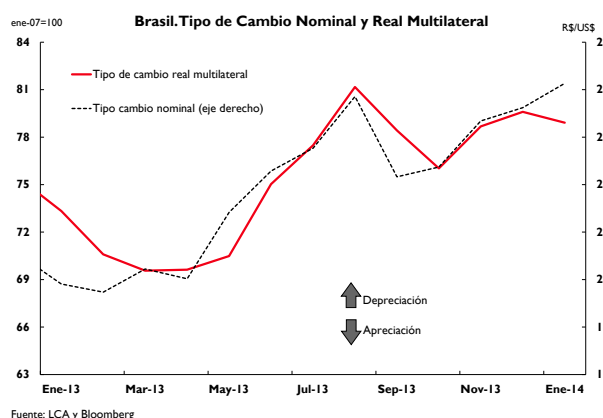
**Gráfico 2.15**  
Brasil. Balanza Comercial y Cuenta Corriente  
(acumulado 12 meses)



compensado por los ingresos netos de inversiones de cartera y de Inversión extranjera directa, que representaron 1,2% y 3% del PIB, respectivamente. De esta manera, Brasil mantuvo prácticamente inalterado su stock de Reservas internacionales.

La salida neta de divisas en concepto de transacciones financieras alcanzó en 2013 un nivel máximo desde 2002, al ascender a US\$23.396 millones (6,3% del stock de Reservas internacionales de inicios de ese año) frente a un ingreso neto de US\$8.380 millones registrado en 2012. En consecuencia, durante 2013 —con un nuevo impulso en las semanas recientes— el valor de la moneda se deterioró contra dólar acumulando una disminución nominal de 22% respecto del nivel que registraba en igual período del año pasado (ver Gráfico 2.16).

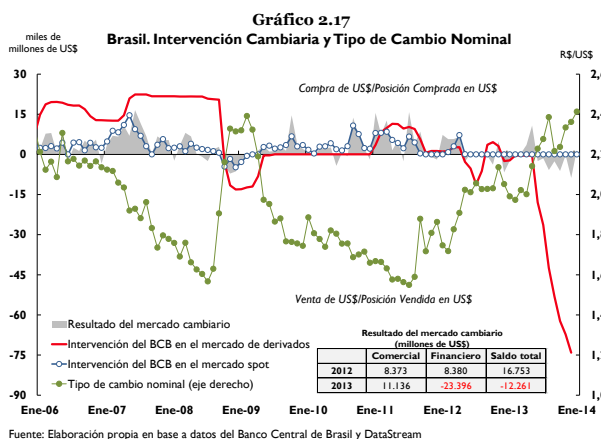
**Gráfico 2.16**



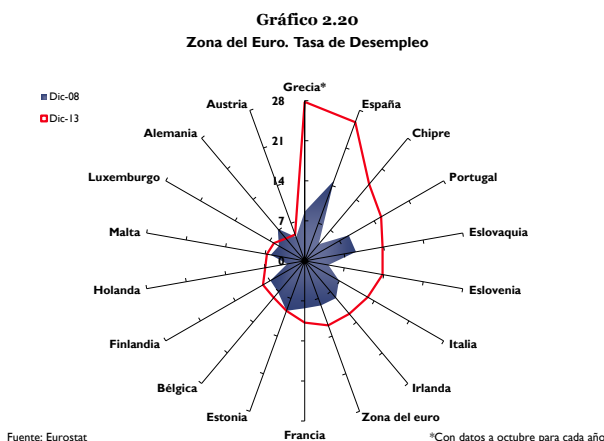
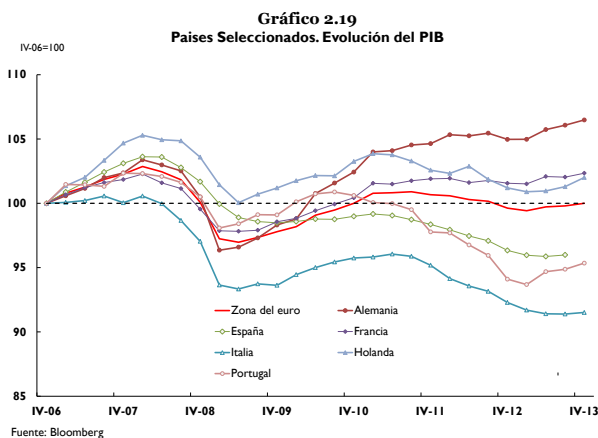
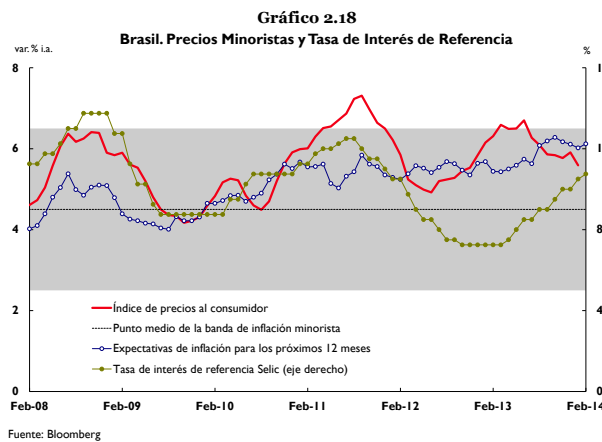
En este contexto, a fines de diciembre se dio a conocer que el programa de intervenciones regulares del Banco Central de Brasil (BCB) a través de *swaps* de tipo de cambio y *repos* de monedas lanzado en agosto<sup>1</sup> se mantendrá durante el primer semestre de 2014. Cabe señalar que la posición del BCB vendida en dólares por *swaps* superó los US\$80.000 millones en febrero de 2014 (ver Gráfico 2.17). En tanto, el gobierno anunció el incremento a 6,38% del tributo (IOF —Impuesto sobre las Operaciones Financieras—) sobre las compras en el exterior con tarjetas de débito, cheques de viajero y extracciones de moneda extranjera en el exterior.

Si bien la inflación se moderó y recientemente se mantuvo dentro del rango establecido por el BCB, la expectativa para los próximos 12 meses siguió ubicándose cerca del límite superior de la banda de tolerancia del BCB ( $4,5\% \pm 2$  p.p.; ver Gráfico 2.18). Frente a la trayectoria de los precios y las presiones cambiarias, el Comité de Política Monetaria (COPOM) volvió a aumentar su objetivo de tasa de interés de referencia del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC) llevándola a 10,75%, esperándose nuevas subas en los próximos meses hasta un nivel cercano a 11,25%.

El otro factor de riesgo que enfrenta Brasil se asocia al deterioro de las finanzas públicas, luego de evidenciar en 2013 el menor superávit primario consolidado de los últimos 13 años (1,9% del PIB). Pese a este resultado el Gobierno cumplió la meta que se había impuesto (1,3% del Producto), la cual



<sup>1</sup> Antes de lanzarse este esquema ya se venían dando intervenciones a través de estos instrumentos. A esto se le sumó la implementación de medidas de tipo administrativo, incluyendo, por ejemplo, cambios en alícuotas de impuestos a transacciones financieras.



había sido flexibilizada desde el 3,1% del PIB inicial debido a las mayores exenciones tributarias y al mayor gasto público realizado con el objetivo de impulsar la economía. El deterioro fiscal condujo a las calificadoras de riesgo a amenazar con reducir la nota de la deuda soberana. En los últimos días, el gobierno anunció un recorte de gastos para 2014 por cerca de 0,9% del PIB, que le permitiría sostener el resultado primario en torno al nivel alcanzado durante 2013.

## Zona del euro

En 2013, la zona del euro registró una contracción del PIB cercana a 0,4% i.a., previéndose una suba de 1% para 2014. Más allá de la mejora marginal de los últimos trimestres, varios de los principales países de la región aún no recuperaron el nivel de actividad del período pre-crisis, al tiempo que se mantiene la profunda heterogeneidad de desempeños en la región (ver Gráfico 2.19).

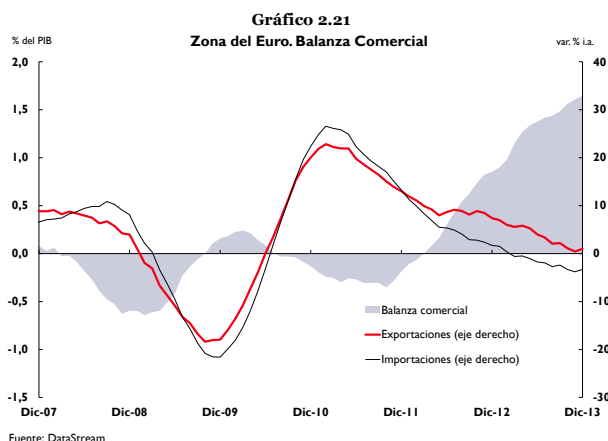
El mercado de trabajo permanece muy deteriorado. En efecto, la tasa de desocupación se ubicó en diciembre en torno al 12% de la Población Económicamente Activa (PEA), 0,1 p.p. por encima de la registrada en igual período del año previo. Se destacan los casos de Grecia y España, donde el desempleo permanece en niveles de 27,8% y 25,8%, respectivamente (ver Gráfico 2.20).

Las preocupantes condiciones laborales y la ligera contracción del crédito a los consumidores (-0,4% i.a. en diciembre) continuaron afectando al Consumo privado, aunque resulta alentador el hecho de que las ventas minoristas reales siguieran recortando su tasa de caída en los últimos meses. En igual sentido, el índice de confianza del consumidor se mantiene en los valores más elevados de los últimos años.

Estos datos alentadores se contraponen a la perspectiva acerca de la evolución del Consumo público —afectado por los planes de consolidación fiscal— y la Inversión —influida negativamente por la alicaída demanda y la contracción de 4,3% i.a. del crédito a las empresas en diciembre—. Estos componentes de la demanda agregada seguirán contribuyendo negativamente al crecimiento económico, en tanto que no se proyecta un mayor impulso de la demanda externa.

En efecto, si bien el saldo comercial de la zona alcanzó un máximo de 1,6% del PIB en el acumulado

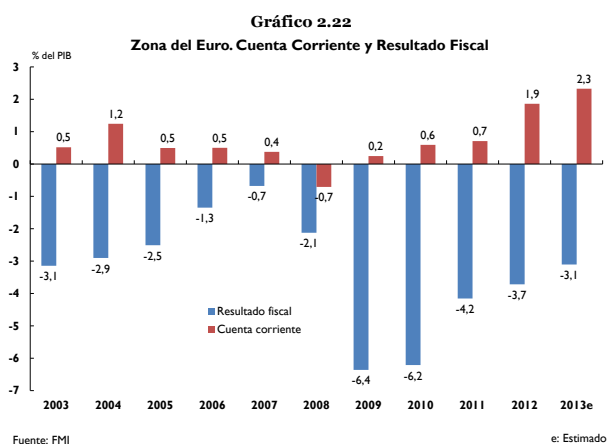




de los últimos 12 meses a noviembre de 2013, esta evolución fue producto fundamentalmente de la caída de las importaciones, ya que se observó una sistemática pérdida de dinamismo de las exportaciones (ver Gráfico 2.21).

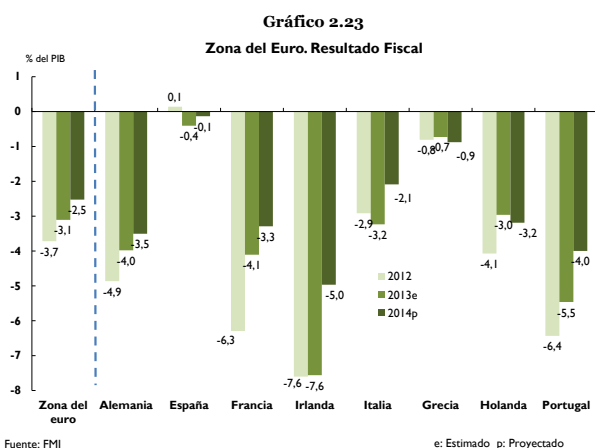
En este sentido, el importante incremento del superávit comercial explicó la mayor parte de la mejora del resultado de la Cuenta corriente, que representó 2,1% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses a noviembre (ver Gráfico 2.22).

Desde el punto de vista fiscal, se espera que el saldo negativo del sector público se reduzca hasta menos de 3% del PIB en 2014, como resultado de la continuidad de los planes de ajuste de las finanzas públicas, luego de que acotaran nuevamente el déficit durante 2013 (ver Gráfico 2.23). En este contexto de reducción de los desequilibrios externo y fiscal de los últimos años, a lo largo de 2013 se observaron notables mejoras en las condiciones de acceso al financiamiento a través de los mercados.



Sin embargo, y tal como se mencionara, el superávit de la cuenta corriente se logró por la significativa contracción de las compras externas —asociadas al frágil desempeño económico—, mientras que la austeridad fiscal limitó aún más la recuperación del nivel de actividad.

A este escenario se le suma el riesgo de que la zona del euro enfrente una deflación. La suba de los precios minoristas alcanzó 0,8% en enero de 2014, y continuó ubicándose por debajo de la meta del BCE (2%; ver Gráfico 2.24).

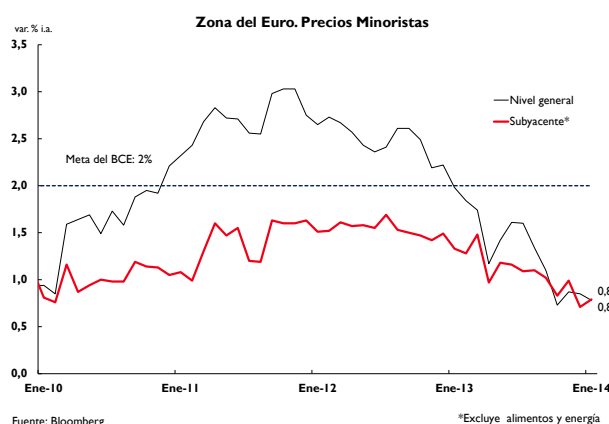


De esta manera, la autoridad monetaria mantuvo su tasa de interés de referencia en 0,25%, tras su último recorte de 25 puntos básicos en noviembre de 2013. En tanto, señaló que prevé que la inflación mantenga un ritmo de expansión acotado en los próximos meses y confirmó su estrategia de aclaración de las perspectivas a futuro de la política monetaria, sosteniendo que los tipos de interés se situarán en niveles bajos por un lapso prolongado.

Asimismo, el BCE decidió extender sus operaciones de provisión de liquidez bajo la forma de subastas a tasa fija y con adjudicación plena por lo menos hasta 2015, y garantizar así la liquidez a los bancos.



Gráfico 2.24



## Estados Unidos

La mejora en el desempeño económico de los Estados Unidos se reflejó en un mayor ritmo de crecimiento del PIB hacia fines de 2013, cerrando el año con una expansión moderada en torno a 1,9%. La suba del Producto estuvo explicada fundamentalmente por el aporte positivo de todos los componentes del gasto privado, particularmente del Consumo y de la Inversión (ver Gráfico 2.25).

Por el lado de la oferta, en el último trimestre de 2013 la actividad industrial exhibió un mayor dinamismo con una tasa de expansión de 3,6% i.a., y expectativas favorables para el corto plazo. En tanto, la construcción siguió recuperándose con perspectivas optimistas, en un marco de crecientes precios de las viviendas y aumento del crédito a las familias.

Sin embargo, aún persisten dudas respecto de la sustentabilidad de esta incipiente recuperación económica debido, fundamentalmente, al débil desempeño del mercado laboral. La tasa de desempleo en enero de 2014 fue de 6,6%. Si bien se ubicó 1,3 p.p. por debajo del registro de igual período del año anterior y alcanzó su menor valor desde octubre de 2008, esto se dio en un contexto de caída de la PEA y menor ritmo de creación de empleo (ver Gráfico 2.26). Cabe señalar que este comportamiento se evidenció a lo largo de los últimos 3 años, cuando la reducción del desempleo se debió mayormente a la caída de la tasa de participación, explicada por el envejecimiento poblacional, el desaliento a la búsqueda de empleos y, en menor medida, el incremento de los beneficiarios de seguros por discapacidad (casi se duplicaron en los últimos 10 años).

Así, las frágiles condiciones laborales y el continuo proceso de despalancamiento del sector privado podrían seguir limitando al gasto de las familias y a la inversión (ver Gráfico 2.27).

En cuanto al sector externo, las exportaciones aumentaron 2,8% en 2013 y las importaciones se mantuvieron estables, por menores compras de petróleo crudo. En consecuencia, continuó reduciéndose lentamente el déficit de la balanza comercial, que representó en 2013 2,8% del PIB (ver Gráfico 2.28).

La recuperación incipiente de los niveles de actividad y la inflación ubicada en un nivel próximo al de

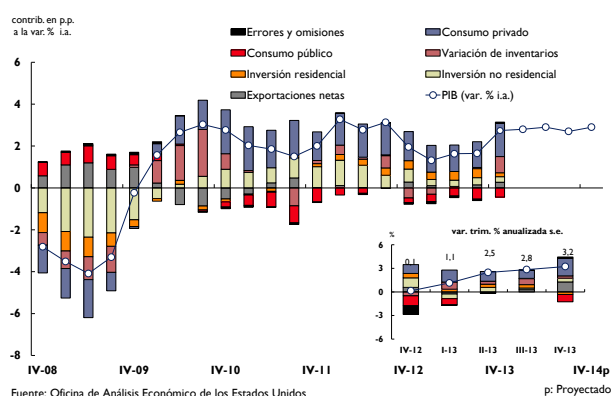
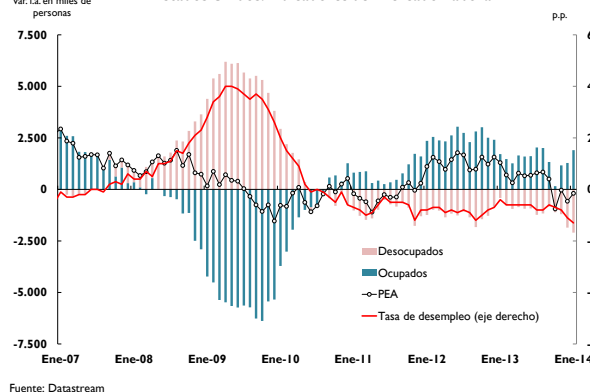
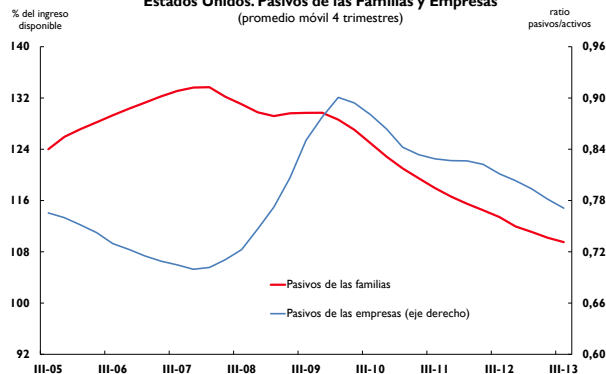
Gráfico 2.25  
Estados Unidos. PIB

Gráfico 2.26

Estados Unidos. Indicadores del Mercado Laboral



**Gráfico 2.27**  
Estados Unidos. Pasivos de las Familias y Empresas  
(promedio móvil 4 trimestres)

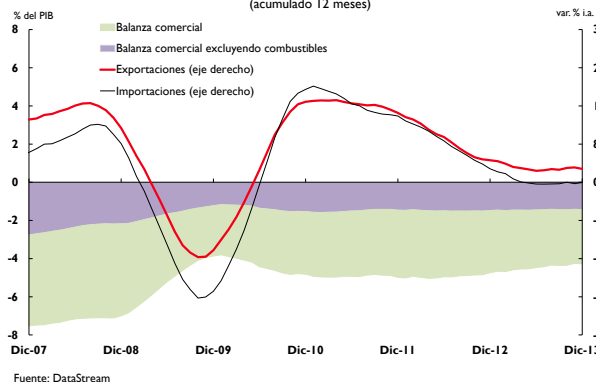


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de los Estados Unidos

la meta establecida por la autoridad monetaria condujeron, a finales de 2013, a la reducción del ritmo de compras de activos de largo plazo. Por lo tanto, se verifica desde mayo de 2013 una apreciación del dólar respecto de las monedas de sus principales socios comerciales.

En materia fiscal, y tras haberse superado temporalmente la parálisis parcial de gobierno, que se había originado en la falta de acuerdo político entre demócratas y republicanos para la aprobación del presupuesto federal, se alcanzó recientemente una autorización parlamentaria que suspende hasta marzo de 2015 el techo de endeudamiento y permite atender normalmente las obligaciones del Tesoro estadounidense en ese período. De todas formas el carácter de los acuerdos continuó siendo transitorio, por lo que aún persiste cierta incertidumbre sobre el sesgo que tendrá la política fiscal en los próximos años.

**Gráfico 2.28**  
Estados Unidos. Balanza Comercial  
(acumulado 12 meses)



Fuente: DataStream

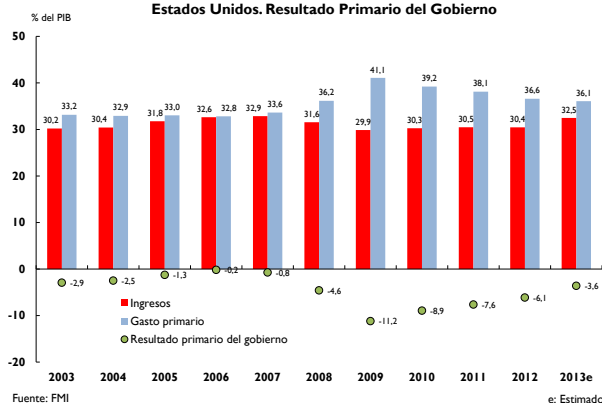
Cabe señalar que la discusión fiscal se plantea en un marco en el que los ingresos del sector público registraron una mejora sostenida. La misma respondió a la implementación de diferentes subas de impuestos, a la creciente recaudación asociada a la recuperación de la actividad económica y al cobro de dividendos por parte de las entidades Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Asimismo, se continuaron ajustando las erogaciones fiscales de forma automática en el marco del “embargo fiscal” (*fiscal sequestration*). Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional, en su última publicación de octubre, el déficit primario habría representado 3,6% del PIB en 2013, con una reducción de 2,5 p.p. del Producto en el último año (ver Gráfico 2.29).

## China

En 2013 la actividad económica de China creció 7,7% i.a., previéndose una expansión similar para el presente año (7,5% i.a.).

Aunque no se brinda información oficial del PIB desagregado por componentes, los analistas especializados sugieren —sobre la base de indicadores parciales— que la reciente desaceleración en el crecimiento respondió, básicamente, a un menor dinamismo de la Inversión (componente que representa aproximadamente 50% del PIB). En particular, en los últimos meses se moderó levemente el

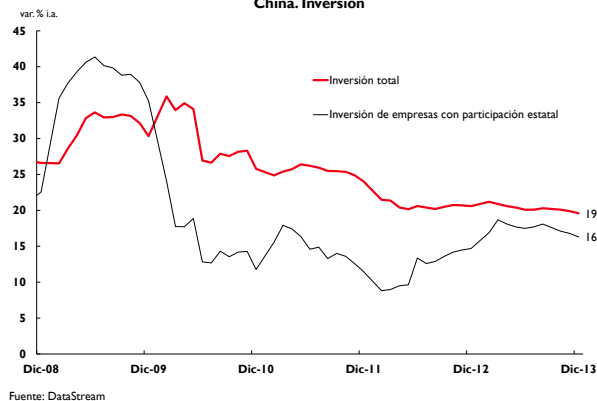
**Gráfico 2.29**  
Estados Unidos. Resultado Primario del Gobierno



Fuente: FMI

e: Estimado

**Gráfico 2.30**  
China. Inversión

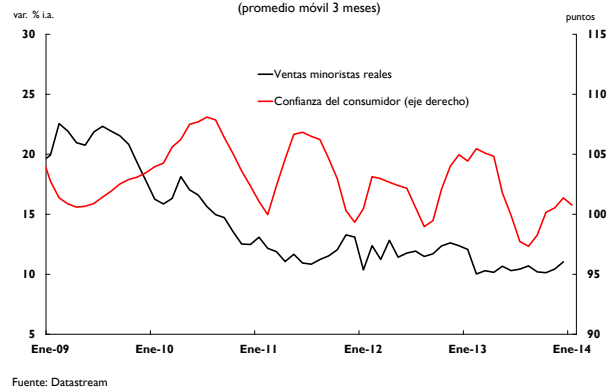


gasto de las empresas con participación estatal (ver Gráfico 2.30).

La expansión del Consumo se habría mantenido relativamente estable en 2013, dinámica que resulta consistente con la evolución de las ventas minoristas reales, que crecieron 11% i.a. en el último trimestre del año pasado (ver Gráfico 2.31).

En tanto, la dinámica del comercio exterior se mantuvo sin modificaciones significativas. El incremento de las ventas externas se desaceleró en 2013 alcanzando una suba de 7,9% i.a, mientras que las compras incrementaron su ritmo de expansión hasta 7,3% i.a. en igual período. De esta forma, el superávit comercial permaneció relativamente estable, representando 3,1% del Producto en 2013 y sosteniendo el superávit de la Cuenta corriente (ver Gráfico 2.32).

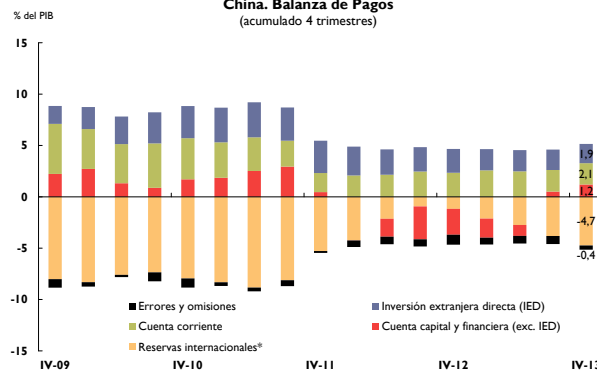
**Gráfico 2.31**  
China. Ventas Minoristas Reales y Confianza del Consumidor (promedio móvil 3 meses)



La gradual orientación de la economía china hacia un crecimiento impulsado en mayor medida sobre la demanda interna continúa planteando un gran desafío para las autoridades económicas, en un contexto en el que se continúa avanzando en la implementación de reformas económicas basadas principalmente en mecanismos de mercado, al tiempo que se busca garantizar la estabilidad del sistema financiero.

En el sector bancario, se avanzó en la liberalización de las tasas de interés, particularmente para los préstamos del sistema financiero, que se incrementaron 12% i.a. en el último cuarto del año.

**Gráfico 2.32**  
China. Balanza de Pagos (acumulado 4 trimestres)

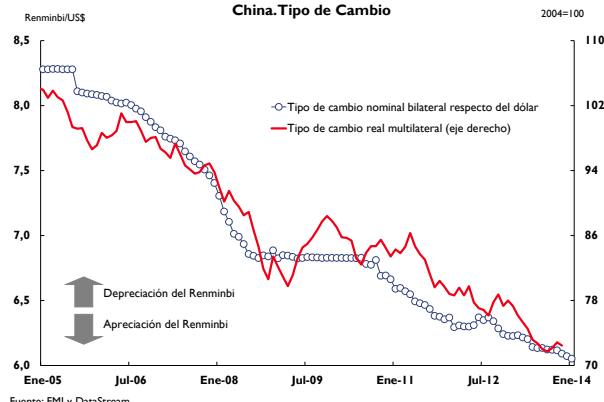


Se avanzó también en el proceso tendiente a la internacionalización de la moneda china. Se fijaron las cuotas de las licencias del programa RQFII (*Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor*) para Singapur y Londres, en US\$8.200 millones y US\$13.100 millones, respectivamente. Además, se autorizó a los inversores de estos países a operar con valores respaldados en la moneda china en esos mercados. Asimismo, en octubre se acordó con la Unión Europea la utilización de *swaps* cambiarios por un monto de hasta US\$60.000 millones.

En este marco, y a pesar de la volatilidad que exhibieron las monedas de las principales economías emergentes, la cotización del renminbi respecto del dólar estadounidense continuó revalorizándose (ver Gráfico 2.33).

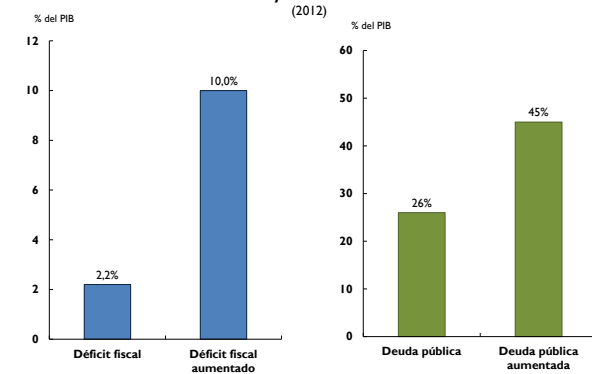
\*Un valor negativo de Reservas implica una acumulación  
Fuente: Datastream

**Gráfico 2.33**  
China. Tipo de Cambio



Fuente: FMI y DataStream

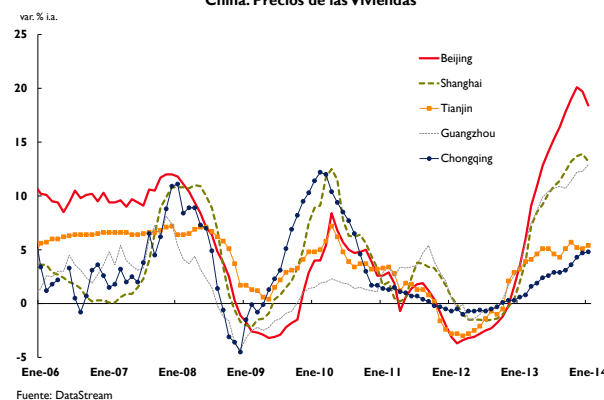
**Gráfico 2.34**  
China. Déficit Fiscal y Deuda Pública Aumentados\*  
(2012)



Fuente: FMI

\*Contemplando el endeudamiento sub-nacional

**Gráfico 2.35**  
China. Precios de las Viviendas



Fuente: DataStream

El elevado nivel de endeudamiento privado y público preocupa al gobierno. Se presta particular atención al creciente volumen de transacciones con diversos instrumentos sujetos a una menor regulación por parte de las autoridades que son gestionados por los bancos y las compañías de valores, como los fondos fiduciarios, los bonos corporativos y los productos de gestión de riqueza (WMP, por sus iniciales en inglés).

Un volumen considerable alcanzó también la actividad extra presupuestaria y cuasi-fiscal, en particular a nivel de los gobiernos locales, los que incrementaron este tipo de operaciones como un medio de estímulo contracíclico para enfrentar la crisis global. Frente a las limitadas fuentes de ingresos, que no permitieron afrontar los gastos subnacionales, y la prohibición general de endeudamiento, los gobiernos locales recurrieron a fuentes extrapresupuestarias, incluida la venta de tierras, para ayudar a financiar el gasto social y en infraestructura.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó en enero de 2014 una estimación de la deuda pública subnacional cercana al 25% del PIB en 2012. La deuda pública del gobierno general “aumentada”<sup>2</sup> se habría elevado desde un 26% del Producto hasta un 45%. En cuanto al déficit fiscal “aumentado”, el documento señala que ascendería a casi 10% del PIB (ver Gráfico 2.34).

Finalmente, las distorsiones en el mercado inmobiliario siguen generando importantes riesgos para la economía china. Por un lado, la dependencia de los gobiernos locales sobre la venta de tierras para la financiación del gasto y el excesivo desarrollo del sector inmobiliario podrían conducir a un exceso de oferta. En tanto, el mercado podría estar experimentando burbujas en los precios de las viviendas en la medida en que estos activos representan una oportunidad de inversión muy atractiva, considerando que cuentan con un tratamiento fiscal favorable, las alternativas de inversión son acotadas (ante las restricciones de la cuenta de capital) y los rendimientos de los depósitos se ubican en niveles muy reducidos (ver Gráfico 2.35).

<sup>2</sup> Contempla las deudas subnacionales no incluidas en los registros oficiales habituales, tales como los instrumentos denominados vehículos de financiamiento de los gobiernos locales —LGFVs, por sus iniciales en inglés— o los fondos administrados por los gobiernos —GMFs, por sus iniciales en inglés—. De todas formas, el organismo internacional señala que la sustentabilidad de la dinámica de los pasivos soberanos de China no se encuentra comprometida.

## Apartado 1 / Perspectivas para 2014 sobre los precios internacionales de los principales productos agrícolas

Durante 2014 se espera que los precios de las materias primas agrícolas muestren un sesgo bajista debido a la abundante oferta de granos prevista para la cosecha 2013/2014. En el mismo sentido operaría —si persiste— la apreciación del dólar frente al conjunto de las monedas de los países avanzados y emergentes. Además, cambios bruscos de posicionamiento de los agentes especulativos, en un contexto de incertidumbre sobre futuras decisiones de política de los países centrales, podrían conducir a una mayor volatilidad de los precios de los granos. Más allá de que en el corto plazo las cotizaciones agrícolas enfrentan un sesgo a la baja y un aumento de su volatilidad, persisten factores estructurales que continuarán dando soporte a los precios de estos productos: la mayor demanda de alimentos, el desarrollo de la industria de los biocombustibles y la proliferación de los mercados financieros de activos asociados a *commodities*.

Para la campaña 2013/2014 se proyectan incrementos en la oferta mundial de los principales productos agrícolas de exportación de Argentina respecto de la campaña anterior. Esto se debe, fundamentalmente, a las favorables condiciones climáticas registradas en las principales zonas productoras a nivel mundial. Así, la mayor cosecha proyectada que derivará en una recomposición de inventarios<sup>3</sup> tienden a presionar a la baja los precios de los principales granos (ver Cuadro 1).

Cuadro 1 | Estimación de Oferta y de Demanda Mundial de Granos

		Campaña 2010/11 (mill. tn.)	Campaña 2011/12 (mill. tn.)	Campaña 2012/13* (mill. tn.)	Campaña 2013/14* (mill. tn.)	Diferencia (mill. tn.)	Efecto esperado sobre el precio
Soja	Oferta total**	324,7	311,0	321,7	346,3	24,7	-
	Demanda total	251,6	257,2	258,5	269,3	10,9	+
	Stocks: finales	71,8	53,4	58,7	73,0	14,4	-
Maíz	Oferta total**	978,5	1.015,3	995,6	1.100,6	105,0	-
	Demanda total	850,3	882,5	861,6	943,3	81,7	+
	Stocks: finales	129,3	132,8	134,0	157,3	23,3	-
Trigo	Oferta total**	853,6	896,3	855,3	887,7	32,5	-
	Demanda total	654,7	697,3	679,4	704,0	24,6	+
	Stocks: finales	199,0	198,9	175,8	183,7	7,9	-

\* Estimación a feb-14

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

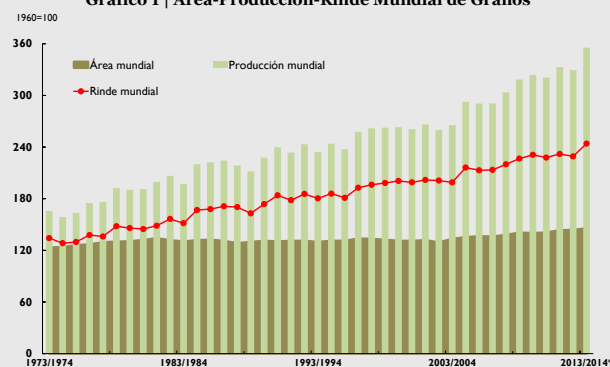
Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA

Según las proyecciones del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA, por su sigla en inglés) la cosecha global de granos en la campaña

<sup>3</sup> Durante los últimos años se observó una creciente tenencia de reservas de granos por parte de algunos países, en especial en Asia, cuyo análisis resulta de gran relevancia para el seguimiento de los precios internacionales de los principales *commodities* agropecuarios en el corto plazo. Para mayor detalle ver Apartado del Panorama Global de *Commodities* (BCRA) de Mayo 2013.

ña actual superaría a la anterior en aproximadamente 215 millones de toneladas (tn.). De este modo, la producción mundial alcanzaría un nuevo récord histórico, superando en 34% el nivel registrado diez años atrás y triplicando los volúmenes obtenidos hace medio siglo. Dado el modesto crecimiento de la superficie cultivada en ese lapso, el aumento de la producción refleja principalmente una mejora en los rindes (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Área-Producción-Rinde Mundial de Granos

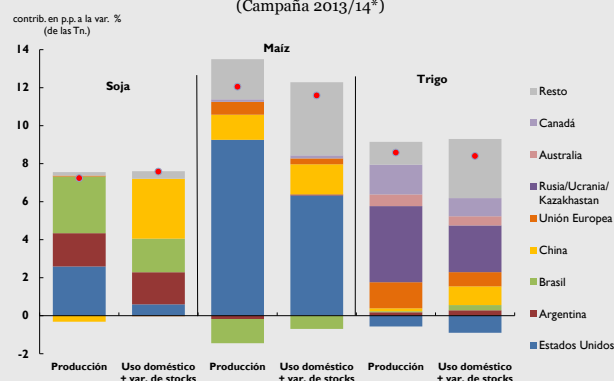


\*Estimación a feb-14

Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA

En los primeros meses de 2014 el precio de la soja dependerá, fundamentalmente, de las condiciones climáticas en las zonas productoras de Brasil y Argentina, ya que estas en conjunto aportan más de la mitad del crecimiento esperado en la producción para la actual campaña. En el caso del maíz, según las proyecciones del USDA, tres cuartos del aumento en la producción global dependen de la mayor cosecha en los Estados Unidos; mientras que Argentina y Brasil tendrían un aporte negativo al incremento esperado. En tanto, para el trigo resultará de relevancia el desarrollo del cultivo en Canadá, la Unión Europea y Rusia (Ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Contribución al Crecimiento Anual de la Oferta y Demanda Mundial de Granos. (Campaña 2013/14\*)



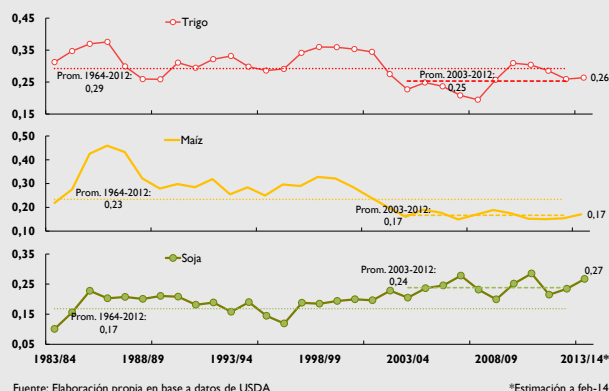
Fuente: Elaboración propia en base a datos de USDA

\*Estimación a feb-14

Por el lado de la demanda<sup>4</sup>, la creciente incidencia de la economía china continuará sosteniendo durante la campaña 2013/2014 el nivel de los precios internacionales; en particular, el precio de la soja. Los Estados Unidos cobran relevancia en la demanda de maíz, el que se destina mayormente a la producción de etanol, forrajes y a recomponer los reducidos stocks del grano. En tanto, los países del este de Europa tendrían la mayor influencia en la variación estimada para la demanda de trigo en el ciclo 2013/2014, en línea con el incremento esperado de la oferta del cereal de este grupo de países.

Si se analiza la evolución de los niveles de *stock* en relación al consumo mundial —cociente que permite inferir en cierta medida la escasez en los mercados—, se observan situaciones dispares entre los cultivos. En el caso de la soja, los mayores inventarios proyectados garantizarían la cobertura de más de un cuarto de la demanda para consumo de una campaña, nivel apreciado sólo en 2006/07 y 2010/11. En tanto, en el caso del maíz y del trigo, los cocientes permanecerían por debajo de los valores históricos (ver Gráfico 3).

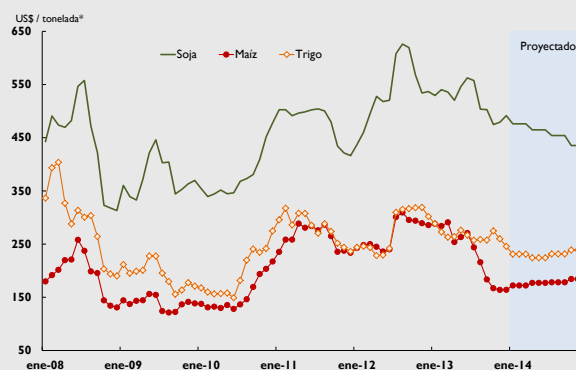
Gráfico 3 | Relación Stock-Consumo de los Principales Granos



No obstante ello, el aumento en el margen del ratio stock-consumo, en la medida en que el clima en las zonas de producción no verifique cambios significativos, influirán a la baja sobre los precios agrícolas en los próximos meses. Así las estimaciones del mercado para 2014 incorporan menores cotizaciones de soja, maíz y trigo —respecto del valor promedio del año previo— con reducciones de 12%, 23% y 13%, respectivamente (ver Gráficos 4 y 5).

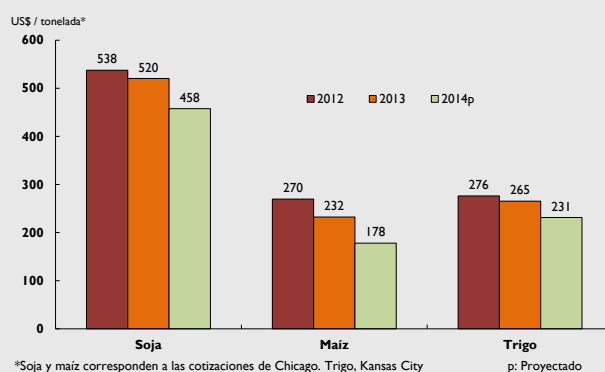
<sup>4</sup> El uso doméstico del grano contempla la demanda interna para su procesamiento y transformación (por ejemplo en aceite o biocombustible) para su posterior uso en el mercado interno (como es fundamentalmente el caso del etanol a base de maíz en los Estados Unidos) o de exportación (como es el caso de la mayor parte de los subproductos del grano de soja en Argentina).

Gráfico 4 | Precio de los Principales Granos



En los últimos años, el precio de los granos ha sido influido al alza por el debilitamiento del dólar estadounidense, tendencia que se revirtió parcialmente desde mediados de 2011. En 2014, en cambio, la expectativa de disminución del ritmo de compras de activos por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) podría generar una apreciación de la moneda estadounidense presionando a la baja el precio de las materias primas. Este resultado se obtendría no sólo porque los precios internacionales se denominan en esa moneda, sino por el proceso de reacomodamiento de portafolios que podría derivar de la menor expansión monetaria en los Estados Unidos. En un contexto de estas características los agentes financieros podrían iniciar un desarme de posiciones especulativas sobre los *commodities*.

Gráfico 5 | Precio de los Principales Granos



Así, a pesar de la tendencia declinante en el margen, las cotizaciones de los productos agropecuarios en términos de la canasta de monedas que forman los Derechos Especiales de Giro (DEG)<sup>5</sup> se

<sup>5</sup> Unidad de cuenta del Fondo Monetario Internacional (FMI) que incluye al dólar estadounidense, al euro, al yen japonés y a la libra esterlina.



encuentran en valores similares a los registrados en promedio para los últimos 20 años (ver Gráfico 6).

**Gráfico 6 | Precios de las Materias Primas Agropecuarias**  
(índice en DEG reales\*)



\* Deflactado por el IPC ponderado de los integrantes de la canasta del DEG (dólar, euro, yen y libra esterlina)  
Fuente: Elaboración propia en base al Banco Mundial, FMI y Bloomberg

En síntesis, en los próximos meses se mantendría el sendero declinante observado en los precios a partir de la segunda mitad de 2012. De todas formas, y más allá de las correcciones de corto plazo, las perspectivas a mediano plazo continúan siendo favorables debido a la creciente demanda esperada a nivel mundial para estos productos. En la evolución de corto plazo del precio de los *commodities*, prevalecerán los factores coyunturales que imprimirán un sesgo bajista en las cotizaciones. En cambio, en el largo plazo, prevalecerán los factores estructurales relacionados con el crecimiento de la demanda, los que tenderán a sostener las cotizaciones.



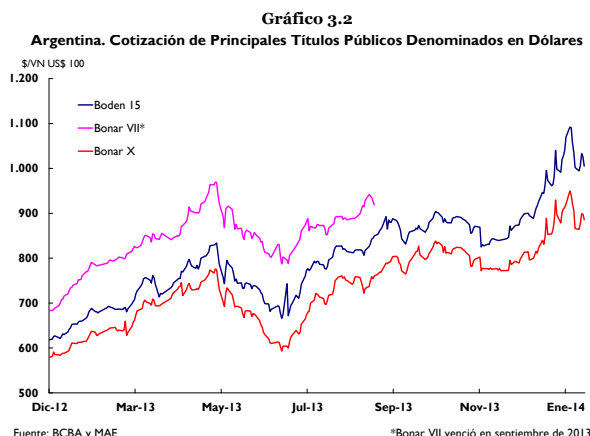
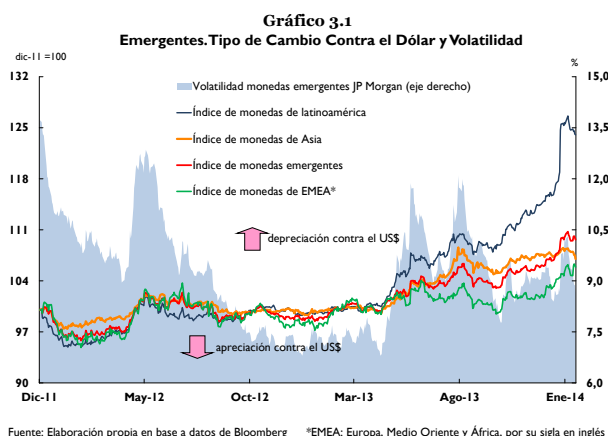
### 3 Mercados Financieros

Las expectativas sobre posibles cambios en la política de la Reserva Federal norteamericana siguieron generando volatilidad en los mercados financieros durante los últimos meses. En este sentido, el proceso de morigeración en la compra de activos por parte de dicha autoridad monetaria —*tapering*— influyó en las carteras de inversión a nivel global, con especial impacto en los mercados de bonos, acciones y monedas de economías emergentes.

Tras cerrar 2013 con importantes subas en los rendimientos de los bonos a 10 años del Tesoro de los Estados Unidos, a comienzos de 2014 los mismos pasaban a mostrar cierto recorte, aunque se espera que en el año mantengan su tendencia ascendente acompañando al proceso de *tapering*. En igual sentido, las bolsas de las principales economías desarrolladas registraban a principios de año una ligera toma de ganancias, tras cerrar 2013 con subas en un rango de 20%-30%. Por su parte, los activos de economías emergentes extendían su tendencia bajista, evidenciándose un deterioro generalizado en los precios de acciones y renta fija en enero, en un contexto de mayor cautela, mientras que en febrero pasaba a observarse una parcial recomposición. Con salidas sostenidas de fondos que se especializan en activos de economías emergentes, se observó a principios de 2014 una depreciación generalizada de las monedas de estos países contra el dólar, que fue más marcada en América latina.

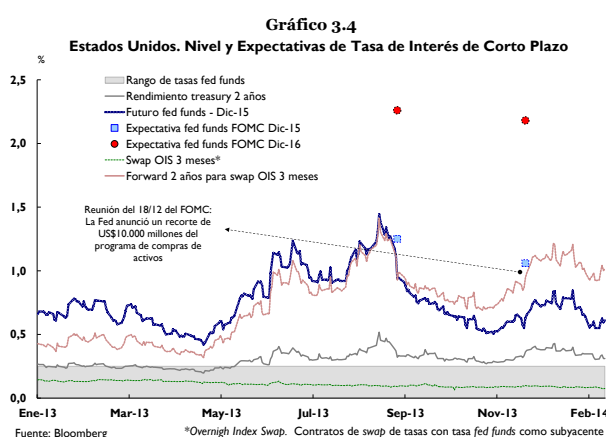
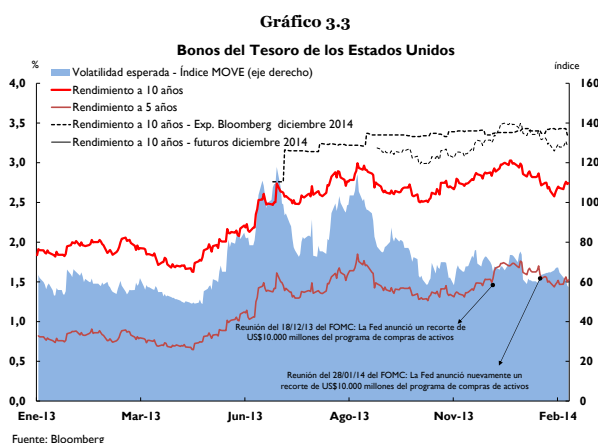
En el mercado argentino los instrumentos financieros extendieron en lo que va de 2014 el desempeño mayormente favorable observado en 2013. Los precios de los títulos públicos en dólares cotizados en pesos —los más líquidos en la plaza local— siguieron subiendo en las primeras semanas del año, acompañando la evolución del tipo de cambio. Entre los bonos en pesos nominales, la performance positiva estuvo en línea con la evolución de la tasa de interés BADLAR Bancos Privados, mientras que aquellos con ajuste CER mejoraron tras la publicación del Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU), el cual reemplazará al anterior IPC en el cálculo del CER. En el mercado accionario también se mantenía una tendencia positiva en materia de precios, aunque con mayor volatilidad. Se destaca que a fines de febrero se llegó a un acuerdo con Repsol con respecto a la compensación por la expropiación del 51% de las acciones de YPF, que se implementará a través de la entrega de títulos públicos.

En términos del financiamiento a través de instrumentos del mercado de capitales, los montos colocados en 2013 evidenciaron incrementos con respecto al año previo, destacándose las operaciones efectuadas a través de obligaciones negociables. Esto se dio en un contexto de aumento en los costos de colocación. A principios de 2014, sin embargo, la actividad en el mercado primario mostró cierto debilitamiento, en parte debido a cuestiones estacionales.



### 3.1 Mercados Internacionales

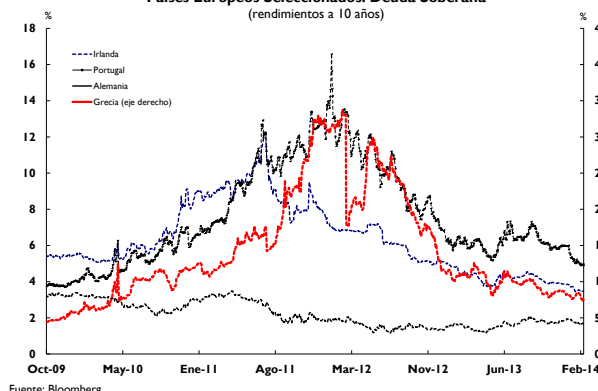
La evolución de los mercados internacionales siguió estando mayormente determinada por las expectativas con respecto a la política monetaria de los Estados Unidos, su impacto sobre los rendimientos de los instrumentos del Tesoro norteamericano y los cambios de cartera que implican estos movimientos a nivel global (ver Gráfico 3.3). A esto se le sumaron, más recientemente, dudas en relación a la dinámica del crecimiento mundial, con énfasis en las perspectivas con respecto a economías emergentes de gran porte —como las de China y Brasil—. Junto con la existencia de escenarios de tensión en países específicos —Turquía y Ucrania, por ejemplo—, esto redundó en renovadas presiones sobre los instrumentos financieros de emergentes y sobre sus monedas, que fueron más marcadas durante enero. A su vez, esto generó respuestas de política monetaria en varias de estas economías, que incluyeron mayores tasas de interés domésticas e intervenciones en los mercados de cambios (ver Sección 2).



En lo que respecta a la política de tasas de interés de corto plazo, la Reserva Federal (Fed) reforzó el mensaje de que las mismas se mantendrán en niveles bajos durante un tiempo considerable —incluso una vez que el programa de compra de activos haya concluido y que la tasa de desempleo perfore el nivel de 6,5%—. En este contexto, las expectativas de eventuales incrementos en las tasas de interés de corto plazo en 2015, que habían ido en aumento durante la primera mitad del año y descendieron hasta mediados diciembre, volvieron a fortalecerse a fines de 2013 y comienzos de 2014 (ver Gráfico 3.4).

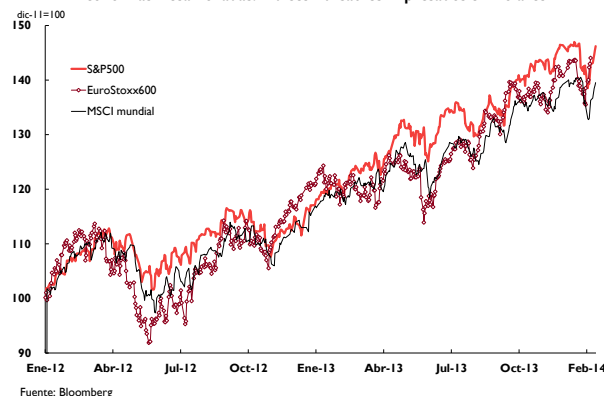
Por su parte, en Europa se mantuvo el sesgo expansivo de política monetaria y se avanzó en la agenda pautada de medidas vinculadas al sistema financiero, en un contexto en el cual la situación general de los mercados siguió mostrándose relativamente contenida en comparación con las tensiones observadas en 2011 y 2012 (ver Apartado 2). Así, el Banco Central Europeo (BCE) recortó sus tasas de interés en noviembre último, al tiempo que el Banco Central de Inglaterra (BoE, por su sigla en inglés) anunció que mantendría su tasa de interés de política monetaria en 0,5% sin subas hasta por lo menos fines de 2014.

**Gráfico 3.5**  
Países Europeos Seleccionados. Deuda Soberana  
(rendimientos a 10 años)



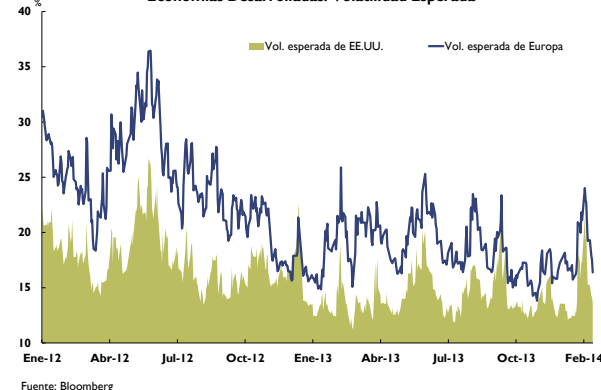
Fuente: Bloomberg

**Gráfico 3.6**  
Economías Desarrolladas. Índices Bursátiles Expresados en Dólares



Fuente: Bloomberg

**Gráfico 3.7**  
Economías Desarrolladas. Volatilidad Esperada



Fuente: Bloomberg

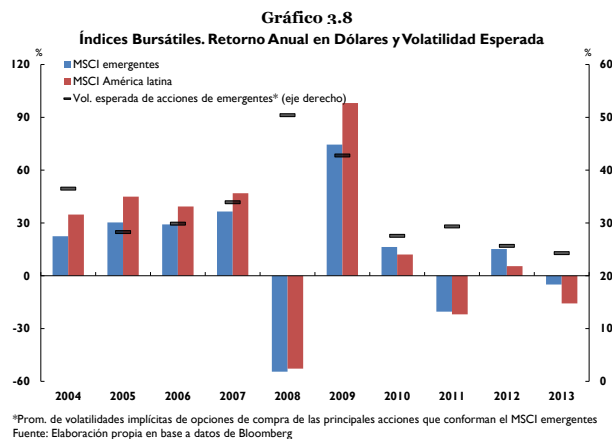
En los mercados secundarios de deuda a largo plazo de países desarrollados siguió sobresaliendo la evolución del rendimiento de los bonos del tesoro de los Estados Unidos (*treasuries*) a 10 años, los cuales finalizaron 2013 con una ampliación de casi 130 puntos básicos (p.b.), en línea con las expectativas respecto de las compras de activos por parte de la Fed. En función de las reducciones esperadas del programa de adquisición de activos por parte de la autoridad monetaria, para 2014 los mercados anticipan que el rendimiento de los *treasuries* a 10 años continúe ampliándose, si bien a comienzos de año se verificó una contracción en el mismo.

Similar comportamiento registraron los instrumentos de otras naciones desarrolladas. Por ejemplo, en el caso de la deuda soberana europea, mientras que el retorno de los títulos públicos ingleses a 10 años evidenció en 2013 subas de igual magnitud a las observadas para los *treasuries*, para países como Alemania, Francia y Suiza las alzas en los rendimientos fueron menos marcadas (entre 55-70 p.b.).<sup>6</sup> En el comienzo del presente año la deuda de largo plazo de estos países registró reducciones en sus rendimientos. Distinto es el caso de la deuda de largo plazo de las economías europeas en situación vulnerable —incluyendo aquellas que ya recibieron asistencia financiera externa—, que a lo largo de 2013 evidenciaron una baja en sus tasas (ver Gráfico 3.5). Esta tendencia se sostenía mayormente a inicios de 2014.

En lo que respecta a los mercados bursátiles de países desarrollados, hacia fines de 2013 se mantuvo el buen desempeño, cerrando el año con sólidas ganancias. En el caso del S&P500 norteamericano, el índice alcanzó nuevos máximos históricos y computó una mejora anual de 31%, mientras que el EuroStoxx600 medido en dólares avanzó 22%. Sin embargo, a principios de 2014, en un contexto de mayor cautela, se observaba una toma de ganancias, tanto en los Estados Unidos como en Europa, aunque en febrero en ambos casos se retomó la tendencia alcista (ver Gráfico 3.6).

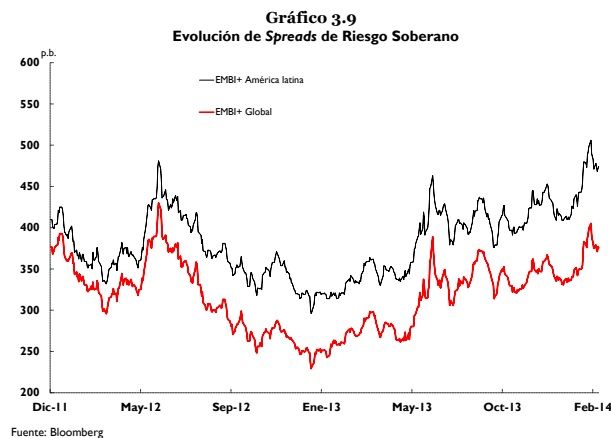
Además de las fuertes ganancias bursátiles, el año pasado se consolidaron niveles históricamente bajos de volatilidad esperada, pese a que se registraron algunos episodios de suba —por ejemplo hacia mitad de año coincidiendo con el rápido incremento en los rendimientos de los *treasuries*—. Más recientemente se evidenció un repunte en la volatili-

<sup>6</sup> Con respecto a otras economías desarrolladas fuera de Europa, en el caso de los instrumentos japoneses a 10 años se registró una leve caída en 2013, en un contexto de fuerte intervención de la entidad monetaria.

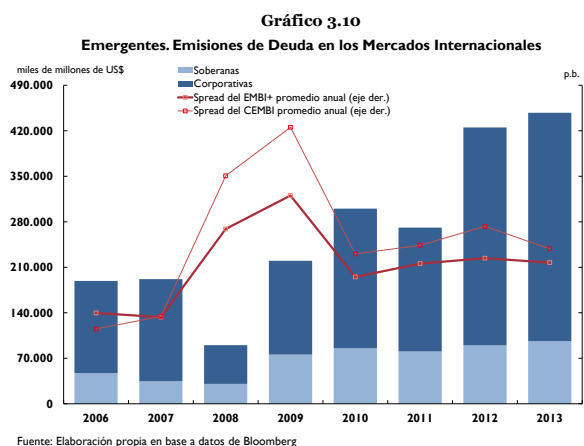


dad esperada, que pasaba a aplacarse a mediados de febrero (ver Gráfico 3.7).

En contraste con lo observado en los mercados de los países avanzados, los instrumentos financieros de las economías en desarrollo finalizaron 2013 con un deterioro. En el caso del mercado de acciones, y a pesar de la recuperación que se dio en los últimos meses de ese año, durante 2013 el índice *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) cayó 5% en dólares para el agregado de los emergentes (ver Gráfico 3.8). Para América latina, durante el último trimestre de 2013 se intensificaron las bajas, de forma tal que el índice regional cerró el año con un descenso cercano a 16% medido en dólares. A comienzos de 2014 –en un contexto de depreciación de las monedas de los países emergentes contra el dólar– se acentuó la tendencia al deterioro, con cierta recuperación en febrero.



Los diferenciales de la deuda soberana emergente con respecto a los bonos del tesoro de los Estados Unidos tendieron a ampliarse en 2013, con un incremento anual de casi 90 p.b. para el *spread* del *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI+), tendencia que se mantuvo a principios de 2014 (ver Gráfico 3.9). En este marco, las colocaciones internacionales brutas de deuda de agentes de economías emergentes –tanto de gobiernos como del sector privado– evidenciaron un comportamiento volátil, aunque cerraron 2013 con un aumento de 5%. Si bien esto implicó un nuevo máximo, el dinamismo fue menos marcado en relación con lo evidenciado en 2012, sobre todo en el caso de las emisiones del sector corporativo (ver Gráfico 3.10).

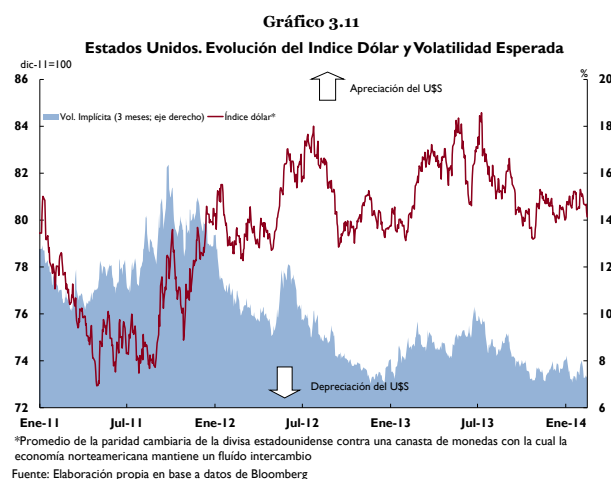


Para 2014 los principales bancos de inversión anticipan que las emisiones de los países en desarrollo en los mercados internacionales tenderán a contraerse, con un descenso en las colocaciones brutas del sector corporativo, aunque respecto a niveles máximos<sup>7</sup>.

En lo que respecta a los flujos de portafolio, según *proxies* de alta frecuencia, el desarme de posiciones en fondos que invierten en activos (acciones y bonos) emergentes continuó en el último trimestre de 2013 y a principios de 2014<sup>8</sup>. De esta manera, y a pesar de los fuertes ingresos observados a principios del año previo, los fondos especializados en ac-

<sup>7</sup> Distintos bancos de inversión estiman en promedio un monto de emisión total en 2014 casi 4% inferior al de 2013 en promedio, si bien en enero, en el caso de las operaciones de deuda soberana, se observó un monto récord de colocaciones. Para la deuda corporativa, las estimaciones señalan una caída anual en torno a 15% en el presente año.

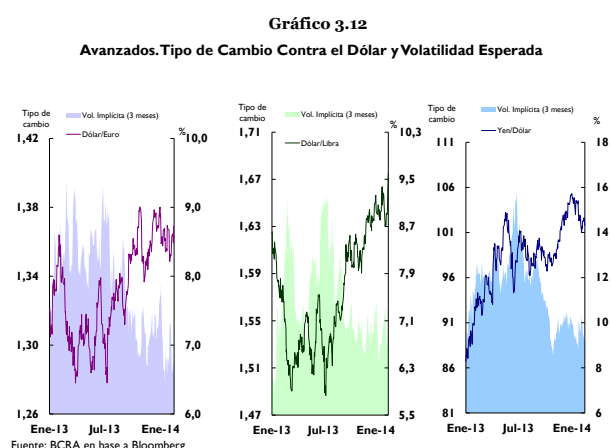
<sup>8</sup> Estos datos no necesariamente coinciden con la información sobre flujos de cartera privados netos que surgen de cuentas nacionales (para la cual no existe al momento información completa para el año 2013).



tivos de economías en desarrollo cerraron 2013 con un saldo fuertemente negativo. Las salidas anuales fueron más marcadas para aquellos fondos especializados en títulos en moneda extranjera, que acumularon retiros superiores a los computados durante la crisis internacional con pico en 2008-2009<sup>9</sup>.

En 2013 el dólar evidenció un comportamiento cambiante. La tendencia a revaluarse contra las principales monedas de economías desarrolladas hasta fines de mayo, fue en buena parte contrarrestada por la desvalorización observada desde entonces hasta fines de octubre. De esta manera, el índice dólar<sup>10</sup> cerró el año pasado con una leve apreciación, tendencia que se mantenía a principios de 2014 (ver Gráfico 3.11). Por su parte, la volatilidad esperada para este índice mostró en los últimos meses un descenso en comparación con lo observado hacia mediados de año, mientras que el promedio de 2013 cerró en valores sensiblemente más bajos a los registrados el año previo.

Analizando la cotización del dólar contra monedas individuales, se destaca que mientras que el dólar tendió a depreciarse en 2013 contra las monedas europeas, se apreció más de 20% frente al yen, fundamentalmente debido a la continuidad de la política monetaria expansiva del Banco de Japón. Más recientemente, en un contexto de mayor incertidumbre, estas tendencias tendieron a revertirse<sup>11</sup> (ver Gráfico 3.12).



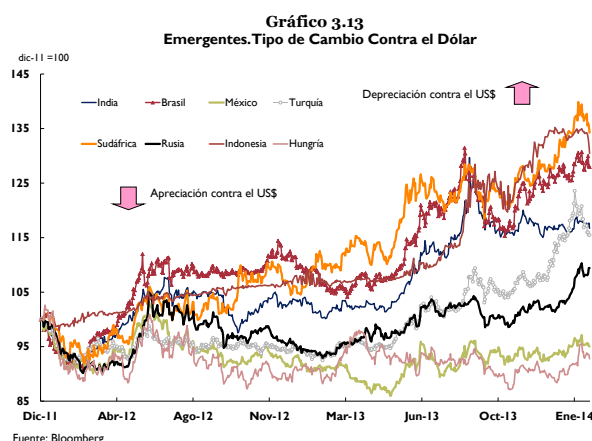
Por su parte, las monedas de las naciones en desarrollo perdieron valor respecto al dólar desde fines de septiembre, con lo cual el agregado cerró 2013 con una depreciación promedio mayor a 7%. Si bien este comportamiento fue generalizado entre regiones, fue más notorio en el caso de América latina, que alcanzó una depreciación promedio de 15% en 2013 (ver Gráfico 3.1).

A comienzos de 2014 se profundizó la tendencia a la pérdida de valor de las monedas emergentes respecto del dólar. Sólo en enero se observó una depreciación de 4% adicional en el agregado —las monedas latinoamericanas se desvalorizaron más de 9% en promedio contra el dólar—, mientras que en febrero pasaba a evidenciarse una leve revaluación. En los meses recientes se destacó el debilita-

<sup>9</sup> Los fondos que invierten en bonos en moneda local tuvieron entradas mucho más considerables durante la primera mitad del año.

<sup>10</sup> Promedio de la paridad cambiaria de la divisa estadounidense contra una canasta de monedas con la cual la economía norteamericana mantiene un fluido intercambio: euro, yen, libra, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo.

<sup>11</sup> Exceptuando, en el caso europeo, a la libra, dado que el dólar siguió depreciándose contra la moneda británica a principios de 2014.



miento observado en monedas como la de Rusia, Hungría, Turquía y Sudáfrica (ver Gráfico 3.13).

Con respecto a la volatilidad esperada en las cotizaciones de las monedas de los países en desarrollo, la misma tendió a subir desde fines de octubre y con más fuerza en enero, aunque aún sin llegar a los picos relativos de 2013.

Para los próximos meses se espera que los inversores sigan enfocándose en la evolución de la actividad económica global —particularmente de los países de gran porte— y en las decisiones de la Reserva Federal. En este contexto, se seguirá con especial interés la situación de los mercados financieros emergentes, con énfasis en la trayectoria de los tipos de cambio y en las medidas de política aplicadas.

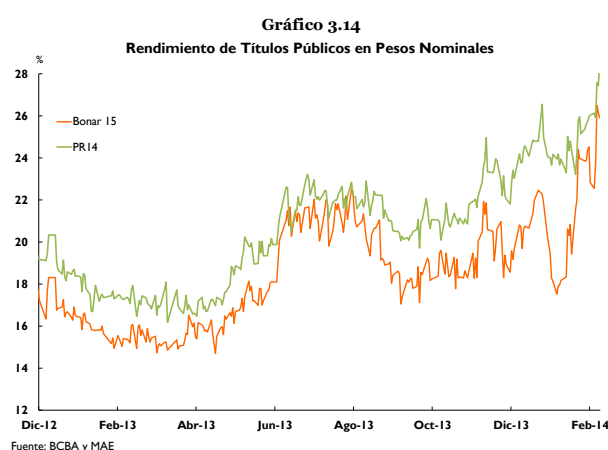
En Europa se mantendrá el seguimiento de la situación económica, la evolución de los mercados inter-financieros —con posibilidad de anuncios de nuevas medidas de política por parte del BCE—, el acceso a los mercados de deuda de las economías vulnerables y el avance en la agenda de medidas planteada a nivel regional.

### 3.2 Mercado Local

Las cotizaciones en las plazas locales de los títulos públicos y las acciones tuvieron en general un desempeño positivo durante 2013. Esta tendencia ascendente también se mantuvo en el último trimestre de ese año y a principios de 2014. Se destaca que en febrero el Gobierno Nacional firmó un acuerdo con Repsol en el que la empresa española se aviene a aceptar, por todo concepto, un pago de US\$5.000 millones en bonos soberanos como compensación por la expropiación del 51% de las acciones de YPF.

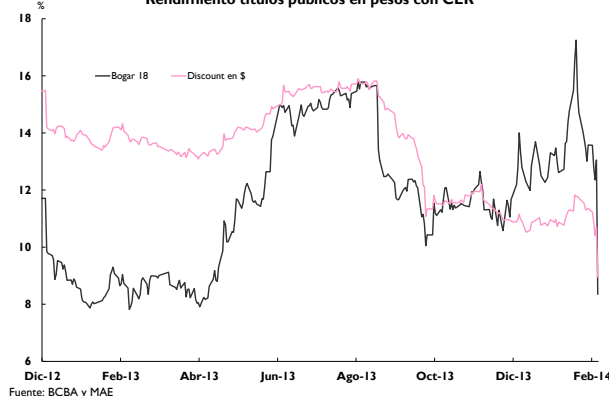
Las mejoras de precios de los instrumentos más líquidos durante 2013 fueron acompañadas por un incremento en sus volúmenes negociados, tanto en el segmento de renta fija como en el de las acciones. Los elevados montos negociados se mantuvieron a principios de 2014 para los instrumentos de renta fija. Por otra parte, el fondeo del sector privado a través del mercado de capitales aumentó el año pasado —aunque a inicios del presente perdió dinamismo—, destacándose las obligaciones negociables como el principal vehículo de financiamiento en este ámbito.

Si bien los precios de los títulos públicos registraron mejoras generalizadas en las plazas locales entre oc-

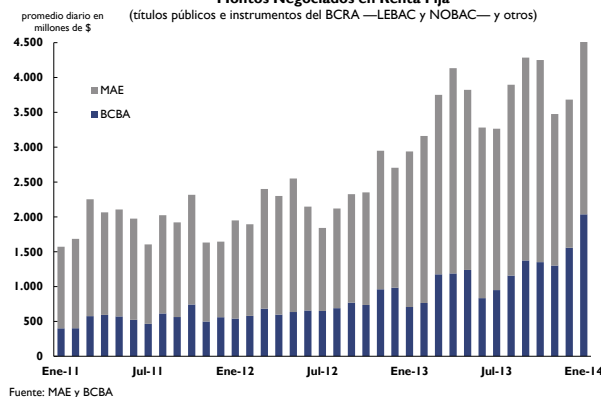




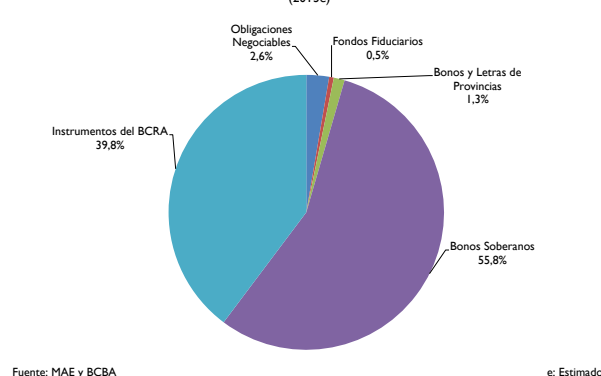
**Gráfico 3.15**  
Rendimiento títulos públicos en pesos con CER



**Gráfico 3.16**  
Montos Negociados en Renta Fija



**Gráfico 3.17**  
Negociación por Grupo de Activos  
(2013e)



tubre y diciembre de 2013, esta tendencia no fue sostenida durante todo el año. De esta manera, las cotizaciones de los bonos finalizaron 2013 con un comportamiento diferencial por segmento. En el caso de los títulos públicos en dólares, con operaciones mayormente concertadas en moneda doméstica en las plazas locales<sup>12</sup>, en los últimos meses se extendió la suba de precios que se verificó durante la mayor parte del año, tendencia que se mantenía a principios de 2014 (ver Gráfico 3.2). Debe tenerse en cuenta que el avance en los precios en pesos de los títulos públicos en dólares se dio en un contexto de suba en la cotización del dólar estadounidense.

El desempeño a lo largo de 2013 fue más heterogéneo para los bonos en pesos nominales, aunque en promedio las cotizaciones subieron (ver Gráfico 3.14), sesgo que se mantenía a comienzos de 2014. En términos de rendimientos, para el Bonar 15, PR14 y PR15 se dio una ampliación promedio de casi 450 p.b. en 2013, período en el cual la *Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate* (BADLAR) Bancos Privados subió más 600 p.b. Por su parte, entre los instrumentos en pesos con ajuste CER, los precios de las especies más cortas tendieron a deteriorarse levemente, mientras que los de mediano y largo plazo registraron mejoras en los meses recientes. En febrero de 2014, se verificaban considerables aumentos de precios en las especies con CER a lo largo de toda la curva (más acentuadas en el tramo largo), tras publicarse el nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNu; ver Gráfico 3.15). Por Resolución del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas<sup>13</sup> se comunicó que se utilizará este índice para el cálculo del CER, en reemplazo del anterior IPC.

Finalmente, las cotizaciones de las Unidades Vinculadas al PIB mejoraron en forma significativa en 2013 en la plaza local, —tendencia que se sostuvo a inicios de 2014— con subas en promedio de más de 60% en los precios de las especies en dólares (cotizaciones en pesos) y del instrumento en moneda local.

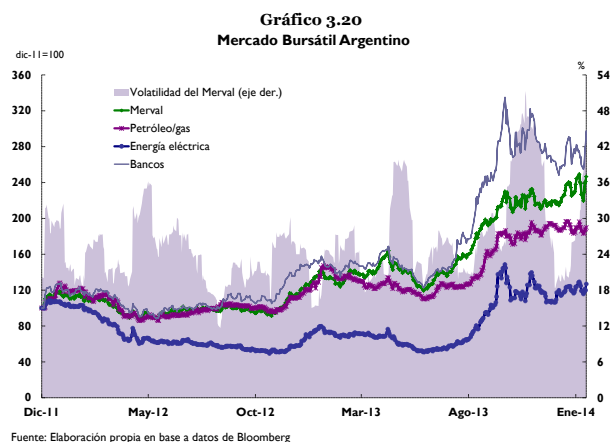
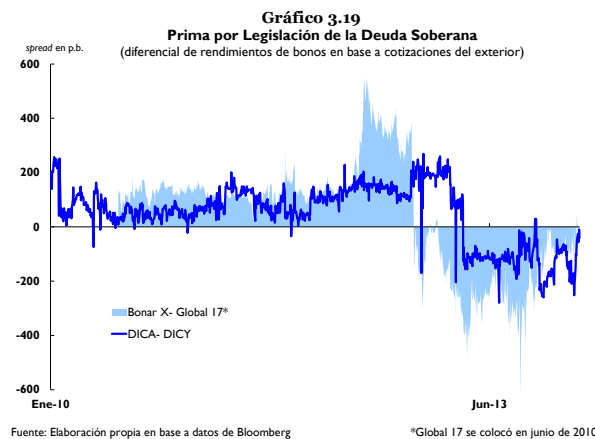
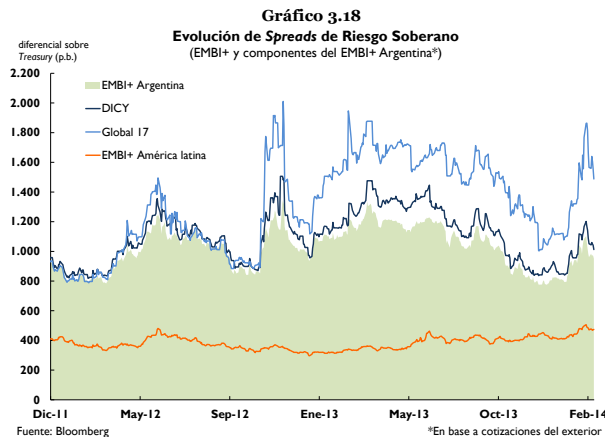
Los montos negociados en instrumentos de renta fija<sup>14</sup> en los mercados locales promediaron cerca de \$3.700 millones por día en 2013, con un incremento

<sup>12</sup> Las operaciones en moneda local de títulos públicos en dólares son las de mayor liquidez en la plaza local y representan desde diciembre un 11% de los montos transados de bonos denominados en moneda extranjera en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y el Mercado Abierto Electrónico (MAE).

<sup>13</sup> Resolución 35/2014, publicada en el Boletín Oficial el 21/2/2014.

<sup>14</sup> En base a montos de BCBA y MAE. Incluye títulos públicos del Gobierno Nacional, Lebac y Nobac, títulos provinciales, obligaciones negociables y otros. Los bonos del Gobierno Nacional son los más líquidos, seguidos de los instrumentos del BCRA (estos últimos, mayormente letras, explicaron en torno a 40% de lo operado en total en instrumentos de renta fija en 2013). Los restantes instrumentos representaron menos de 5% de las operaciones totales en renta fija en ambas plazas.





de 60% interanual (i.a.), tendencia que se acentuó al inicio de 2014 (ver Gráfico 3.16). Con respecto a los títulos públicos, los más líquidos fueron aquellos denominados en dólares, seguidos por las especies en pesos nominales con cupón en base a BADLAR Bancos Privados. Las operaciones mostraron una alta concentración en pocas especies. Como referencia, en base a información del Mercado Abierto Electrónico (MAE), los tres bonos más negociados en dólares explicaron casi el 60% de la operatoria con títulos públicos en ese mercado (ver Gráfico 3.17).

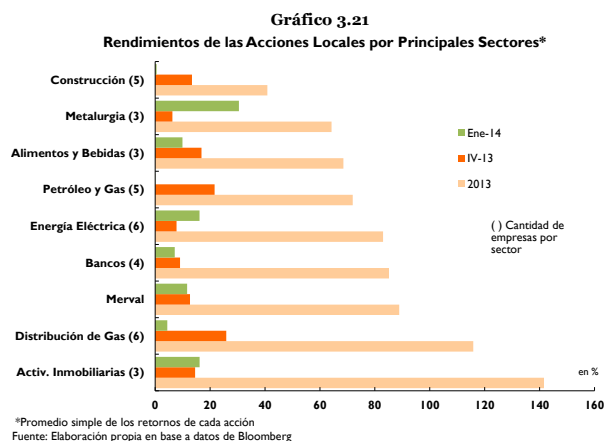
Para el acumulado de 2013 se verificó una contracción en el diferencial de riesgo soberano de la deuda argentina, aunque a principios del corriente año esta tendencia pasaba a revertirse. Medido por el EMBI+ para la deuda del país, el *spread* acumuló una baja de 180 p.b. i.a. en 2013, hasta un nivel cercano a 800 p.b. Por su parte, a comienzos de 2014 se verificaba una ampliación de más de 140 p.b., en un contexto de deterioro generalizado para los instrumentos de renta fija emergente (ver Gráfico 3.18). La performance de esta sobre-tasa en 2013 estuvo mayormente explicada por la ampliación de los retornos de los bonos del tesoro norteamericano de largo plazo, mientras que —en función de las cotizaciones en el exterior— los rendimientos de los títulos públicos argentinos con legislación internacional finalizaron el año con una marginal ampliación interanual<sup>15</sup>.

En este sentido, y como consecuencia de la dinámica dispar de los bonos en dólares con legislación argentina y de Nueva York, la prima para plazos comparables que se verifica en los rendimientos entre estos dos segmentos de instrumentos, que históricamente fue positiva, se mantuvo en valores negativos a lo largo de la mayor parte de 2013 y a inicios de 2014, aunque en febrero tendía a disminuir (ver Gráfico 3.19).

En lo que respecta al mercado accionario, el Merval cerró el año pasado con una ganancia de 89% en moneda doméstica (46% en dólares, según el tipo de cambio mayorista). La mejora anual estuvo en buena parte explicada por el desempeño de las cotizaciones durante el tercer trimestre del año (ver Gráfico 3.20).

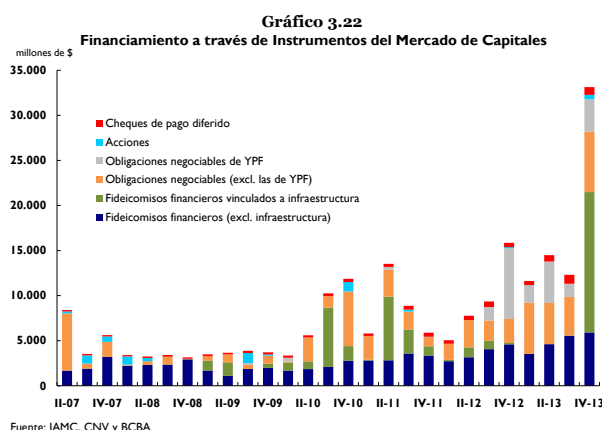
Entre las acciones más líquidas, se destacaron en 2013 los incrementos de precios de las relacionadas

<sup>15</sup> Estas especies acumularon mejoras de precios durante el último trimestre de 2013, que implicaron recortes en los rendimientos de 240 p.b. en promedio. Sin embargo, a lo largo del año se vieron particularmente afectadas por las distintas instancias que atravesó el litigio judicial que mantienen en los Estados Unidos algunos fondos de inversión que no participaron en los canjes de deuda soberana de 2005 y 2010.

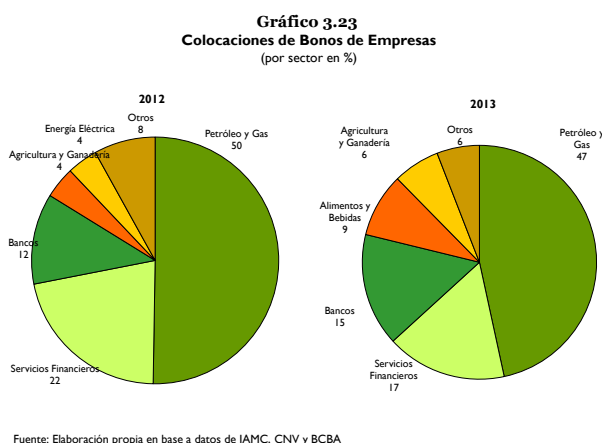


con las actividades inmobiliarias, la distribución de gas, la energía eléctrica y los bancos —estos últimos dos sectores fueron los que encabezaron las fuertes subas de la segunda mitad de 2013—. En el último trimestre, en cambio, sobresalieron las acciones ligadas a distribución de gas, de petróleo y gas y de alimentos y bebidas (ver Gráfico 3.21). La tendencia positiva del mercado bursátil se extendía a principios de 2014; con impulso de las acciones del sector de energía eléctrica y el metalúrgico, el Merval tuvo una ganancia de casi 13% hasta mediados de febrero.

Con respecto al volumen de operaciones, el promedio diario de negocios prácticamente se duplicó en 2013, en parte debido a la suba de los precios de las acciones. En el año la operatoria pasó a un promedio por jornada de \$75 millones, con un nuevo impulso en el último trimestre, cuando promediaron \$111 millones. A principios de 2014 los montos pasaban a contraerse, en parte debido a cuestiones estacionales.



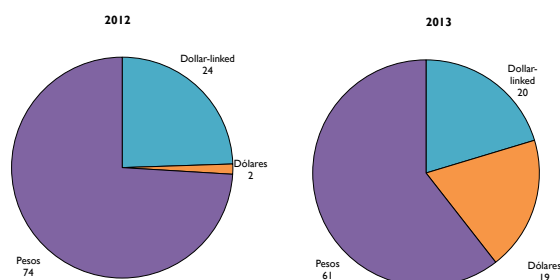
En 2013 el flujo bruto de financiamiento a través de instrumentos en el mercado de capitales superó los \$55.900 millones —excluyendo las operaciones vinculadas a infraestructura y viviendas—, por encima del monto cercano a \$35.700 millones de 2012 (ver Gráfico 3.22). Las obligaciones negociables fueron el principal vehículo de financiamiento en el año. El financiamiento a través de instrumentos del mercado de capitales se aceleró en el último trimestre, al crecer más de 43% con respecto al trimestre anterior y 12% i.a. Sin embargo, a inicios de 2014 se debilitaron las operaciones en el mercado de capitales.



A lo largo del año pasado se colocaron \$32.850 millones en bonos, contra casi \$19.100 millones de 2012. Se destacaron las colocaciones de YPF, incluyendo dos operaciones realizadas en el exterior por un total de US\$650 millones, acumulando un agregado de cerca de \$11.600 millones anuales. Los bancos y otros agentes del sector financiero<sup>16</sup> emitieron títulos de deuda por casi \$10.600 millones, con una suba de 65% i.a., fundamentalmente a partir del crecimiento de las operaciones de bancos y grupos financieros —que pasaron de menos de \$2.300 millones en 2012 a más de \$5.100 millones en 2013—. De todas maneras, este sector disminuyó marginalmente su participación en el total emitido respecto de 2012 (ver Grá-

<sup>16</sup> Además de bancos, grupos financieros, entidades financieras no bancarias reguladas por el BCRA, sistemas cerrados de tarjetas, etc.

**Gráfico 3.24**  
Colocaciones de Bonos de Empresas  
(por monedas en %)

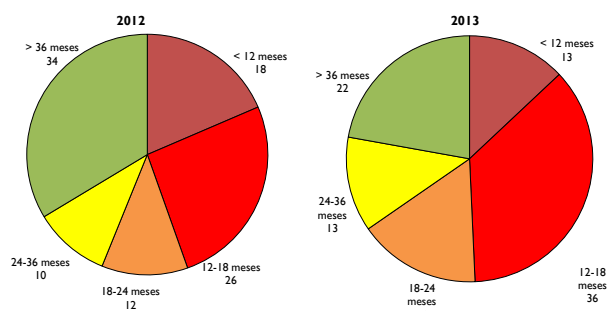


Fuente: Elaboración propia en base a datos de IAMC, CNV y BCBA

fico 3.23). Con respecto al último trimestre de 2013, hubo un volumen elevado de colocaciones de bonos, por casi \$10.300 millones, que estuvo en línea con el volumen de igual período de 2012. Además de operaciones puntuales de YPF, los bancos y otros agentes del sector financiero explicaron casi un tercio del volumen hacia fines de 2013. A inicios de 2014, se observó una merma en las operaciones de financiamiento a través de bonos corporativos, con pocas colocaciones y predominio de aquellas relacionadas con el sector financiero.

En 2013 predominaron las operaciones en moneda local (más del 60% del volumen total), a plazos menores a los de 2012, seguidas por las del tipo *dollar-linked* (20% del total), con mayor plazo (ver Gráficos 3.24 y 3.25). En términos de montos, también crecieron las operaciones en dólares, debido a las colocaciones de YPF y a emisiones puntuales de reestructuraciones de deuda y capitalización de intereses. En el segmento en pesos se verificó un alza en el costo de financiamiento desde el segundo trimestre de 2013, que se fue acelerando en los últimos meses del año y a principios de 2014, acompañando la evolución de la BADLAR Bancos Privados.

**Gráfico 3.25**  
Colocaciones de Bonos de Empresas  
(especies en pesos; por plazo en %)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de IAMC, CNV y BCBA

El financiamiento a través de fideicomisos financieros tradicionales (los que excluyen los fideicomisos de infraestructura) fue por casi \$19.600 millones en 2013, contra casi \$14.600 millones de 2012. Asimismo, en 2013 hubo tres colocaciones vinculadas a infraestructura y vivienda, por cerca de \$15.630 millones<sup>17</sup>. En el primer mes de 2014 se verificó una menor cantidad de operaciones, al tiempo que hubo una colocación relacionada a infraestructura por US\$87 millones. En lo que respecta a las tasas de financiamiento exigidas para los valores *senior* de instrumentos relacionados a titulaciones de créditos, las mismas se fueron incrementando desde mayo, hasta alcanzar en enero de 2014 el nivel más alto en casi 2 años.

Por último, las operaciones con cheques de pago diferido crecieron 54% en 2013 hasta superar los \$3.000 millones. Las tasas de interés operadas en ambos segmentos (avalados y patrocinados) subieron a partir de agosto, tras un descenso en el primer trimestre del año y cierta estabilidad desde entonces hasta agosto. La suba de tasas en el último tramo del año coincidió con un descenso del plazo promedio de los cheques avalados, tras ha-

<sup>17</sup> Sobresalió la colocación vinculada al Programa de Crédito Argentino del Bicentenario (PRO.CRE.AR.) por \$15.500 millones.

ber alcanzado un récord de casi 7 meses en agosto. Más recientemente, el volumen de operaciones en cheques de pago diferido seguía subiendo, mientras que las tasas de descuento aumentaron, acompañando lo sucedido con las tasas del mercado.

## Apartado 2 / Crisis de la deuda en Europa y respuestas de política: Evolución reciente

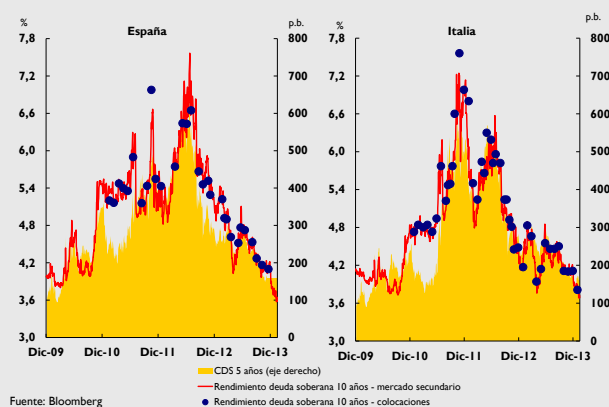
La situación de los mercados europeos de deuda soberana continuó mejorando progresivamente en los últimos meses, aunque se mantienen factores de riesgo. Mientras que el Banco Central Europeo (BCE) sostuvo su sesgo expansivo de política monetaria, no se descarta aún la implementación de nuevas medidas de estímulo ante la posibilidad de un deterioro en las perspectivas inflacionarias y en un contexto en el cual el crédito al sector privado no financiero sigue debilitado. Al mismo tiempo, con una perspectiva más de mediano plazo, se avanzó en el diseño de medidas que se sumarían a la instauración de un organismo de supervisión unificada para las entidades financieras a fines de 2014.

Tras los picos de tensión observados en los mercados europeos de deuda soberana a mediados de 2012, se observó una sostenida mejora en el riesgo percibido, principalmente en función del anuncio del lanzamiento del programa a través del cual el BCE podría comprar títulos públicos de países que lo soliciten formalmente (OMT, por sus siglas en inglés)<sup>18</sup>. Esta medida complementó a otras previamente implementadas, que tenían como objetivo apuntalar la liquidez en los mercados financieros —evitando así una fuerte contracción del crédito— y disminuir la incertidumbre existente con respecto a la situación de los bancos. Entre éstas se destacan las líneas de liquidez a 3 años para las entidades financieras (con licitaciones a fines de 2011 y principios de 2012), la posibilidad de que el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) capitalice bancos en forma directa y el avance hacia el establecimiento de un organismo de supervisión unificado para el sector bancario como un primer paso hacia la creación de una unión bancaria.

La mejora en los mercados de deuda se mantuvo durante 2013 y principios del corriente año, aunque con cambios menos marcados que los observados en la segunda mitad de 2012. Por ejemplo, el índice de CDS soberanos de Europa Occidental, que a mediados de 2012 se encontraba por encima de los 300 puntos básicos (p.b.), se acercaba a 100 p.b. a fines de aquel año y terminó 2013 próximo a

los 60 p.b. Por su parte, en los mercados secundarios los rendimientos a 10 años de la deuda de países como España o Italia, que hacia julio de 2012 alcanzaban niveles superiores a 7,5% y 6,5%, respectivamente, a principios de 2014 pasaron a estar por debajo de 4% (ver Gráfico 1). Este último valor fue levemente menor al promedio observado durante 2009-2010.

Gráfico 1 | Deuda de Economías Europeas de Gran Tamaño en Situación Vulnerable



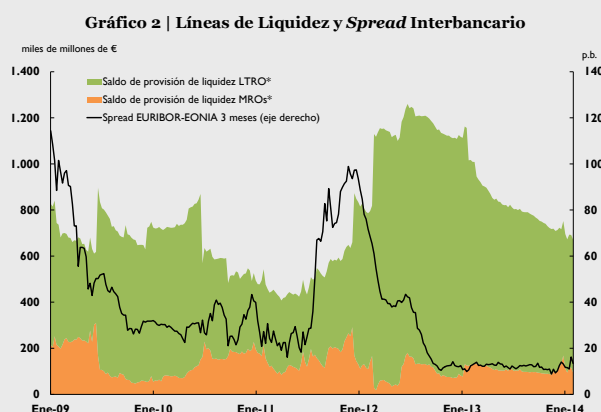
Fuente: Bloomberg

También se verificó una mejora en el costo de colocación de deuda de estos países. Con respecto a los resultados de las licitaciones de 2012, se registraron rebajas en un rango de 250-300 p.b. en los plazos más largos. Por su parte, en diciembre Irlanda se convirtió en el primer país asistido financieramente en el marco de la crisis de la deuda europea en abandonar oficialmente el esquema de asistencia, y colocó deuda en enero con buenos resultados. En el caso de Portugal, cuyo programa de asistencia finalizaría a mediados del corriente año, en enero y febrero colocó deuda a 5 y 10 años, respectivamente, con una demanda considerable.

En lo que respecta a la política monetaria, en julio de 2013 el BCE comenzó a dar una pauta de cómo espera que sean las tasas de interés en el futuro (*forward guidance*), determinando que los niveles de las mismas se mantendrían o incluso disminuirían por un período de tiempo prolongado. Así, en noviembre se decidió, por segunda vez en el año (la primera en mayo), recortar las tasas de interés de las principales operaciones de refinanciamiento y de la facilidad marginal del crédito. Asimismo, se decidió extender al menos hasta la segunda mitad de 2015 la mecánica de provisión de liquidez con

<sup>18</sup> Este programa aún no ha sido utilizado. Para mayor información sobre la evolución de la crisis de la deuda soberana de países europeos, ver “Evolución de la crisis de la deuda soberana en Europa y respuestas de política” en el Boletín de Estabilidad del primer semestre de 2013.

tasa de interés fija y asignación plena, en un marco en el cual los bancos siguieron repagando las líneas a largo plazo preexistentes<sup>19</sup> (ver Gráfico 2). En este sentido, en un contexto de exceso de liquidez aún amplio pero decreciente, a fines de 2013 y principios de 2014 se verificó cierta presión alcista en los *spreads* inter-bancarios<sup>20</sup>.



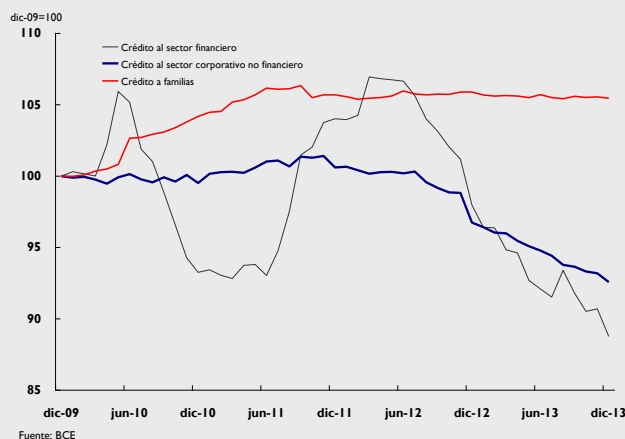
\*Principales operaciones de financiamiento (MROs) y operaciones de financiamiento de largo plazo (LTROs)

Fuente: Bloomberg

A pesar de los bajos niveles de tasas de interés y del acceso a líneas de liquidez con el que cuentan los bancos, la dinámica del crédito al sector privado sigue siendo débil. Mientras que los préstamos a las familias muestran cierta estabilidad, la disminución del crédito al sector corporativo no financiero se profundizó en 2013 (ver Gráfico 3). En tal sentido, el BCE ha anunciado la eventual aplicación de medidas adicionales en el marco de su política de *forward guidance* con el objetivo de evitar escenarios indeseados. Un período prolongado con baja inflación, menor a la prevista, constituye un ejemplo de escenario no deseado y contempla el caso extremo de un ciclo deflacionario como el evidenciado en Japón durante la década de los noventa y principios de la década siguiente. Entre los posibles instrumentos en debate se incluyen, nuevos recortes de tasas de interés y hasta la posibilidad de que aquellas asociadas a los depósitos de las entidades financieras en el BCE pasen a ser negativas. Otra medida posible es la realización de nuevas licitaciones de líneas de liquidez de largo plazo para bancos, aunque, de implementarse, estarían ligadas al otorgamiento de nuevo finan-

ciamiento al sector corporativo no financiero<sup>21</sup>. Por otra parte, no se descarta, llegado el caso, la compra de activos por parte de la autoridad monetaria.

**Gráfico 3 | Evolución del Crédito en la Zona del Euro**



Fuente: BCE

Con respecto a las políticas de naturaleza más estructural, en septiembre de 2013 el Parlamento Europeo aprobó formalmente la creación del organismo unificado de supervisión bancaria (SSM, por sus siglas en inglés). De esta manera, según el cronograma estipulado a partir de noviembre de 2014 el BCE asumirá su rol como supervisor<sup>22</sup>. A modo de preparación para la puesta en marcha del esquema de SSM, el BCE publicará antes de noviembre una evaluación amplia del estado del sector bancario, que incluye la realización no sólo de pruebas de tensión (*stress tests*) sino también de un análisis de los riesgos bancarios en general y una revisión de la calidad de los activos de los principales bancos de la región (con foco en los activos de mayor riesgo)<sup>23</sup>. Esta evaluación permitirá incrementar la transparencia con respecto a la situación de los balances de los bancos y podrá adicionalmente implicar medidas correctivas (cambios en el provisionamiento y necesidades de recapitalización). Por último, se avanzó en el debate con respecto a las características de otros de los pilares institucionales necesarios para la implementación de una unión bancaria. En diciembre se llegó a un

<sup>19</sup> Con repago anticipado de las líneas de largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés) a 3 años.

<sup>20</sup> En las últimas reuniones de política monetaria el presidente del BCE remarcó que la institución está monitoreando la evolución de las tasas de interés de *money market* y que, de observarse subas que puedan propagarse a plazos más largos de la curva de rendimientos, se aplicarán medidas.

<sup>21</sup> El presidente del BCE ha explicitado que, en el marco de las licitaciones extraordinarias de liquidez a 3 años, buena parte de los montos asignados terminó aplicándose a la adquisición de títulos públicos.

<sup>22</sup> El BCE pasa a ser responsable de la supervisión de las entidades financieras en general. Llevará a cabo la supervisión directa de los bancos de mayor relevancia y trabajará en forma conjunta con las autoridades nacionales para monitorear la totalidad de las entidades financieras.

<sup>23</sup> Los detalles sobre los escenarios a ser considerados en las pruebas de tensión se darían a conocer a fines de abril. La metodología de la revisión de la calidad de los activos se publicaría a fines del corriente trimestre.



primer entendimiento sobre los lineamientos para crear un mecanismo de resolución unificado para las entidades en situación crítica (SRM, por sus siglas en inglés) y un fondo único (SRF) para apuntalar dicho mecanismo<sup>24</sup>.

Si bien tanto la percepción de riesgo asociada a los instrumentos de deuda soberanos de países europeos como la fragmentación en los mercados de crédito de la región se han reducido durante 2013, las perspectivas en Europa continúan condicionadas por diversos factores. Entre éstos se destacan la evolución económica, con particular énfasis en el desempleo —en un contexto de progresivo desapalancamiento, tanto del sector público como el privado, y con los bancos preparándose para la evaluación amplia que llevará a cabo el BCE— y el avance en la agenda de aplicación de políticas programadas para la región. A este panorama debe sumarse la posibilidad de que se materialicen renovados escenarios de incertidumbre a nivel global.

---

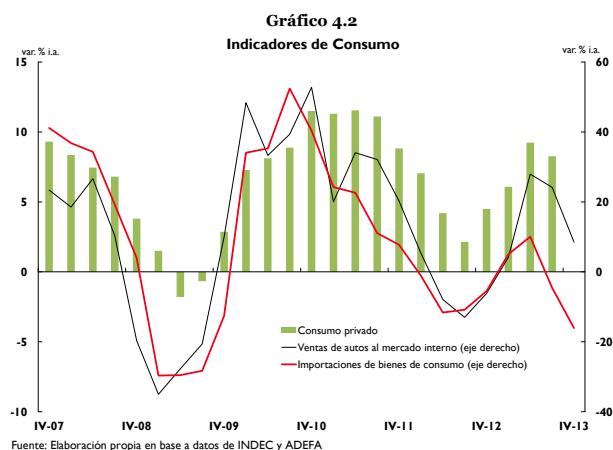
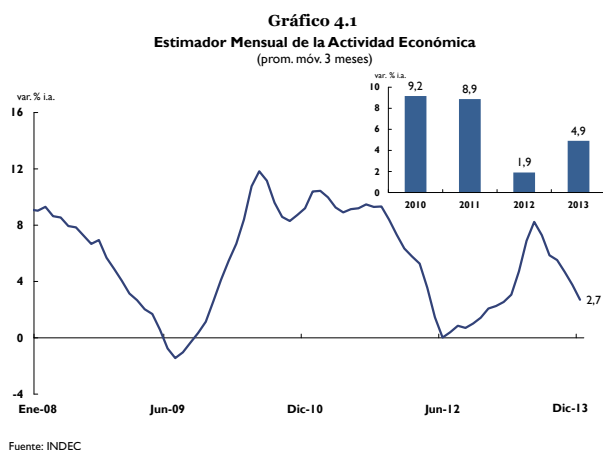
<sup>24</sup> El mecanismo estaría operativo a principios de 2015 y tendría capacidad de realizar rescates y utilizar sus funciones de resolución desde principios de 2016. Las negociaciones parlamentarias para aprobar la regulación del SRM se llevarían a cabo en el primer cuatrimestre de 2014, al tiempo que se espera llegar a un acuerdo entre gobiernos con respecto al funcionamiento del SRF en los meses siguientes.

## 4 Actividad Económica

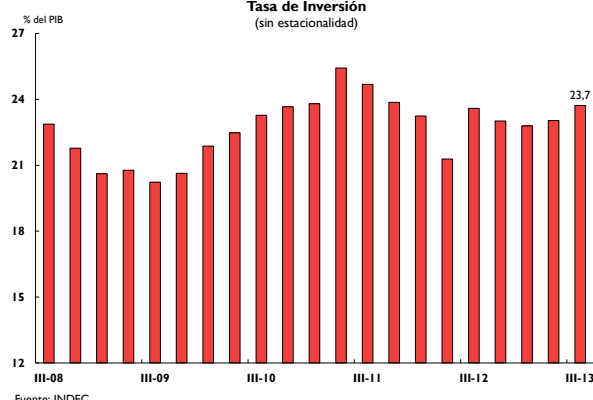
De acuerdo al Estimador Mensual de la Actividad Económica, la producción de bienes y servicios se expandió a una tasa interanual más moderada durante el último trimestre de 2013. Así terminó acumulando un crecimiento cercano a 5% en 2013, impulsado por el alza de la demanda interna.

El Consumo privado siguió siendo el principal sostén de la demanda agregada, beneficiado por la suba de los ingresos laborales, las políticas de transferencias hacia los sectores de menores recursos y las condiciones favorables en los mercados de crédito. En tanto, el gasto de capital siguió siendo apuntalado por la mayor inversión en construcción. En cuanto a la demanda externa, el alza de las ventas de manufacturas agropecuarias e industriales compensó la caída de las exportaciones de Productos primarios y de Combustibles y energía.

Por el lado de la oferta, los indicadores parciales adelantados anticipan un crecimiento de la producción entre octubre y diciembre de 2013, en línea con lo registrado el trimestre previo. La construcción aumentó 4,8% interanual (i.a.) en el último cuarto del año 2013, mientras que la industria disminuyó (-3,5% i.a.), afectada fundamentalmente por el desempeño del comercio exterior —tendencia que se mantuvo en el inicio del presente año—. El sector agropecuario volvió a crecer, gracias a la expansión de la actividad ganadera y a una mayor actividad agrícola vinculada a la campaña 2013/14. Los servicios se elevaron nuevamente: el comercio mayorista y minorista, así como las comunicaciones y el transporte fueron los sectores que se expandieron en mayor cuantía y que contribuyeron de manera más significativa al avance de la actividad económica. Finalmente, las cantidades totales importadas de bienes se redujeron, aunque continuaron en alza las adquisiciones de Vehículos automotores y de Combustibles y lubricantes.



**Gráfico 4.3**  
Tasa de Inversión  
(sin estacionalidad)



## 4.1 Demanda

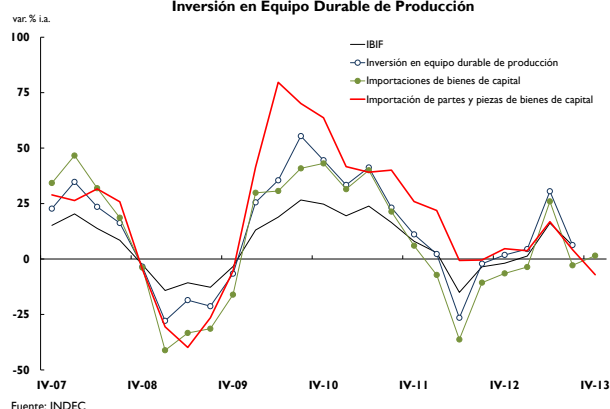
La actividad económica se expandió durante el último cuarto de 2013 a una tasa más moderada que en los dos trimestres anteriores, finalizando el año con un crecimiento cercano a 5%, superior al observado en 2012 (ver Gráfico 4.1). El Consumo privado fue el principal sostén de la demanda agregada, mientras que la Inversión en construcción volvió a impulsar el gasto de capital. En tanto, las cantidades exportadas aumentaron a un ritmo similar que al registrado durante el trimestre previo.

### Inversión

Tras crecer 6,1% interanual (i.a.) en el trimestre previo, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) habría aumentado en el cuarto trimestre de 2013. En consecuencia, la inversión en porcentaje del PIB alcanzó al 23,7% entre los meses de julio y septiembre, y según las estimaciones, habría finalizado 2013 en torno al 23% (ver Gráfico 4.3).

De acuerdo a los indicadores adelantados, la Inversión en construcción mantuvo su tendencia positiva hacia fines del año pasado (ver Gráfico 4.4). El Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) se elevó 4,8% i.a. en el último trimestre de 2013. Las subas más pronunciadas se observaron nuevamente en las obras del sector público, tanto en inversiones viales como de infraestructura (con un alza en torno a 13% i.a. en cada caso). Dentro del sector privado se elevaron las construcciones en viviendas (+1,9% i.a.) y las edificaciones con fines comerciales e industriales (+7,6% i.a.), mientras que las construcciones petroleras experimentaron una baja en el período<sup>25</sup>.

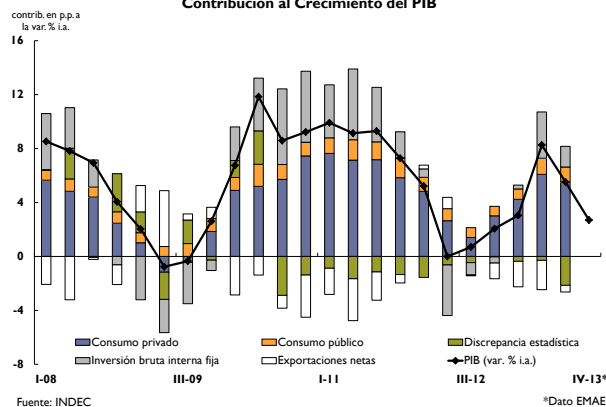
**Gráfico 4.5**  
Inversión en Equipo Durable de Producción



Por su parte, en el último cuarto de 2013 el gasto en Equipo durable de producción se habría mantenido en alza, debido mayormente al desempeño de las compras de bienes de capital de origen importado (ver Gráfico 4.5). En particular, durante los últimos tres meses de 2013 los volúmenes importados de bienes de capital se elevaron (+1,5% i.a.) luego de la caída registrada el trimestre previo (-2,9% i.a.), mientras que las compras al exterior de sus partes y piezas disminuyeron 7,1% i.a.

<sup>25</sup> En enero de 2014, ciertos indicadores parciales del sector, como los despachos de cemento al mercado interno y los rubros industriales relativos a la construcción (minerales no metálicos), anticipaban un nuevo crecimiento de la actividad en la construcción.

**Gráfico 4.6**  
Contribución al Crecimiento del PIB

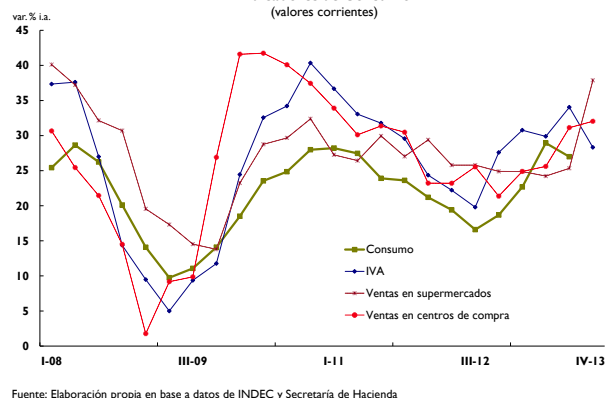


Se prevé que las políticas públicas orientadas a incrementar el gasto de capital continúen dando soporte a la Inversión en los próximos trimestres. La continuidad y ampliación del Programa de Crédito Argentino del Bicentenario (PRO.CRE.AR) —implementado por el Gobierno Nacional en julio de 2012 y que tuvo un fuerte impacto positivo en 2013— seguirá beneficiando a la construcción y a las actividades industriales relacionadas. En el marco de este programa, existen más de 90.000 viviendas en construcción en todo el país, de las cuales 63% corresponden a líneas de crédito directas para las familias.

Por su parte, el Banco Central continuó licitando fondos en el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario. También siguió ejecutándose el tercer tramo de la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP) —cuyos fondos ascendieron a aproximadamente a \$20.000 millones durante el segundo semestre de 2013 y acumularon casi \$35.100 millones a lo largo de todo el año pasado—.

Considerando el impacto favorable de la LCIP sobre la dinámica del crédito productivo, se dispuso la implementación de un nuevo segmento durante el primer semestre de 2014, previéndose desembolsos por aproximadamente \$23.000 millones.

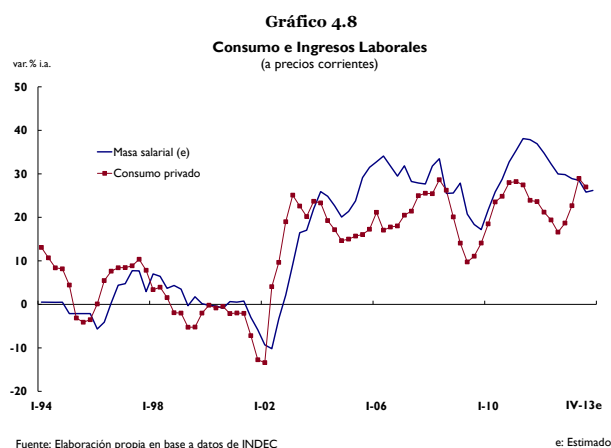
**Gráfico 4.7**  
Indicadores de Consumo  
(valores corrientes)



En esta oportunidad las entidades financieras deberán destinar el 100% del monto dispuesto al otorgamiento de créditos a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs). Se admitirá la imputación de hasta un 50% de dicho monto a préstamos hipotecarios —que cumplan con ciertas características financieras— y financiaciones a proyectos de inversión, obras de infraestructura y exportación de bienes de capital para otros clientes que no encuadren en la definición de MiPyMEs<sup>26</sup>. Además, recientemente se dispuso que los bancos podrán aplicar los fondos de la LCIP al descuento de cheques de pago diferido hasta un 10% en marzo y hasta un 10% en abril de su cupo previsto para el primer semestre de 2014<sup>27</sup> (ver Sección 9).

<sup>26</sup> Las principales entidades financieras y aquellas que se desempeñen como agentes financieros de los gobiernos nacional, provinciales, de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y/o municipales deberán destinar el equivalente al 5% de los depósitos del sector privado no financiero en pesos —tomando como base el saldo a fin de noviembre de 2013— al otorgamiento de créditos productivos —Comunicación A 5516—.

<sup>27</sup> Ambos porcentajes no son acumulables entre sí. La tasa de interés deberá ser como máximo de 17,5% y el nivel de aplicación alcanzado en abril deberá mantenerse, como mínimo, hasta el 30 de junio de 2014 (Comunicación A 5554).

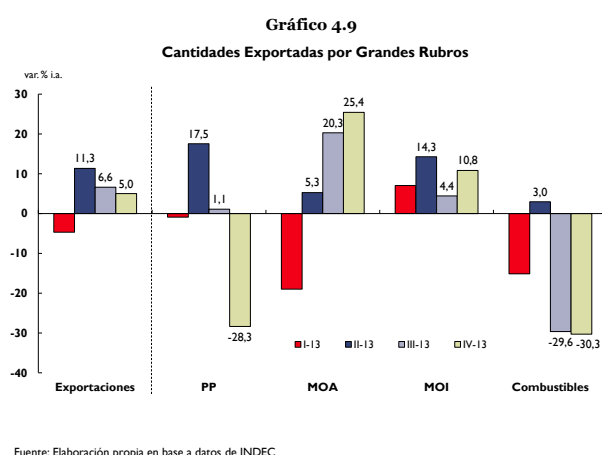


## Consumo

El Consumo privado se expandió en el cuarto trimestre de 2013 y se mantuvo como el principal impulsor de la economía, luego de crecer 8,3% i.a. en el tercer trimestre (ver Gráfico 4.6). En tanto, el Consumo público volvió a elevarse, a un ritmo similar al del trimestre anterior (en torno a 8% i.a.).

Según los indicadores adelantados del gasto de las familias, las ventas en supermercados en términos nominales se incrementaron aproximadamente 38% i.a. en el cuarto trimestre de 2013, tasa mayor que la de los períodos anteriores (ver Gráfico 4.7). También crecieron con más fuerza el valor de las ventas en centros de compras. La comercialización de la cantidad de autos en el mercado local aumentó 8,5% i.a. en igual período, a partir de una suba en las ventas de los vehículos de origen importado. En tanto, los volúmenes importados de Bienes de consumo, luego de crecer en los primeros tres trimestres de 2013, retrocedieron 16,1% i.a. entre octubre y diciembre pasados (ver Gráfico 4.2).

El consumo de las familias se vio favorecido, entre otros factores, por el sostenido incremento de la masa salarial, resultado de la suba en los ingresos laborales y los elevados niveles de empleo (ver Sección 5 y Gráfico 4.8). En particular, el nivel general de salarios aumentó en torno a 26% i.a. en el trimestre. Aún más, se elevó el ingreso disponible de los trabajadores de menores recursos, debido fundamentalmente al incremento en el Salario Mínimo, Vital y Móvil en agosto de 2013. La modificación del impuesto a las Ganancias efectuada en septiembre pasado también tuvo un impacto positivo en los ingresos de los trabajadores, fundamentalmente sobre los que perciben menores salarios.



Las restantes transferencias gubernamentales focalizadas en los sectores de menores ingresos volvieron a ser un sostén para el gasto de las familias. En particular, siguieron vigentes la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH), la asignación por Embarazo para Protección Social y los ajustes semestrales a las jubilaciones y pensiones, en el marco de la Ley de Movilidad Previsional (ver Secciones 5 y 7). Más recientemente, se creó el Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROG.R.ES.AR.) —que brinda una prestación económica universal de \$600 por mes a jóvenes entre 18 y 24 años—. A su vez, a partir de marzo registró el incremento de la Asignación Familiar por Ayuda Escolar Anual —que pasará de \$170 a \$510— y un nue-

vo aumento de los haberes previsionales de 11,31%. De esta manera, la activa política de ingresos seguirá impulsando el gasto de los hogares.

El Consumo privado se vio beneficiado adicionalmente por las promociones y por los planes de financiación instrumentados por las cadenas comerciales y las entidades financieras, como producto de las condiciones favorables en el mercado local de crédito. En efecto, los préstamos personales crecieron en torno a 30% i.a., mientras que las financiaciones con tarjeta de crédito lo hicieron a una tasa superior al 40% i.a. (ver Sección 9).

### Exportaciones

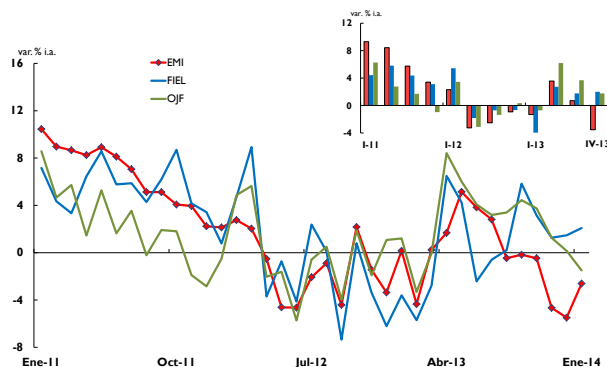
En el último trimestre de 2013, las cantidades exportadas aumentaron a una tasa de cerca del 5% i.a., frente al 6,6% i.a. en el tercer trimestre —registrando una disminución en el primer mes de 2014— (ver Sección 6).

Los volúmenes de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) exportados aceleraron su ritmo de aumento en los últimos tres meses de 2013 (25,4% i.a. vs. 20,3% i.a. en el tercer trimestre) a partir del mayor envío de productos lácteos y huevos, carnes y, en menor medida, de preparados de legumbres y hortalizas (ver Gráfico 4.9).

Las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) también registraron una mayor suba, al crecer cerca de 11% i.a. El comportamiento del período se explicó fundamentalmente por un alza de las exportaciones de productos químicos y de caucho y sus manufacturas, las que compensaron la reducción en el resto de los sub-rubros. Cabe destacar que los envíos de material de transporte, vinculados al desempeño económico de Brasil, exhibieron una merma cercana al 24% i.a.

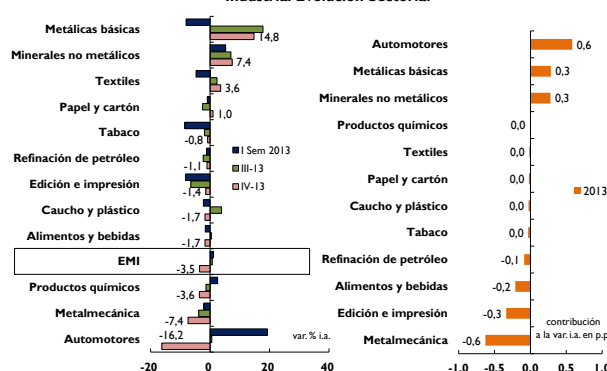
Por otro lado, los embarques de Productos Primarios (PP) disminuyeron 28,3% i.a. en el último trimestre, luego de exhibir una leve mejora en el período previo. El comportamiento entre octubre y diciembre pasados respondió principalmente a los menores envíos de cereales, los cuales registraron una contracción de 76% i.a. Por último, las ventas externas de Combustibles se redujeron cerca de 30% i.a. en el cuarto trimestre de 2013.

Gráfico 4.10  
Estimador Mensual Industrial



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC, Orlando J. Ferreres y FIEL

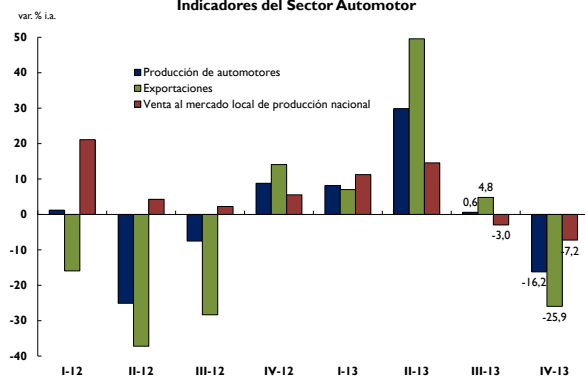
Gráfico 4.11  
Industria. Evolución Sectorial



Fuente: INDEC

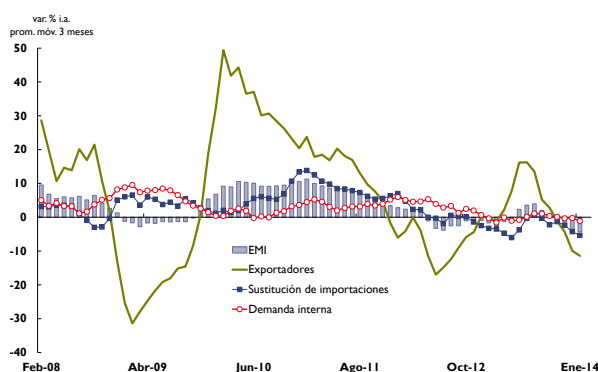


**Gráfico 4.12**  
Indicadores del Sector Automotor



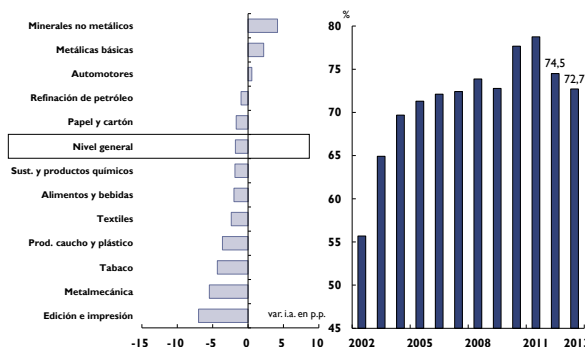
Fuente: Elaboración propia en base a datos de ADEFA e INDEC

**Gráfico 4.13**  
Estimador Mensual Industrial por sector



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

**Gráfico 4.14**  
Industria. Utilización de la Capacidad Instalada  
(acum. a diciembre)



Fuente: INDEC

## 4.2 Oferta

Por el lado de la oferta, de acuerdo a los indicadores adelantados, se incrementó la actividad en la construcción y en el sector agropecuario, al tiempo que la industria cayó, mientras que los servicios siguieron aportando de manera significativa al avance de la economía.

## Industria

El Estimador Mensual Industrial (EMI) registró una reducción de la actividad manufacturera de 3,5% i.a. en el cuarto trimestre, afectado en gran medida por el desempeño del comercio exterior. Dicha tendencia se mantuvo en enero del presente año (ver Gráfico 4.10).

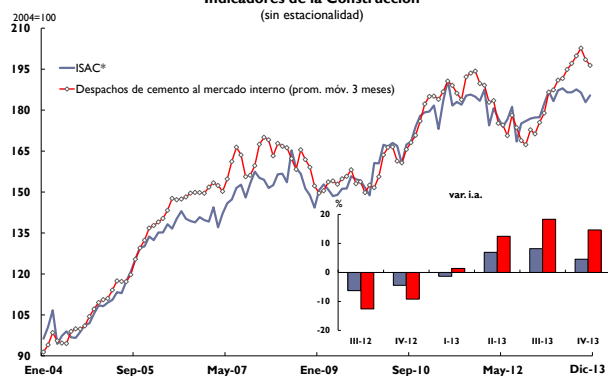
El sector automotor fue el principal responsable de la merma al ver reducida su actividad un 16,2% i.a. entre octubre y diciembre de 2013. Este comportamiento respondió principalmente a la disminución de las ventas al exterior y, en menor medida, al desempeño del mercado local. Según se desprende de los datos de la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA), las exportaciones de autos se contrajeron en torno a 26% i.a. en el cuarto trimestre, al igual que los envíos a Brasil. En tanto, las ventas de autos de producción nacional al mercado interno se retrajeron 7,2% i.a. (ver Gráficos 4.11 y 4.12).

En tal sentido, cabe mencionar que el cambio en los precios relativos originados en la suba del tipo de cambio y el alza que rige a partir de 2014 de las tasas del Impuesto interno entre un 30% y un 50% para bienes de alto valor —en particular automóviles, motocicletas y embarcaciones<sup>28</sup>— otorgarían un sesgo a la demanda de vehículos de producción nacional. Esto incrementaría la participación de los vehículos de fabricación local en las ventas totales, aunque es dable esperar una retracción inicial de la demanda.

La industria metalmeccánica se contrajo 7,4% i.a., mientras que la elaboración de sustancias y productos químicos mostró una variación de -3,6% i.a., respondiendo esta última a la merma en la producción de químicos básicos y productos farmacéuticos. A su vez, la industria alimenticia sufrió una leve baja en el período (-1,7% i.a.), como resultado de que las caídas en la molienda de cereales y oleaginosas y en la faena de carnes blancas no alcanzaron a ser compensa-

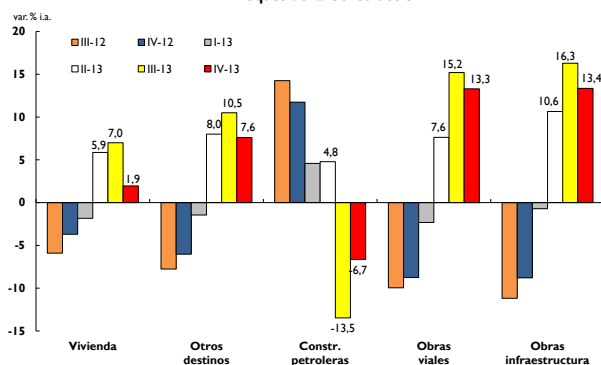
<sup>28</sup> Ley 24.674 —promulgada a fines de diciembre de 2013—.

**Gráfico 4.15**  
Indicadores de la Construcción  
(sin estacionalidad)



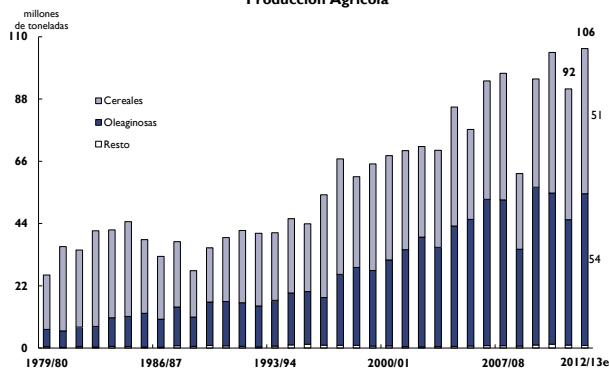
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y AFCEP

**Gráfico 4.16**  
Bloques de la Construcción



Fuente: INDEC

**Gráfico 4.17**  
Producción Agrícola



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

e: Estimado

das por el incremento en la elaboración de carnes rojas y de lácteos.

Adicionalmente, en el cuarto trimestre se evidenciaron retracciones entre 0,8% i.a. y 1,7% i.a. en la producción de los sectores de edición e impresión, de refinación de petróleo, de elaboración de productos de caucho y plástico y de tabaco.

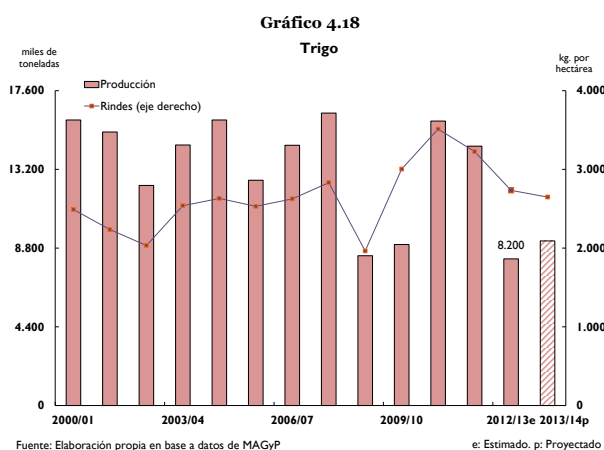
Por su parte, las industrias metálicas básicas se expandieron 14,8% i.a. y continuaron así contribuyendo positivamente al avance sectorial. El comportamiento del sector estuvo vinculado principalmente a la recuperación de la producción de acero crudo. También los minerales no metálicos mantuvieron su tendencia positiva (7,4% i.a.), dinamizados por el alza del cemento y de otros materiales de construcción —en línea con el avance de la construcción en el transcurso del año—. En el cuarto trimestre de 2013 también crecieron los niveles de actividad de las industrias textiles y de producción de papel y cartón, 3,6% i.a. y 1% i.a., respectivamente.

De esta manera, 2013 cerró con un nivel de actividad industrial similar al del año previo (-0,2% i.a.), ya que el aumento de la producción de aquellos sectores vinculados mayoritariamente a la demanda externa (+2,4% i.a.) fue compensado por la disminución en la actividad de los bloques relacionados a los productos sustitutivos de importaciones. En tanto, las actividades asociadas al mercado interno se mantuvieron relativamente estables (ver Gráfico 4.13).

En este contexto la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) en la industria en general se ubicó en promedio en 74,3% en el cuarto trimestre, con una variación interanual de -2,6 puntos porcentuales (p.p.) respecto de igual período de 2012. En tanto, para el promedio de 2013 la UCI ascendió a 72,7% (-1,3 p.p. interanuales), siendo los sectores de edición e impresión, la industria metalmeccánica y la elaboración de tabaco los que exhibieron las mayores disminuciones (ver Gráfico 4.14).

## Construcción

En el cuarto trimestre aumentó la actividad de la construcción en términos interanuales, continuando con el desempeño favorable del período previo. Según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), el sector creció 4,8% i.a., por debajo de la tasa de aumento del trimestre previo, y acumuló una suba de 4,6% i.a. en todo 2013 (ver Gráfico 4.15). En enero de 2014 los indicadores parciales



volvieron a anticipar un buen desempeño del sector: con alzas interanuales en los despachos de cemento y en la industria de los minerales no metálicos.

Respecto de los bloques, las obras vinculadas al sector público registraron en 2013 un alza cercana al 13% i.a. tanto en las construcciones viales como en las de infraestructura. Dentro de las construcciones privadas, la edificación de viviendas se elevó 1,9% i.a. en el cuarto trimestre, mientras que las construcciones con destino comercial e industrial lo hicieron en torno al 7,6% i.a. Finalmente, las construcciones petroleras recortaron su caída a 6,7% i.a. (ver Gráfico 4.16).

Para los próximos meses se espera que la construcción siga siendo apuntalada por las políticas públicas de estímulo al sector, tales como el PRO.CRE.AR., al que se le sumó más recientemente la ampliación de la LCIP a los préstamos hipotecarios.

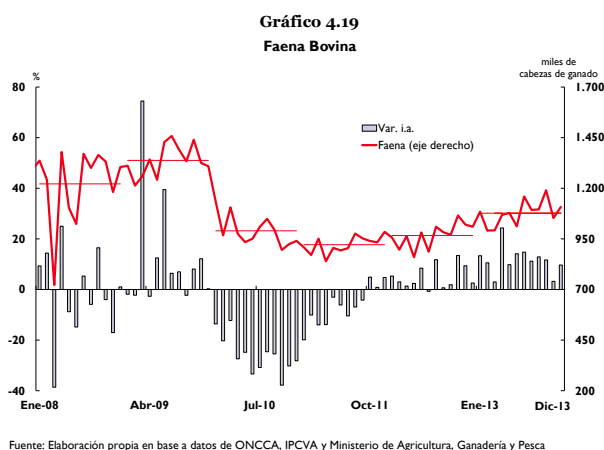
### Sector Agropecuario

En el último trimestre de 2013, el sector agropecuario creció en términos interanuales, tanto en lo vinculado a la actividad agrícola como a la producción pecuaria.

La expansión de la agricultura en el período estuvo relacionada con las tareas de la campaña 2013/14. De acuerdo a las últimas proyecciones del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca (MAGyP)<sup>29</sup> — luego de una producción récord del ciclo 2012/13<sup>30</sup> en torno a las 106 millones de toneladas—, la campaña en curso se avizora con resultados positivos a partir del incremento esperado en las cosechas de trigo y de soja (ver Gráficos 4.17 y 4.18).

Según el MAGyP, la producción de trigo crecería 12% en relación a la campaña 2012/13, y alcanzaría a 9,2 millones de toneladas, por un alza en la superficie (+15,5%) que compensaría la merma en los rindes. Por su parte, luego del máximo del ciclo previo, la producción de cebada cervecera se reduciría 8,9% y sería de 4,7 millones de toneladas, como resultado de una baja en la superficie cultivada.

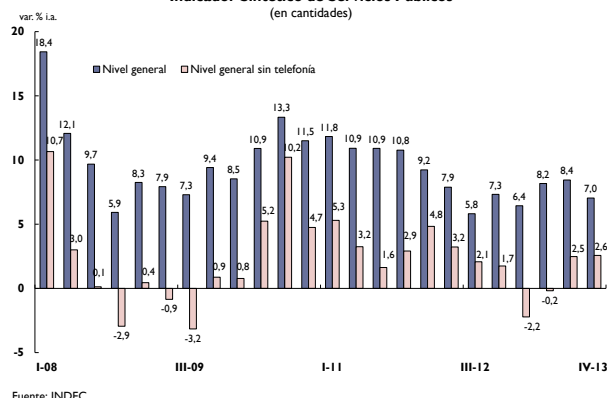
Con respecto a la soja el organismo oficial estimó un incremento de 1,5% del área sembrada, la que alcanzaría así a 20,3 millones de hectáreas. En tanto, para el maíz proyectó una superficie sembrada de 5,7 mi-



<sup>29</sup> Informe Mensual del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca de febrero de 2014.

<sup>30</sup> Las cifras de la cosecha 2012/13 incluyen un cambio metodológico para la estimación del maíz, por lo que los niveles de producción no serían estrictamente comparables con los de ciclos previos.

**Gráfico 4.20**  
Indicador Sintético de Servicios Públicos  
(en cantidades)



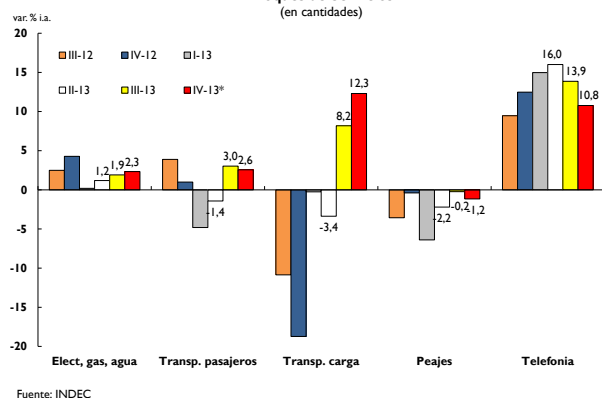
llones de hectáreas, lo que implica una reducción de 6,5% con respecto a la de la campaña anterior.

La actividad del sector pecuario mantuvo su tendencia al alza hacia fines de 2013, con un aumento en la actividad ganadera y aviar. La faena bovina se elevó más del 8% i.a. en el cuarto trimestre y acumuló una suba en torno al 11% i.a. en 2013 (ver Gráfico 4.19). La faena de aves de corral también se elevó en el último cuarto del año pasado, en torno a 5% i.a. Asimismo, se recuperó la producción de leche —según la información disponible del EMI creció 6,7% i.a.—.

## Servicios

De acuerdo a los indicadores parciales disponibles, el consumo de servicios públicos permaneció en expansión, aportando de manera significativa al crecimiento de la economía en el cuarto trimestre. En particular, el indicador de actividad del sector (Indicador Sintético de Servicios Públicos) se elevó 7% i.a., luego de haber crecido 8,4% i.a. en el período previo (ver Gráfico 4.20).

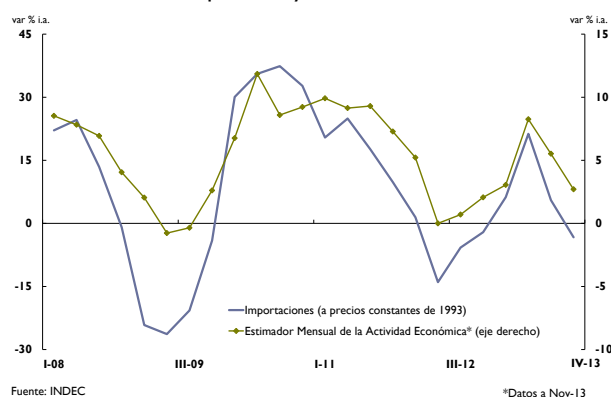
**Gráfico 4.21**  
Bloques de Servicios  
(en cantidades)



La telefonía siguió impulsando el crecimiento de los servicios (ver Gráfico 4.21). Las comunicaciones aumentaron en torno a 11% i.a., debido principalmente al incremento en el envío de mensajes de texto y en las llamadas realizadas por telefonía celular. Dentro de la telefonía fija se incrementaron las llamadas internacionales y las interurbanas, mientras que las comunicaciones urbanas continuaron con su tendencia negativa.

El transporte de cargas aceleró su expansión a 12,3% i.a. entre octubre y diciembre (vs. 8,2% i.a. en el tercer trimestre). El transporte de pasajeros continuó aportando de manera positiva al avance de los servicios (+2,6% i.a.) debido principalmente a la mayor cantidad de pasajeros que utilizaron el servicio de aeronavegación comercial de cabotaje.

**Gráfico 4.22**  
Importaciones y Actividad Económica



El suministro de electricidad, gas y agua mostró un alza en el período (2,3% i.a.), a partir de los aumentos en la demanda de energía eléctrica y en la provisión de agua que más que compensaron la disminución en el consumo de gas natural.

Por otra parte, el tránsito de vehículos por rutas con peajes registró una caída (-1,2% i.a.), debido a una baja del paso de automotores en rutas nacionales.

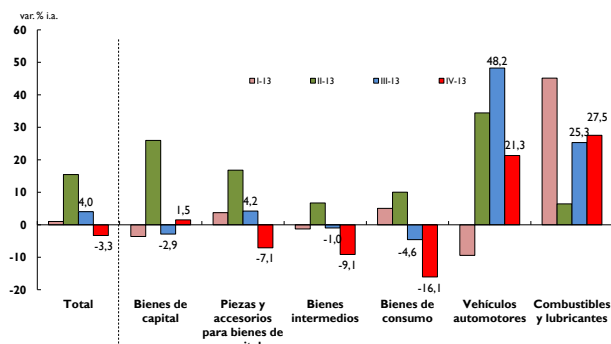
## Importaciones

Las cantidades importadas presentaron una merma en el cuarto trimestre de 2013 (-3,3% i.a.), luego de crecer 4% en el período previo (ver Gráfico 4.22). Las importaciones por uso económico tuvieron comportamientos disímiles en el trimestre.

Las importaciones de Piezas y accesorios para bienes de capital se retrajeron 7,1% i.a. entre octubre y diciembre (vs. +4,2% i.a. en el tercero), al tiempo que la adquisición de Bienes intermedios profundizó su disminución a 9,1% i.a. (ver Gráfico 4.23).

Por su parte, las importaciones de Bienes de capital mostraron un crecimiento moderado respecto de un año atrás (+1,5% i.a.), mientras que la adquisición de Bienes de consumo verificó una retracción de 16,1% i.a. Finalmente, las importaciones de Combustibles y lubricantes aceleraron su tasa de incremento a 27,5% i.a. (vs. 25,3% i.a. en el tercer trimestre) y las de Vehículos automotores de pasajeros aminoraron su expansión hasta 21,3% i.a.

**Gráfico 4.23**  
Cantidades Importadas por Uso Económico



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

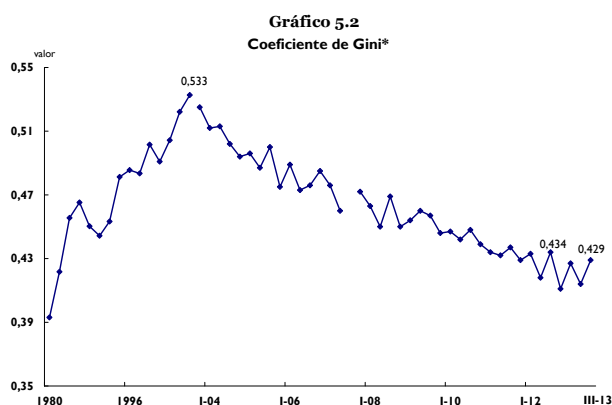
## 5 Condiciones socio-económicas

En el cuarto trimestre de 2013 la Tasa de desocupación se redujo en términos interanuales (i.a.) 0,5 puntos porcentuales (p.p.) hasta ubicarse en 6,4% de la Población Económicamente Activa (PEA), en un marco en el que se mantuvieron elevados niveles de empleo.

La Tasa de actividad se ubicó en 45,6% (-0,7 puntos porcentuales —p.p.— i.a.) y la Tasa de empleo fue de 42,7% (-0,4 p.p. i.a.). En tanto, entre octubre y diciembre de 2013 se observó una mejora en la calidad del empleo, de modo que la Tasa de subocupación disminuyó a 7,8% de la PEA producto de una caída en la subocupación demandante. De esta manera, la Tasa de desempleo abierta (compuesta por desocupados y subocupados que buscan activamente empleo) descendió en términos interanuales a 11,5% de la PEA. En segundo lugar, al tercer trimestre de 2013 la Tasa de informalidad también se redujo en relación a igual período de 2012 y alcanzó al 34,6% de los asalariados.

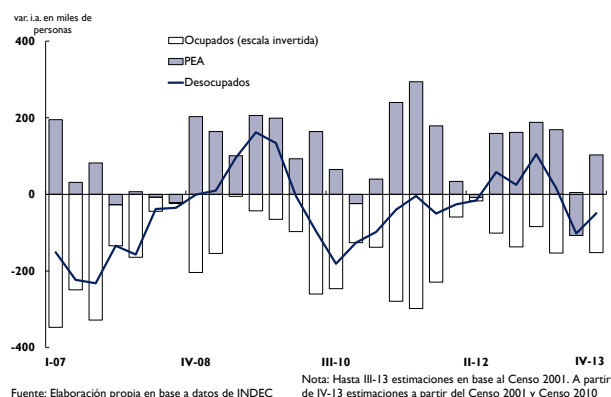
En los últimos tres meses de 2013 los salarios registraron un ritmo de crecimiento interanual similar al observado el resto del año, en torno al 26%. Como consecuencia de los acuerdos salariales pautados, las remuneraciones aumentaron en 2013 a una tasa semejante a la evidenciada en 2012. La equidad en la distribución personal del ingreso continuó mejorando a partir de la solidez del mercado de trabajo y de la permanencia de las políticas de transferencias hacia los sectores de menores recursos, como la Asignación Universal por Hijo, la asignación por Embarazo para Protección Social y los aumentos en meses pasados de las jubilaciones y pensiones y del Salario Mínimo, Vital y Móvil. Recientemente, el Gobierno Nacional anunció la creación del Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROG.R.ES.AR), con el objetivo de brindar apoyo económico a los jóvenes de entre 18 y 24 años que no terminaron sus estudios y que no trabajan o lo hacen de manera precaria.

Según encuestas del mercado sobre expectativas de empleo, la demanda de nuevas posiciones laborales habría permanecido en alza durante el cuarto trimestre de 2013 e inicios de 2014.

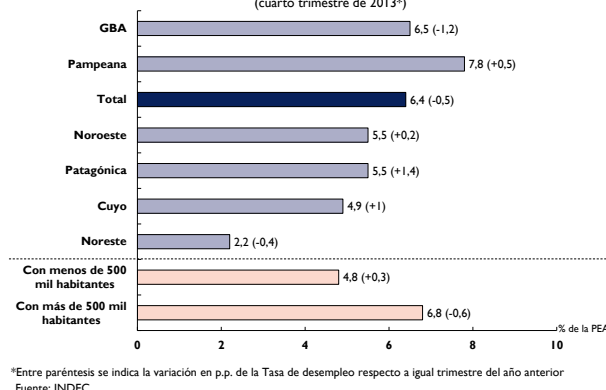




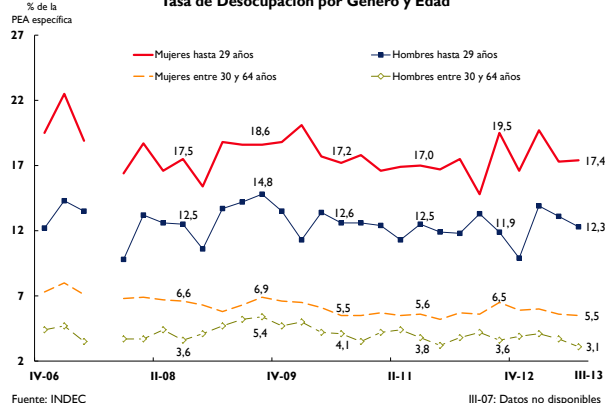
**Gráfico 5.3**  
**Evolución de la Población Económicamente Activa**



**Gráfico 5.4**  
**Tasa de Desocupación por Regiones**  
(cuarto trimestre de 2013\*)



**Gráfico 5.5**  
**Tasa de Desocupación por Género y Edad**



## 5.1 Principales Indicadores del Mercado Laboral

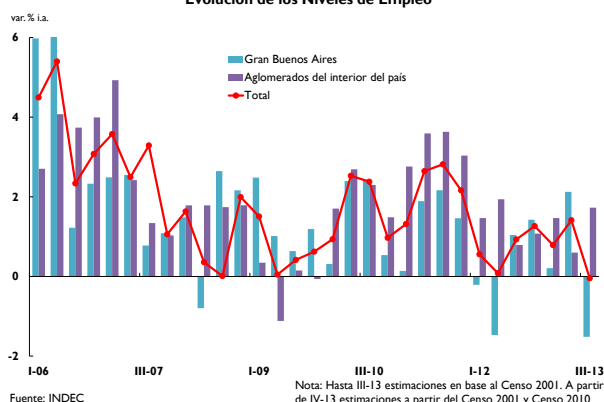
Según se desprende de la última información disponible de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), que releva 31 aglomerados urbanos, la Tasa de desocupación en el cuarto trimestre de 2013 se ubicó en 6,4% de la Población Económicamente Activa (PEA; ver Gráfico 5.1). De este modo, se redujo 0,5 puntos porcentuales (p.p.) en relación a la tasa observada en igual período del año anterior (ver Gráfico 5.3).

A nivel regional se observaron tendencias mixtas en la Tasa de desempleo. En el Gran Buenos Aires (GBA) la desocupación fue de 6,5%, lo que implicó una caída de 1,2 p.p. en relación al cuarto trimestre de 2012, mientras que en los Aglomerados del Interior del País (AIP) se incrementó 0,5 p.p. interanual (i.a.), alcanzando a 6,3%. Dentro de este grupo, el mayor aumento de la Tasa de desempleo se observó en la región Patagónica (+1,4 p.p. i.a.), seguida por Cuyo y la región Pampeana (+1 p.p. i.a. y +0,5 p.p. i.a., respectivamente), y en menor medida por el Noroeste. En tanto, se redujo la desocupación en el Noreste (-0,4 p.p. i.a.; ver Gráfico 5.4).

Con información al tercer trimestre, considerando a la población por tramos de edad, las tasas de desocupación más elevadas se registraron, como es habitual, nuevamente entre los jóvenes —personas de hasta 29 años de edad— y dentro de ellos en las mujeres: 17,4% en mujeres y 12,3% en hombres (ver Gráfico 5.5). Sin embargo, dentro de este grupo etario se observó una dinámica por género diferente a los períodos anteriores. Se elevó la Tasa de desempleo para los hombres jóvenes en 0,4 p.p. con respecto al tercer trimestre de 2012, mientras que se redujo en 2,1 p.p. i.a. para las mujeres jóvenes. En tanto, la desocupación para los adultos volvió a ubicarse en un menor nivel, con una merma de 0,4 p.p. i.a. para los hombres y de 1 p.p. i.a. para las mujeres. El desempleo de los jefes de familia se ubicó en 3,5% de la PEA, 0,2 p.p. por debajo del tercer trimestre de 2012.

Considerando que la tasa de desempleo juvenil más que duplica a la registrada para el promedio de la población, recientemente el Gobierno Nacional anunció la creación del Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROG.R.ES.AR; ver Subsección “Ingresos”).

**Gráfico 5.6**  
**Evolución de los Niveles de Empleo**

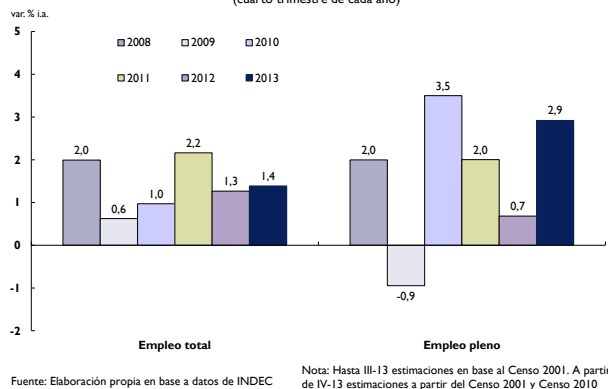


El nivel de ocupación en los 31 aglomerados relevados por la EPH totalizó 11,1 millones de personas, mientras que la Tasa de empleo<sup>31</sup> descendió levemente a 42,7% (-0,4 p.p. i.a.; ver Gráfico 5.6).

Adicionalmente, durante los últimos tres meses de 2013 se observó una mejora en la calidad del empleo en relación al año previo (ver Gráficos 5.7 y 5.8).

La Tasa de subocupación se ubicó en 7,8% de la PEA -1,2 p.p. por debajo del cuarto trimestre de 2012-, producto de una merma en la Tasa de subocupación demandante<sup>32</sup> (-1,3 p.p. i.a.) la que alcanzó a 5,1%, mientras que Tasa de subocupación no demandante<sup>33</sup> se elevó marginalmente a 2,7% (+0,1 p.p. i.a.; ver Gráfico 5.9). De esta manera, en el cuarto trimestre de 2013 la Tasa de desocupación abierta (desocupados + subocupados demandantes) se redujo en 1,8 p.p. i.a. y se ubicó en 11,5% de la PEA.

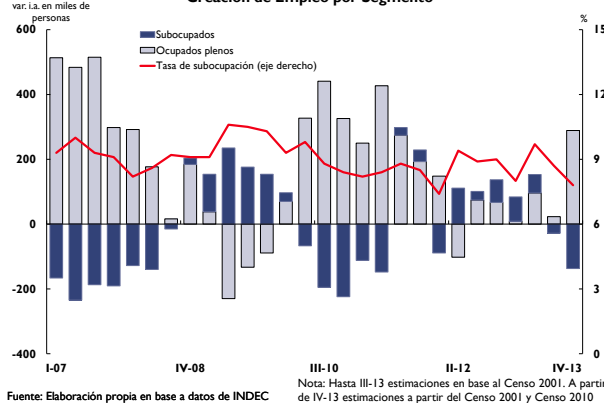
**Gráfico 5.7**  
**Creación de Empleo**  
(cuarto trimestre de cada año)



Según información del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) el empleo registrado se incrementó 1,7% i.a. entre julio y septiembre de 2013, ritmo superior al registrado durante los cuatro trimestres previos.

En línea con el crecimiento del empleo formal, el número de asalariados sin descuentos jubilatorios se ubicó nuevamente en torno a los niveles más reducidos de los últimos años, aunque aún permanece en niveles altos. En este sentido, la Tasa de informalidad de la economía disminuyó 0,9 p.p. interanual durante el tercer trimestre de 2013, representando 34,6% de los asalariados.

**Gráfico 5.8**  
**Creación de Empleo por Segmento**



En el sector privado la cantidad de trabajadores formales se elevó 1,2% i.a., dinámica que respondió a la suba en los puestos de trabajo tanto en los sectores de servicios (1,4% i.a.) como en las ramas productoras de bienes (0,7% i.a.; ver Gráfico 5.10).

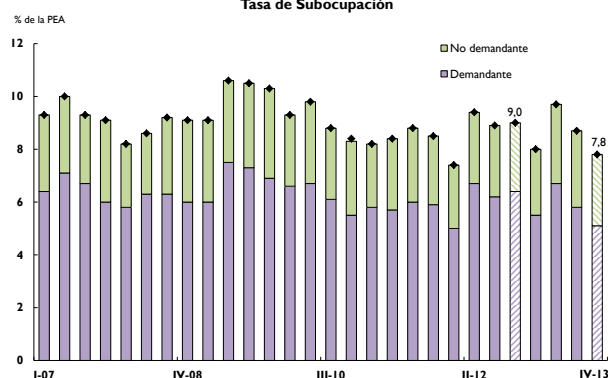
Los principales responsables de la creación de empleo registrado dentro de los servicios fueron la Enseñanza, con un alza del personal en el sector del 2,4% i.a., los Servicios sociales y de salud (3,3% i.a.), el Transporte y las comunicaciones (1,4% i.a.) y el Comercio (0,9% i.a.). El resto de los sectores también contribuyó a la generación de empleo formal, observándose las mayores alzas en

<sup>31</sup> Cociente entre la población ocupada y la población total.

<sup>32</sup> Cociente entre el número de subocupados que busca activamente empleo y la PEA.

<sup>33</sup> Cociente entre el número de subocupados que no busca empleo y la PEA

**Gráfico 5.9**  
**Tasa de Subocupación**



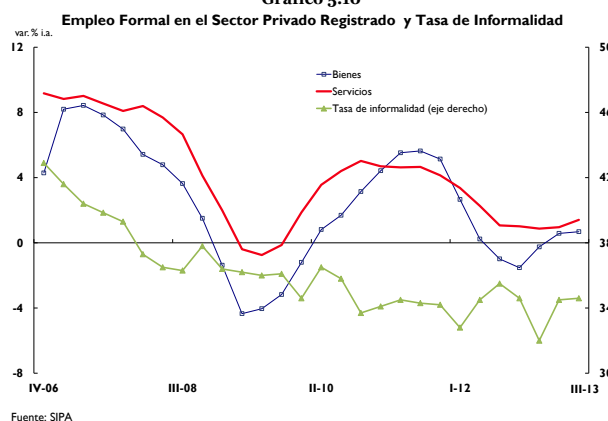
Fuente: INDEC

los Hoteles y restaurantes (1,2% i.a.) y los servicios Empresariales, inmobiliarias y de alquiler (1% i.a.; ver Gráfico 5.11).

Entre las ramas productoras de bienes, el incremento de los puestos de trabajo registrado obedeció fundamentalmente al alza en la Industria (0,8% i.a.), en Electricidad, gas y agua (4,2% i.a.) y en Explotación de minas y canteras (2,7% i.a.). La Construcción registró un aumento marginal (0,1% i.a.) mientras que el empleo formal en el sector Agropecuario exhibió una leve caída interanual en el trimestre (-0,1% i.a.).

En lo que respecta al sector público, la dotación de personal aceleró su tasa de incremento a 3,9% i.a. durante el tercer trimestre de 2013, luego de haber crecido 2,2% i.a. en el primer semestre del año.

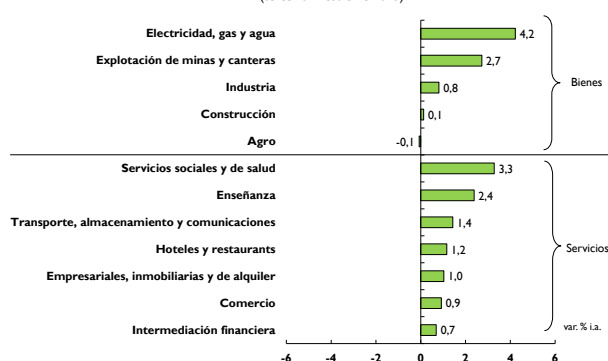
**Gráfico 5.10**



Fuente: SIPA

Según la encuesta realizada a empleadores sobre la evolución de la dotación de personal<sup>34</sup>, la demanda de nuevas posiciones laborales habría vuelto a crecer durante el primer trimestre de 2014 —dado que las expectativas de empleo relevadas por dicha encuesta registraron un aumento—. Así, la previsión neta —que sustrae al porcentaje de encuestados que espera un aumento en las contrataciones el porcentaje que prevé disminuciones— se ubicó en 6% (ver Gráfico 5.12). A nivel sectorial, para los meses iniciales de 2014, los empresarios de la Minería, de las Finanzas, Seguros y Bienes raíces, del Comercio mayorista y minorista y de la Construcción se ubican entre los que presentaron expectativas más optimistas. Las previsiones de los empresarios del Transporte y de las Manufacturas fueron menos auspiciosas, al tiempo que resultaron negativas las expectativas de los entrevistados del sector de la Agricultura y la pesca.

**Gráfico 5.11**  
**Creación de Empleo Privado Formal**  
(tercer trimestre de 2013)



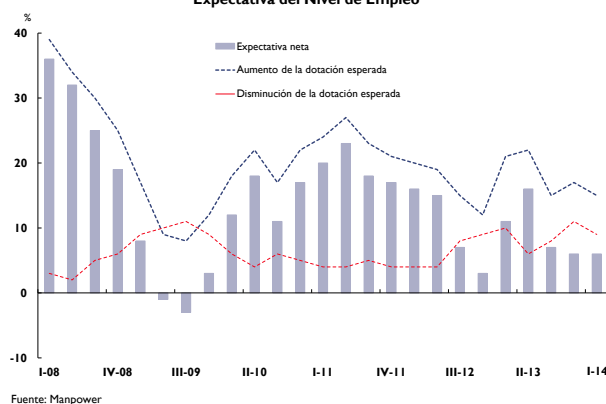
Fuente: INDEC

## 5.2 Ingresos

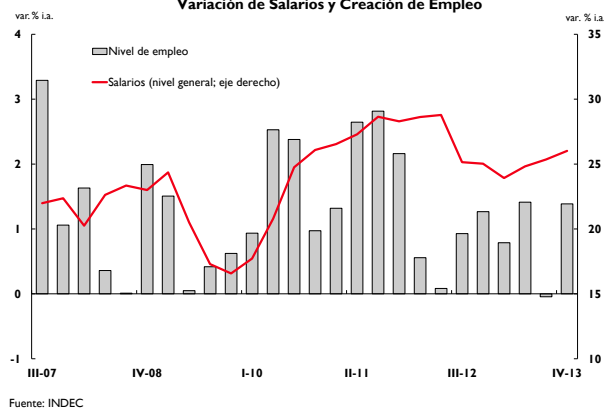
Los ingresos de las familias permanecieron en alza durante el último trimestre de 2013, favorecidos por la mejora en la calidad del empleo, una mayor formalización laboral y la continuidad de las políticas públicas de transferencias destinadas a las personas de menores recursos.

<sup>34</sup> Manpower: Encuestas de Expectativas de Empleo realizadas en septiembre y diciembre de 2013 a una muestra representativa de 800 empleadores de todo el país a los que se les preguntó si preveían modificaciones en el nivel de empleo de su empresa durante los respectivos períodos en curso.

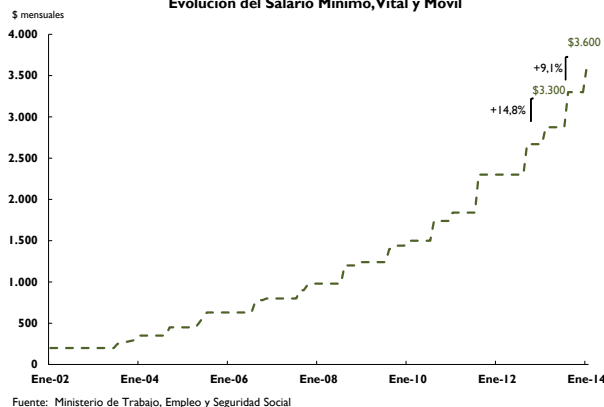
**Gráfico 5.12**  
Expectativa del Nivel de Empleo



**Gráfico 5.13**  
Variación de Salarios y Creación de Empleo



**Gráfico 5.14**  
Evolución del Salario Mínimo, Vital y Móvil



Los salarios de la economía mantuvieron en el cuarto trimestre de 2013 un crecimiento en torno a 26% i.a., cerrando el año con un incremento de similar magnitud. De esta manera, el aumento de los salarios en 2013 se ubicó en tasas cercanas a las registradas el año previo, producto de la semejanza de los acuerdos salariales logrados en ambos períodos (ver Gráfico 5.13). Tanto los del sector privado (registrado y no registrado) como los del público se elevaron en torno al 26% i.a. en 2013 (ver Sección 8).

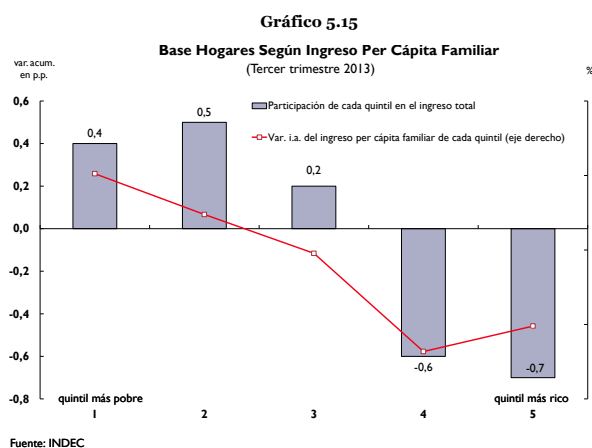
En lo que respecta a las políticas de transferencias de ingresos a los sectores de menores recursos, el incremento en junio pasado hasta \$460 mensuales de la Asignación Universal por Hijo y la asignación por Embarazo para Protección Social resultó en una suba de estas transferencias en el segundo semestre de 2013 de 35,3% en relación a la primera mitad del año. Producto de la Ley de Movilidad Previsional, que implica alzas en marzo y septiembre, los haberes por jubilaciones y pensiones acumularon un ajuste del 31,8% en 2013. Así, el incremento de dichos montos y la mayor cobertura del sistema previsional lograda a partir de las activas políticas llevadas a cabo en los últimos años elevó el gasto en jubilaciones y pensiones efectuado por el Gobierno Nacional a un equivalente a 10% del PIB en 2013 (ver Sección 7 y Apartado 3).

Comenzaron asimismo a regir los incrementos del Salario Mínimo, Vital y Móvil, a \$3.300 mensuales a partir de agosto pasado (43,5% i.a.) y a \$3.600 desde enero de 2014 (34,8% i.a.; ver Gráfico 5.14).

Adicionalmente, la modificación del impuesto a las Ganancias a partir de septiembre de 2013 también resultó en un mayor poder adquisitivo desde el último trimestre de 2013 para trabajadores y pasivos.

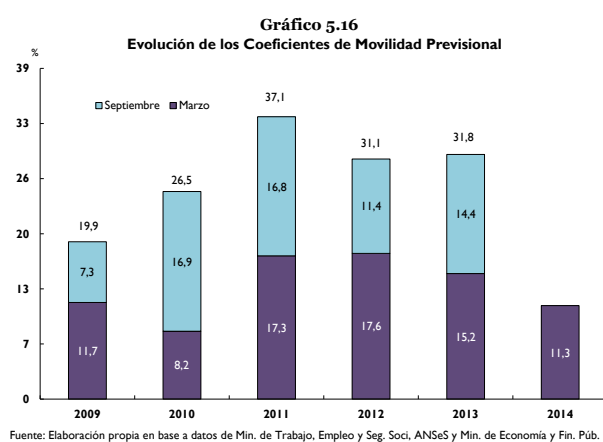
Como resultado del desempeño del mercado de trabajo y de las políticas de transferencia de ingresos, siguieron observándose mejoras en los indicadores que miden la equidad en la distribución personal del ingreso. El coeficiente de Gini<sup>35</sup>, continuó mejorando al situarse en 0,429 en el tercer trimestre de 2013, tras ubicarse en 0,434 en igual período del año anterior (-1,2% i.a.; ver Gráfico 5.2). Esta dinámica obedeció al continuo aumento

<sup>35</sup> El coeficiente de Gini es una medida de distribución del ingreso. Es igual a cero si todas las unidades reciben lo mismo y se aproxima a uno al incrementarse la desigualdad de la distribución.



en la participación de los quintiles más bajos en el ingreso total. En particular, los ingresos de los dos quintiles más bajos de la población crecieron 34,1% i.a. y 31,9% i.a., respectivamente, incrementando su participación en el ingreso total en 0,4 p.p. i.a. y 0,5 p.p. i.a., en uno y otro caso. En tanto, los ingresos de los quintiles superiores se elevaron en menor cuantía, reduciendo su participación en el ingreso total (ver Gráfico 5.15).

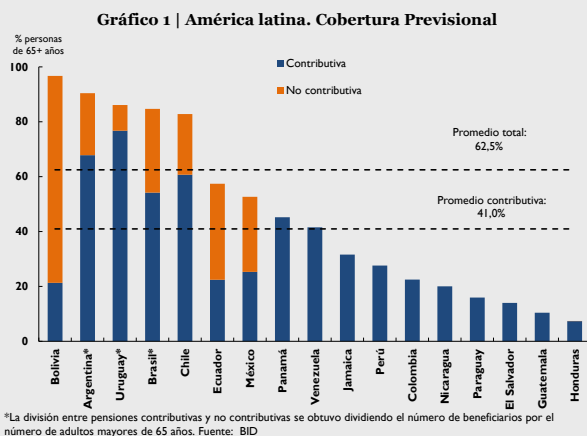
En el marco de las políticas de transferencia de ingresos tendientes a apoyar a los sectores de la población de menores recursos, el Gobierno Nacional anunció la puesta en marcha del PROG.R.ES.AR con el objetivo de brindar apoyo económico a los jóvenes de entre 18 y 24 años que no terminaron sus estudios y que no trabajan o lo hacen de manera precaria. El plan consiste en brindar apoyo económico para que el beneficiario inicie o complete sus estudios —nivel primario, secundario, terciario, universitario y tecnicaturas—. El monto de la prestación económica mensual asciende a \$600, pagándose el 80% mensualmente y el 20% restante contra presentación cuatrimestral de los certificados de estudio y salud correspondientes. Con este programa el Gobierno Nacional prevé brindar cobertura a 1,5 millones de jóvenes —de los cuales ya se inscribieron más de 500.000 mil— que redundará en una nueva mejora en la distribución del ingreso.



Adicionalmente, a partir de marzo comenzará a regir el nuevo incremento sobre las jubilaciones y pensiones —otorgado en el marco de la Ley de Movilidad Previsional— de 11,31%, llevando el haber mínimo mensual a \$2.757 (+27,4% i.a.), y una suba del 200% en la asignación anual por escolaridad, la que ascenderá a \$510 (ver Gráfico 5.16).

## Apartado 3 / El sistema previsional en América latina

Durante las décadas de los ochenta y los noventa las reformas implementadas en los sistemas previsionales de América latina se orientaron principalmente a reducir los riesgos fiscales. Sin embargo, la crisis financiera internacional de 2008 puso en evidencia que los sistemas contributivos tradicionales, en los que las remuneraciones están ligadas a los aportes realizados en el mercado de trabajo, tienden a exacerbar las desigualdades sociales y aumentan el número de pobres entre los adultos mayores en tanto que, paradójicamente, elevan los costos fiscales<sup>36</sup>. Así, en los últimos años surgió un nuevo paradigma en el que la prioridad es alcanzar una cobertura universal en los regímenes previsionales de forma tal de asegurar la protección social de la población adulta<sup>37</sup>.



Según un informe del Banco Interamericano de Desarrollo (BID)<sup>38</sup> en América latina coexisten en la actualidad diversas realidades previsionales. La cobertura previsional en la región para los adultos mayores de 65 años alcanza en promedio el 62,5%. En países como El Salvador, Guatemala, Honduras y República Dominicana, la cobertura es inferior a 15%. En tanto, en el otro extremo, existe un grupo de países que han logrado incluir a más del 80% de la población mayor de 65 años. Entre estos últimos Argentina ocupa un lugar destacado, con más del 90% de cobertura total, detrás de Bolivia, aunque

con un mayor alcance de las pensiones contributivas<sup>39</sup> (ver Gráfico 1).

Este desempeño significó un importante avance en relación a la situación observada a comienzos de los años noventa, cuando el porcentaje de adultos mayores que recibía una pensión apenas superaba el 30% en la mayoría de los países, y en algunos de ellos rondaba el 10%. El progreso puede apreciarse aún más si se tiene en cuenta que hacia el 2001 en el mercado de trabajo se gestaban condiciones que podrían haber llevado a una menor cobertura años después. La informalidad había crecido hasta alcanzar el 47% del empleo urbano latinoamericano debido a la reducción del empleo formal y al aumento del empleo en el trabajo independiente, las microempresas y el servicio doméstico.

Desde el punto de vista del financiamiento de los regímenes previsionales, los países de la región compartieron una histórica dificultad para generar un nivel suficiente de ahorro previsional en el mercado de trabajo. Según el BID<sup>40</sup>, menos de la mitad de los trabajadores de la región contribuye al sistema previsional. La carga fiscal sobre cada trabajador formal en concepto de aportes para previsión social es relativamente elevada entre los países de la región, ubicándose en promedio en 22% del salario. Además, se agregan otros costos no salariales que se desprenden de la protección al empleo, las vacaciones y costos por despido por unos 13 puntos porcentuales (p.p.) en promedio.

Superando esta dificultad y con el objetivo de proteger en la vejez a sectores sociales tradicionalmente excluidos de los circuitos formales, como pueden ser las mujeres y los trabajadores rurales, en los últimos años varios países han aumentado los niveles de protección social a través del otorgamiento de pensiones de tipo no contributivas. Estas políticas dieron lugar a importantes mejoras en la distribución del ingreso y en los niveles de pobreza y evitaron mayores distorsiones en la informalidad en los mercados laborales de la región.

De tal forma, al incremento de las jubilaciones y pensiones tradicionales que se dio como consecuencia del aumento del empleo formal en algunos países de la región en la última década, se sumaron los

<sup>36</sup>Debido a ciertas garantías que continúa ofreciendo el Estado aún en los sistemas privados. Ver Carmelo Mesa-Lago. (Revista de la CEPAL 84, Diciembre 2004) *Evaluación de un cuarto de siglo de reformas*.

<sup>37</sup>En este sentido, la Organización de las Naciones Unidas promovió la necesidad de instaurar un piso de protección social como respuesta a la crisis económica y financiera de 2008 (Roca et al, 2012).

<sup>38</sup>Mariano Bosch, Ángel Melguizo y Carmen Pagés (Banco Interamericano de Desarrollo, 2013) *Mejores pensiones, mejores trabajos. Hacia la cobertura universal en América latina*.

<sup>39</sup>Las prestaciones contributivas exigen un mínimo de aportes y de edad para tener derecho a la prestación. Las prestaciones no contributivas o asistenciales son aquellas que no requieren de aportes previsionales ni de edad mínima para su otorgamiento.

<sup>40</sup>Con datos correspondientes a 2009.



beneficios no contributivos que lograron mejorar rápidamente los ingresos no laborales de la población. En Brasil, por ejemplo, el 36% de los adultos mayores recibe una pensión de ese tipo; en Chile se beneficia al 26% de la población madura, mientras que en Argentina, al 25% de los mayores de 65 años.

El Banco Mundial<sup>41</sup> destaca los efectos distributivos que han tenido algunas políticas específicas. En Brasil se verificaron avances a partir de la introducción de las pensiones rurales a fines de los años ochenta. En Bolivia en 2008 se creó el programa “Renta Dignidad”, que otorga un beneficio uniforme a la totalidad de la población adulta mayor. Una iniciativa similar se desarrolló en Ecuador. Costa Rica introdujo varias reformas en 2006, incluyendo una pensión reducida para aquellos que cuentan con al menos 15 años de contribuciones al sistema. Uruguay, flexibilizó las condiciones de elegibilidad para acceder a la jubilación en 2009, reduciendo la cantidad de años requeridos de 35 a 30 y facilitó el acceso al beneficio por edad avanzada. Chile en 2008 realizó una nueva reforma integral del sistema previsional, la que incluyó un pilar solidario no contributivo. Otros países, como Colombia, Panamá, Ecuador y Perú también han avanzado en la misma dirección en los años recientes.

En Argentina a partir de 2004 se implementaron una serie de políticas activas de inclusión previsional. La Ley N°25.994 sancionada en diciembre de ese año efectivizó la aplicación de dos importantes mecanismos para permitir el acceso a los beneficios previsionales a aquellas personas que no cumplieran con los requisitos de años de aporte o de edad: una moratoria previsional y la Prestación Anticipada por Desempleo (PAD).

La moratoria previsional permitió el ingreso al sistema a personas que cumplieran el requisito de edad jubilatoria, pero que no reunían los años de aportes requeridos. En tanto, la PAD posibilitó el acceso al beneficio de los individuos desempleados que cumplieran con los 30 años de aportes formales, aunque por su edad (55 años las mujeres y 60 años los hombres) pudieran encontrar dificultades para conseguir un nuevo empleo<sup>42</sup>.

Posteriormente, en 2007 el gobierno lanzó una nueva reforma para minimizar los costos operativos del sistema previsional y eliminar las asimetrías entre los regímenes de capitalización y de reparto vigen-

tes. A partir de la promulgación de la Ley 26.222 en marzo de ese año se autorizó a los afiliados al sistema privado a regresar voluntariamente al estatal, se limitaron las comisiones que cobraban las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) y se amplió el límite máximo de remuneración computable para los aportes personales.

Poco tiempo después, la aprobación de la Ley de Movilidad Jubilatoria en octubre de 2008 determinó que los haberes jubilatorios se ajustaran en los meses de marzo y septiembre de cada año en base a la evolución de un índice elaborado para este fin específico. Según lo determina la ley, el mencionado indicador se construye en base a la variación de los recursos tributarios de la seguridad social por beneficiario y al incremento registrado semestralmente en los salarios. Desde su implementación, el régimen permitió la actualización de los haberes a un ritmo superior al del ingreso promedio del conjunto de la economía, significando una mejora en la distribución del ingreso en favor del conjunto de jubilados y pensionados (ver Gráfico 2).



Por último, la re-estatización del sistema de jubilaciones y pensiones en noviembre de 2008 fue una medida clave en términos de política de protección social. La creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), a través de la Ley 26.425, implicó que este sistema volviera a concebirse como un régimen financiado a través de la transferencia intergeneracional, en el que los trabajadores del presente financian las jubilaciones de los trabajadores del pasado. Además de recanalizarse hacia el sector público un flujo anual de financiamiento equivalente a aproximadamente 1,4% del PIB —proveniente de aportes de los trabajadores con los activos en cartera de las administradoras privadas—, se creó —por una suma equivalente al 8% del PIB— el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), administrado por el Estado.

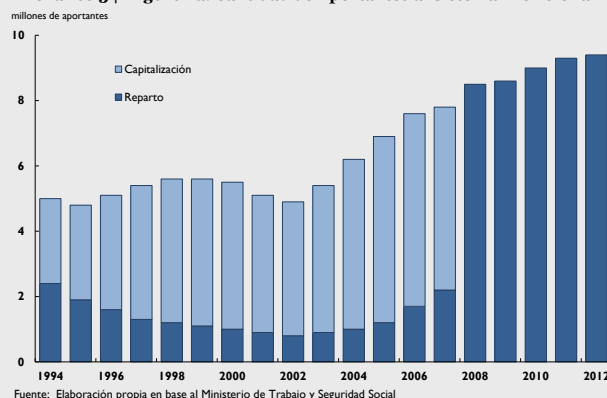
<sup>41</sup>Rafael Rofman y María Laura Oliveri (Serie de Documentos de Trabajo sobre Políticas Sociales N° 7, 2012). *La cobertura de los sistemas previsionales en América Latina: conceptos e indicadores*.

<sup>42</sup>Para mayores detalles ver Apartado 3 del Informe de Inflación del Tercer Trimestre de 2007.

El FGS tiene como objetivo garantizar la sostenibilidad del sistema previsional público de reparto. Esto implica no sólo preservar el valor de sus activos subyacentes sino también participar activamente en el desarrollo sustentable de la economía nacional. Para ello, busca instrumentar una adecuada inversión de sus recursos, aplicándolos a sectores económicos estratégicos. Asimismo, se destaca que el FGS contribuye al financiamiento de la Asignación Universal por Hijo para protección social<sup>43</sup>.

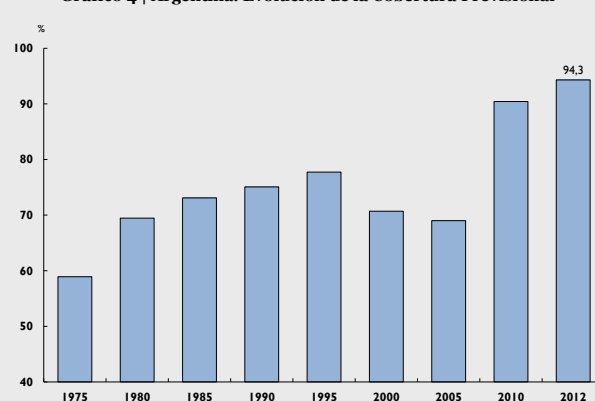
Las medidas implementadas y el proceso de transformación macroeconómica y social iniciado en 2003, permitieron que la cantidad de aportantes al sistema previsional pasara desde poco menos de 5 millones en 2002 a más de 9 millones en 2012 como resultado de la generación y formalización del empleo<sup>44</sup> (ver Gráfico 3).

**Gráfico 3 | Argentina. Cantidad de Aportantes al Sistema Previsional**



En consecuencia, la cantidad de beneficiarios del SIPA prácticamente se duplicó en la última década al pasar de 3,2 millones a comienzos de 2003 a 5,9 millones en 2013. La relación entre aportantes y beneficiarios totales pasó de 1,7 en 2003 a 1,3 en 2013. En tanto, la cobertura previsional alcanzó a 94,3% de la población mayor de 65 años en 2012, superando en 28,2 p.p. al correspondiente a 2003 y constituyéndose en el máximo valor de la historia previsional argentina (ver Gráfico 4).

**Gráfico 4 | Argentina. Evolución de la Cobertura Previsional**



Cabe destacar que de las mejoras observadas en la distribución del ingreso en la última década, las medidas previsionales fueron responsables del 27% de la reducción del coeficiente de Gini<sup>45</sup> entre 2003 y 2012<sup>46</sup>.

En suma, en la última década los países latinoamericanos intensificaron la injerencia del Estado en materia de protección social tendiendo a la universalización de los sistemas, incrementando las pensiones no contributivas y flexibilizando las condiciones de acceso a los beneficios previsionales. Argentina ha tenido un papel destacado en esta materia al lograr uno de los sistemas de protección social con mayor cobertura en la región, que colaboró con la mejora en la calidad de vida de los adultos mayores. Asimismo, a nivel nacional el ahorro previsional se orientó en mayor medida al financiamiento de sectores productivos estratégicos, contribuyendo a una mayor sustentabilidad del crecimiento económico.

<sup>43</sup>El régimen de asignaciones familiares supone para Argentina una erogación equivalente aproximadamente al 1% del PIB, cifra superior a la comprometida por otros países que han implementado programas sociales específicos como Brasil y México.

<sup>44</sup>El empleo formal creció a una tasa anual promedio de 5,8% entre 2003 y 2012, quebrando la tendencia descendente de los años previos. La informalidad se redujo en 15 puntos porcentuales desde el máximo de 49,5% del total de asalariados registrado a comienzos de 2003.

<sup>45</sup>Coeficiente que toma valor "0" cuando existe perfecta igualdad en la distribución y 1 cuando la desigualdad es máxima.

<sup>46</sup>Datos del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social. Para mayores detalles ver Apartado 3 del Informe Macroeconómico y de Política Monetaria de Julio de 2013.

## 6 Sector Externo

En 2013 las exportaciones de bienes acumularon un crecimiento de 2,6% interanual (i.a.) debido, fundamentalmente, al incremento en las ventas de manufacturas de origen agropecuario y de material de transporte. Sin embargo, entre los últimos meses del año pasado e inicios de 2014 las exportaciones mostraron una caída en su comparación interanual, vinculada al desempeño de las ventas de productos agrícolas, manufacturas industriales y combustibles.

Por su parte, las importaciones en 2013 crecieron a una tasa mayor a la de las exportaciones, por el efecto de las mayores cantidades comercializadas y en el que fue determinante la baja base de comparación interanual. Todos los usos de importación subieron, a excepción de los Bienes intermedios. No obstante, en los meses recientes el valor de las compras externas estuvo prácticamente en los mismos niveles que en igual período del año previo.

De este modo, el superávit comercial sumó US\$9.024 millones en 2013, US\$3.395 millones por debajo del resultado alcanzado en 2012. La reducción del excedente se explicó, fundamentalmente, por el saldo del intercambio de combustibles, ya que al excluirlo se obtiene un superávit comercial de bienes de US\$15.187 millones, lo que implica una mejora de US\$385 millones respecto del año anterior.

En los primeros nueve meses de 2013, el excedente comercial volvió a ser el principal sostén del resultado de la Cuenta corriente, la que de todas formas acumuló un déficit de US\$2.870 millones. En tanto, la Cuenta capital y financiera tuvo un saldo negativo en el acumulado a igual período explicado, principalmente, por los mayores egresos netos del sector público (financiero y no financiero), derivado de la política de desendeudamiento externo.

El stock total de la deuda externa (pública más privada) se redujo desde 30,5% del PIB en septiembre de 2012 hasta 27,0% un año después, alcanzando el ratio más bajo de los últimos 18 años. La persistente disminución del endeudamiento público externo permitió que el stock de Reservas internacionales representara hacia fines de enero aproximadamente el 40,6% de la deuda externa pública, mientras que en el período 1992-2000 representaba el 33,4%.

Gráfico 6.1

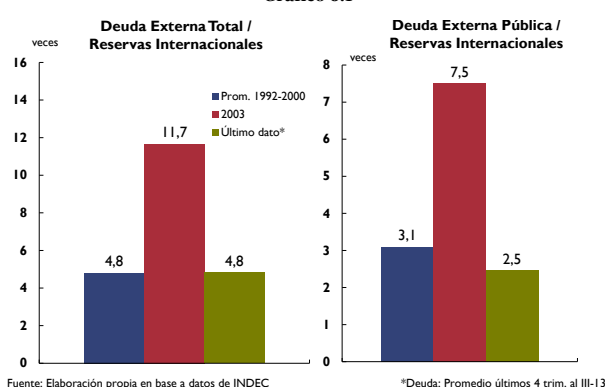


Gráfico 6.2

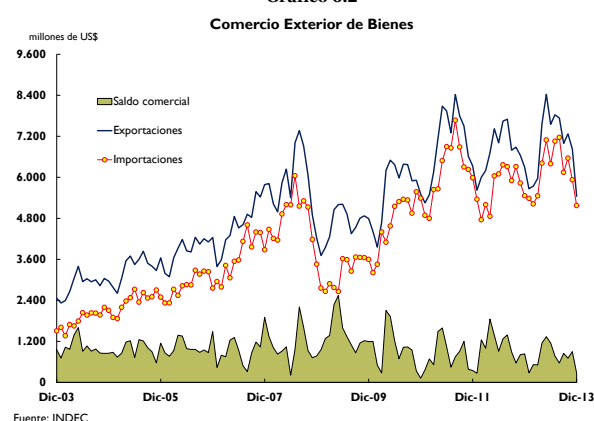
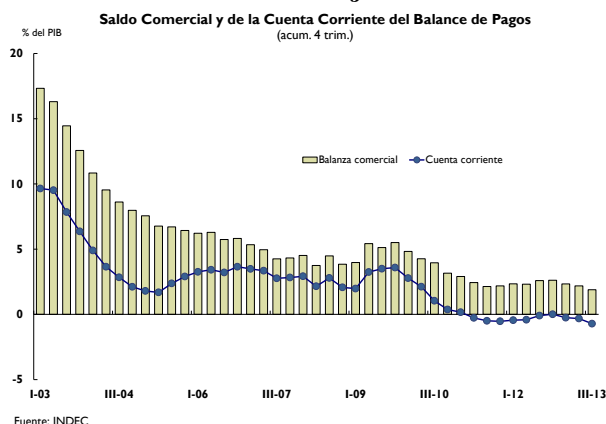


Gráfico 6.3

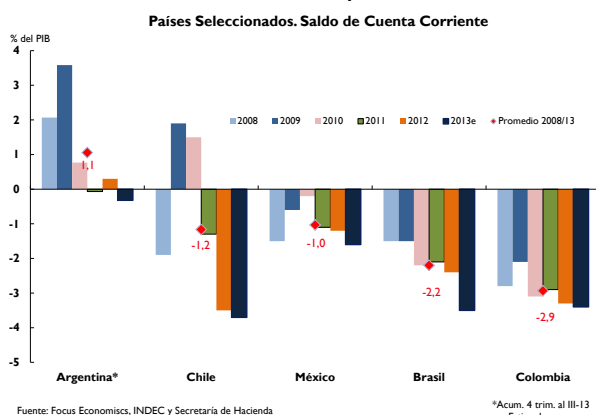


## 6.1 Cuenta Corriente

El acumulado al tercer trimestre de 2013 de la Cuenta corriente registró un saldo negativo de US\$2.870 millones. En los últimos 12 meses a septiembre del año pasado el déficit externo ascendió a US\$3.545 millones, equivalente a 0,7% del PIB (ver Gráfico 6.3). Así, el saldo de la Cuenta corriente se ubicó en niveles cercanos al equilibrio en relación al tamaño de la economía y muestra un desempeño favorable respecto de lo evidenciado en otros países de la región (ver Gráfico 6.4).

Para 2014 se prevé una reversión del saldo de la Cuenta corriente hacia terreno positivo ya que se espera un efecto favorable sobre los flujos de ingresos y de egresos de la balanza comercial y de servicios, en particular aquellos relacionados con el turismo, derivado de la modificación de la paridad cambiaria.

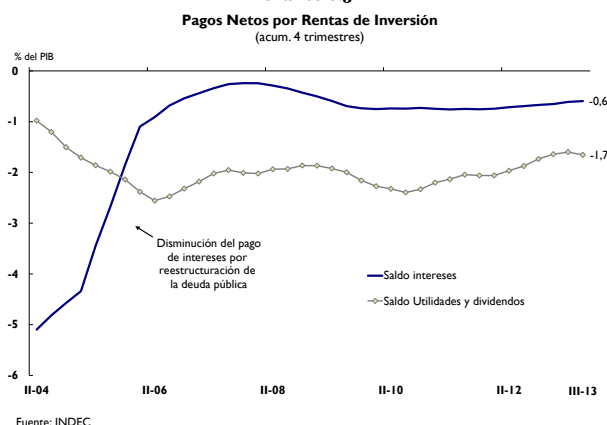
Gráfico 6.4



Analizando el resultado de las transacciones registradas en la Cuenta corriente en los primeros nueve meses de 2013, el deterioro del saldo estuvo en línea con el menor superávit comercial –que siguió siendo el sostén del resultado externo– con un aumento en el déficit de la balanza de servicios reales. Ambos factores fueron parcialmente contrarrestados por la mejora en el saldo de las Rentas de inversión.

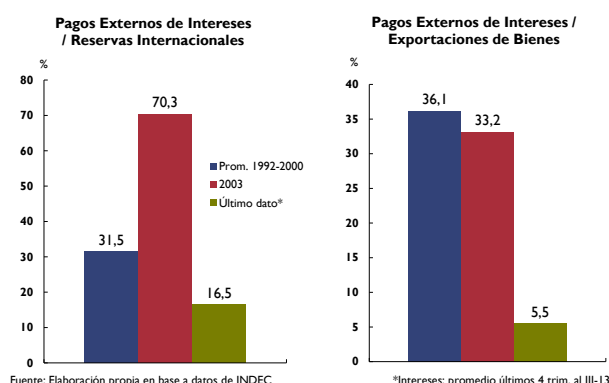
En cuanto a los servicios reales, los mayores egresos por transporte más que compensaron el aumento de los ingresos por el mismo concepto, reflejando el incremento de los pagos netos por fletes –en línea con la suba de las importaciones– y de pasajes. De esta forma, el saldo de transporte acumuló un déficit de US\$2.082 millones, US\$283 millones por debajo del saldo negativo de los primeros 9 meses de 2012. En el rubro servicios, al transporte se sumaron el mayor déficit por viajes (US\$333 millones más que en 2012) –a raíz de que los gastos de los no residentes en nuestro país se redujeron en mayor cuantía que los de los residentes fuera de Argentina– y por el pago neto de regalías (-US\$332 millones interanual –i.a.–). En el mismo sentido operó la disminución en US\$269 millones del superávit de los servicios informáticos, empresariales, profesionales y técnicos en comparación con el mismo lapso de 2012.

Gráfico 6.5



Las Rentas de inversión registraron una mejora de 3,5% respecto de igual período de 2012 por el menor pago neto de intereses, que continúan manteniéndose en niveles bajos en términos históricos (en torno a 0,6% del PIB). En el mismo sentido operó la disminución del débito neto de Utilidades y dividendos (ver Gráficos 6.5 y 6.6).

Gráfico 6.6



### 6.1.1 Balanza Comercial

En lo que respecta al comercio exterior de mercancías, en 2013 las exportaciones totalizaron US\$83.026 millones, incrementándose 2,6% i.a., a partir del aumento de las cantidades (3% i.a.) parcialmente compensado por la disminución de los precios (-1% i.a.). El desempeño anual de las ventas externas respondió mayormente a la evolución de las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) y de material de transporte (ver Cuadro 6.1). A diferencia de lo evidenciado en el acumulado de los primeros meses, en el cuarto trimestre las exportaciones disminuyeron (-1,4% i.a.) dada la fuerte retracción de los embarques de granos junto a una profundización de la caída de las exportaciones de Combustibles y energía (ver Gráfico 6.7). En enero de 2014 se adicionó a este desempeño la disminución interanual de las Manufacturas de Origen Industrial (MOI).

Cuadro 6.1  
Exportaciones por Grandes Rubros

Rubro	2013				
	millones de US\$		Variación % i.a.		
	2012	2013	Total	Precios	Cantidades
Productos primarios	19.050	19.302	1,3	6	-5
MOA	27.474	30.059	9,4	-1	10
MOI	27.520	28.413	3,2	-2	6
MOI sin Material de transporte	17.952	17.028	-5,1		
Material de transporte	9.568	11.385	19,0		
Combustibles y energía	6.883	5.252	-23,7	-5	-19
<b>TOTAL</b>	<b>80.927</b>	<b>83.026</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>

Fuente: INDEC

Los envíos de Productos Primarios (PP) exhibieron un crecimiento débil a lo largo de 2013 (1,3% i.a.) a raíz de una merma de 5% i.a. en las cantidades que fue más que compensada por un alza de 6% i.a. en los precios. Las mayores ventas externas se concentraron en la primera parte del año, principalmente entre abril y junio, dado el aumento en las exportaciones de maíz y porotos de soja que contrarrestó los menores envíos de trigo. En efecto, en el primer semestre del año las exportaciones de PP acumularon una suba de 21% i.a. A partir de julio se verificó una reducción en los valores exportados de PP, que acumularon una retracción de 17% i.a. en los últimos seis meses de 2013, debido a una profundización de la caída en las ventas de trigo, consecuencia de los magros resultados de la cosecha 2012/13, y a una pérdida del impulso de las exportaciones de maíz y de porotos de soja (ver Sección 4).

Las ventas externas de MOA acumularon en 2013 una suba de 9,4% i.a. originada en las mayores cantidades comercializadas (10% i.a.), ya que los precios se ubicaron por debajo de los observados un año atrás (-1% i.a.). Contrariamente a lo sucedido con las exportaciones de PP, las MOA cobraron dinamismo a partir del segundo semestre del año, siendo de 18,5% i.a. el crecimiento registrado en el cuarto trimestre. Ello se explica por los mayores volúmenes exportados de subproductos oleaginosos —especialmente de *pellets*—, de carnes y sus preparados, de productos lácteos y de pieles y cueros.

Las exportaciones de MOI crecieron 3,2% i.a. en 2013, mostrando una caída en los meses más recientes. En

Gráfico 6.7  
Exportaciones por Rubros

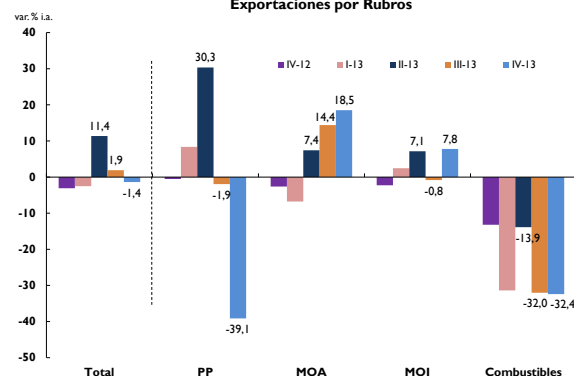
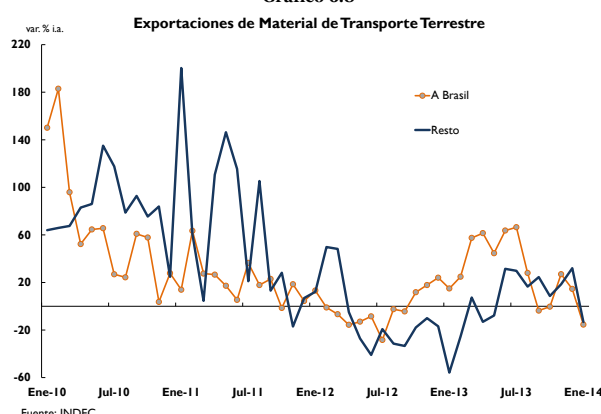
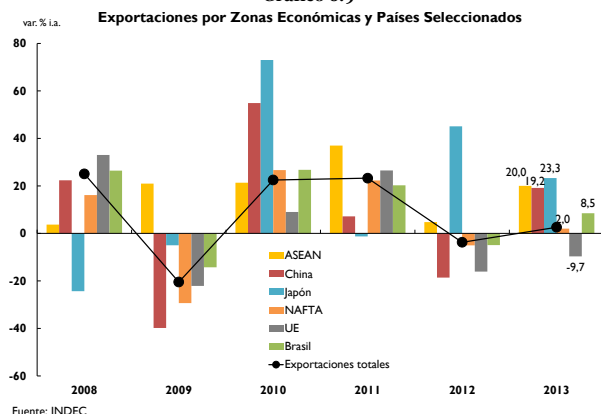


Gráfico 6.8



términos de cantidades, las ventas externas de este rubro se expandieron 6% i.a. a lo largo del año pasado, alza parcialmente contrarrestada por la caída en los precios (-2% i.a.). Dicho desempeño estuvo determinado por el sector automotriz (19,0% i.a. en el año), mientras que el resto de las MOI en su conjunto acumularon una caída (-5,1% i.a.). Dentro de estos últimos se destacaron por su relevancia, las mermas en las ventas externas de productos químicos (entre los que se incluye el biodiesel), de metales comunes y sus manufacturas, y de piedras y metales preciosos. A partir de julio las exportaciones de material de transporte exhibieron una tendencia al deterioro que en diciembre e inicios de 2014 se agudizó con una caída de 7,5% i.a. Dicho comportamiento se explicó por el desenvolvimiento de la demanda desde Brasil —destino que representa alrededor del 80% de las exportaciones totales del complejo— (ver Gráfico 6.8).

Gráfico 6.9



Las exportaciones de Combustibles y energía disminuyeron fuertemente en 2013 (-23,7% i.a.), dada la baja conjunta de precios (-5% i.a.) y de cantidades (-19% i.a.). En el último tramo del año se observó una profundización de esta tendencia, debido principalmente a los menores embarques de petróleo crudo y sus derivados.

Analizando el desempeño de las ventas externas por destinos, en 2013 aumentaron las exportaciones a los países del MERCOSUR (7% i.a.) —impulsadas por las compras de Brasil—, hacia China<sup>47</sup> y hacia los países del ASEAN<sup>48</sup> (en torno al 20% i.a. en cada caso), mientras que se redujeron los envíos hacia la Unión Europea (UE) y al Resto de los países de América latina (-10% i.a. y -12% i.a., respectivamente). En tanto, las exportaciones hacia el NAFTA<sup>49</sup> se mantuvieron en niveles similares a los de 2012. Aunque con menor incidencia en el incremento de las exportaciones totales, se verificaron mayores envíos a Japón (23% i.a.), y continuó la dinámica exhibida en 2012 en las exportaciones hacia el MAGREB<sup>50</sup>, Egipto y Medio Oriente (ver Gráfico 6.9)

Las importaciones totales de mercancías sumaron US\$74.002 millones en 2013, evidenciando un crecimiento de 8% i.a. explicado por la suba conjunta de precios y de cantidades (3% y 5% i.a., respectivamente). Este comportamiento se encuentra en línea con el mayor ritmo de crecimiento de la eco-

Cuadro 6.2  
Importaciones por Uso Económico

Uso económico	2013				
	millones de US\$		Variación % i.a.		
	2012	2013	Total	Precios	Cantidades
Bienes de capital	11.810	12.767	8,1	2	6
Equipo de transporte industrial	2.763	3.082	11,5		
Otros bienes de capital	9.047	9.685	7,1		
Bienes intermedios	19.994	19.573	-2,1	3	-5
Combustibles y lubricantes	9.267	11.415	23,2	-1	24
Piezas y acc. para bienes de capital	14.461	15.419	6,6	1	5
Bienes de consumo	7.292	7.508	3,0	4	11
Vehículos automotores de pasajeros	5.384	7.096	31,8		
Resto	301	225	-25,2		
<b>TOTAL</b>	<b>68.508</b>	<b>74.002</b>	<b>8,0</b>	<b>3</b>	<b>5</b>

Fuente: INDEC

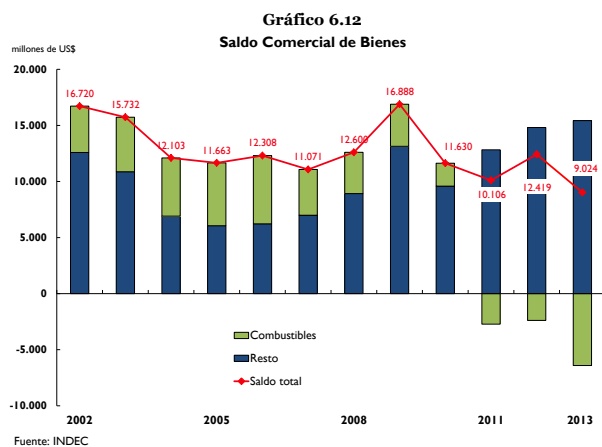
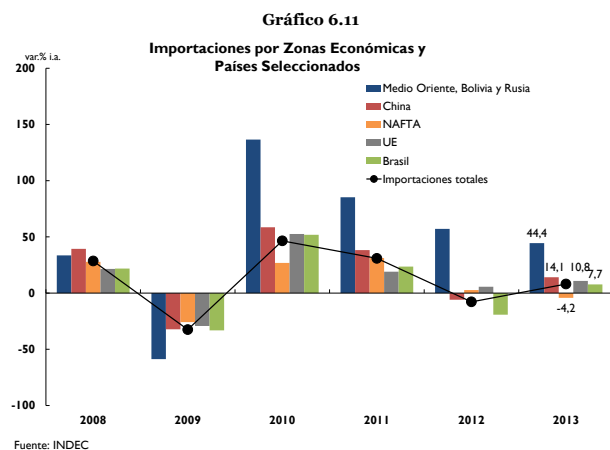
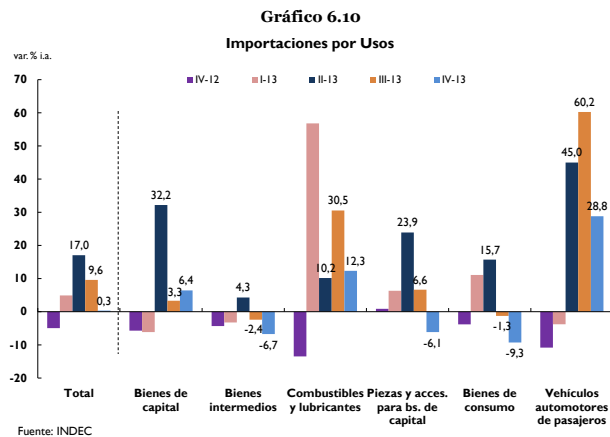
<sup>47</sup> Incluye Hong Kong y Macao.

<sup>48</sup> Incluye Brunei, Camboya, Filipinas, Indonesia, Lao, Malasia, Myanmar, Singapur, Tailandia y Vietnam.

<sup>49</sup> Conformado por los Estados Unidos, México y Canadá.

<sup>50</sup> Incluye Argelia, Libia, Marruecos, Mauritania y Túnez.





nomía en 2013 y con una baja base de comparación interanual (ver Cuadro 6.2 y Gráfico 6.10). Sin embargo a fines de 2013 e inicios de 2014 se observó una caída en las compras externas, reflejando las menores cantidades adquiridas en todos los usos de importación —excepto en los vehículos automotores, principalmente desde Brasil, y en menor medida, en los Bienes de capital—.

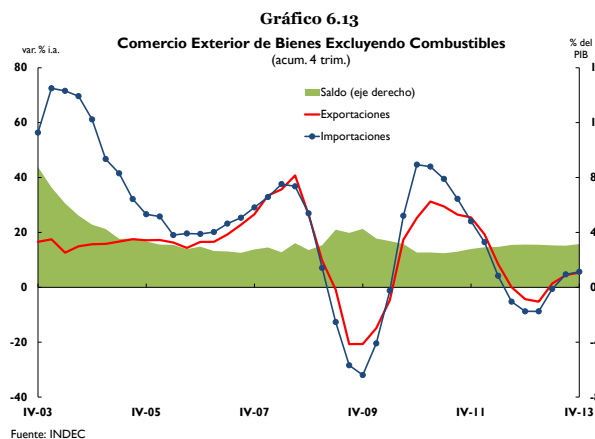
A nivel desagregado, todos los usos de importación aumentaron en el acumulado de 2013, con excepción de los Bienes intermedios. La mayor contribución al crecimiento de las importaciones en 2013 estuvo dada por las adquisiciones de Combustibles y lubricantes, que se elevaron 23,2% i.a. La evolución respondió a los mayores volúmenes comprados (24% i.a.) de gas oil, de gas natural y gas natural licuado (GNL), destinados a abastecer el consumo de la industria, del transporte y de los hogares<sup>51</sup>. Le siguieron en relevancia las importaciones de vehículos automotores, que subieron 31,8% i.a. aunque presentaron una desaceleración en los meses recientes.

Las adquisiciones de Bienes de capital subieron 8,1% i.a. durante 2013, y las de Piezas y accesorios para bienes de capital se elevaron 6,6% i.a., en ambos casos principalmente como consecuencia del aumento en las cantidades. El incremento en los volúmenes importados de estos bienes contribuyó al desempeño de la inversión en equipo durable de producción (ver Sección 4).

Las compras al exterior de Bienes intermedios se mantuvieron en niveles ligeramente por debajo de los de 2012 (-2,1% i.a.), debido a las menores importaciones de productos químicos, abonos, insumos de hierro y acero, y materias primas plásticas. Por su parte, las adquisiciones de Bienes de consumo acumularon un alza de 2,9% i.a.

Analizando el desempeño de las importaciones por país y región de procedencia, durante el 2013 se verificó una recuperación de las compras a Brasil (8% i.a.), concentradas en el sector automotriz, a China y a la UE (14% i.a. y 11% i.a., respectivamente), después del magro desempeño de 2012. En sentido contrario, las importaciones desde el NAFTA cayeron en 2013. Al mismo tiempo, el incremento de las compras para atender las necesidades energéticas a Medio Oriente, vinculado al comercio con Qatar, a Rusia y a Bolivia, tuvieron una elevada contribu-

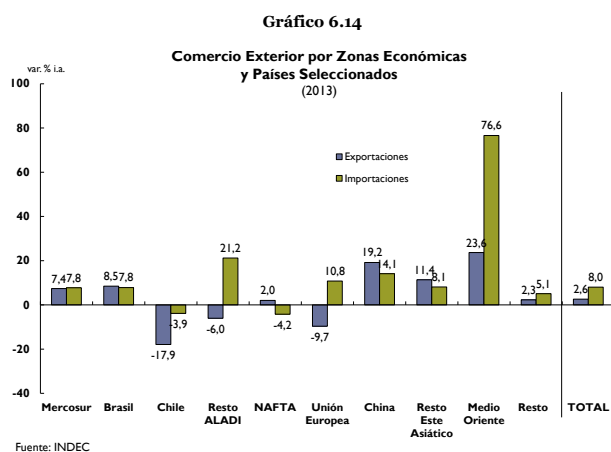
<sup>51</sup> Cabe destacar que el siniestro ocurrido el 2 de abril en Ensenada en la planta de Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF) afectó la refinación de petróleo doméstico, por lo que dicha fuente debió ser reemplazada por mayores compras externas de combustibles.



ción al aumento de las importaciones totales (ver Gráfico 6.11).

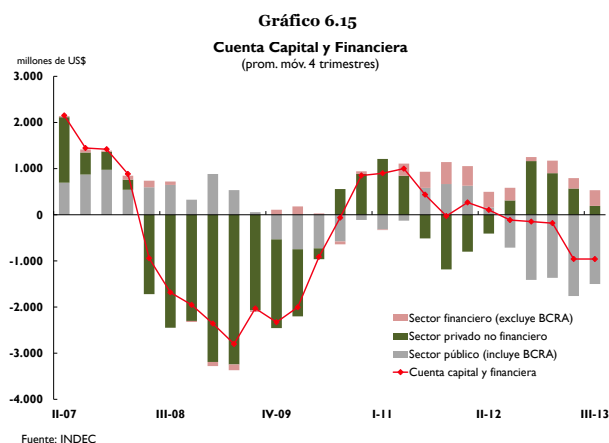
Como resultado del desempeño de las exportaciones y de las importaciones, en 2013 el superávit comercial totalizó US\$9.024 millones, US\$3.395 millones por debajo del registrado en 2012. La reducción del excedente se explicó fundamentalmente por el saldo del intercambio de combustibles, ya que al excluirlo se obtiene un resultado comercial de bienes de US\$15.187 millones, que implica una mejora de US\$385 millones respecto del año anterior (ver Gráfico 6.12). En efecto, las exportaciones del resto de los bienes se elevaron en conjunto 5,4% i.a. en 2013, mientras que las importaciones sin considerar los combustibles subieron 5,7% i.a., implicando un incremento del saldo comercial de 4,2% i.a., el cual representó aproximadamente 3% del PIB (ver Gráfico 6.13).

Con el objetivo de sustituir con producción nacional las importaciones de productos derivados del petróleo (como naftas y gas oil), en enero de 2014 se dispuso un mecanismo de compra externa de crudo liviano, cuya calidad permitirá un uso más eficiente de la capacidad instalada de refinación en Argentina y, por lo tanto, dará lugar a un incremento de la producción de bienes de mayor valor agregado. Al mismo tiempo, se generaría un saldo exportable de subproductos en los que el país se autoabastece<sup>52</sup>.



En lo que respecta al comercio bilateral, durante 2013 Argentina mantuvo en niveles similares a los del año previo su saldo negativo con Brasil (-US\$1.554 millones), en tanto que redujo, en US\$602 millones, el déficit con el NAFTA, que alcanzó los US\$3.417 millones. Por su parte, el deterioro en el saldo comercial con la UE (-US\$2.473 millones por debajo del de 2012) respondió al efecto conjunto de un aumento de las importaciones y caída en las ventas externas, vinculadas estas últimas a los menores envíos de biodiesel (ver Gráfico 6.14). En el caso de China, el aumento generalizado de las compras no pudo ser contrarrestado por los mayores envíos de PP y MOA (alcanzando un saldo negativo de US\$5.033 millones). Por último y en relación directa con el déficit energético de Argentina, se observó una profundización de los saldos negativos con Bolivia y Rusia, que totalizaron déficits por US\$993 millones y US\$1.009 millones, respectivamente. En tanto, en el caso del Medio Oriente, las mayores compras de combustibles fue-

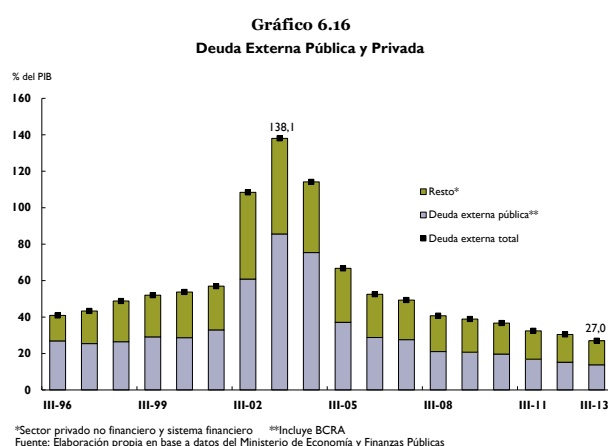
<sup>52</sup> Resolución N°1/2014.



## 6.2 Cuenta Capital y Financiera y Activos y Pasivos Externos

Entre enero y septiembre de 2013 la Cuenta capital y financiera registró un déficit de US\$3.042 millones. Dicho saldo se explicó fundamentalmente por los egresos netos de US\$3.144 millones del sector público no financiero y del BCRA, debido a amortizaciones de títulos públicos y obligaciones con organismos internacionales, lo que significó una reducción de US\$356 millones respecto a igual período de 2012. En el mismo sentido operaron los flujos financieros y de capitales del sector privado no financiero (-US\$1.161 millones), por menores ingresos de inversión extranjera directa, los que no pudieron ser compensados por la reducción en la formación de activos externos por parte del mismo sector privado no financiero. En sentido opuesto incidieron los ingresos netos por US\$1.227 millones del sector financiero sin el BCRA, US\$1.011 millones más que durante los primeros nueve meses de 2012 (ver Gráfico 6.15).

En cuanto a las regulaciones sobre los flujos de capitales, se dispuso una extensión de los plazos para presentar la documentación que acredite el destino de las divisas ingresadas<sup>53</sup>. Por su parte, se autorizó el acceso al mercado local de cambios para tenencia de activos externos a las personas físicas, con un límite máximo de adquisición en función de los ingresos de su actividad declarados ante la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) y de los demás parámetros cuantitativos que se establezcan, en el marco de la política cambiaria, para la validación de esa adquisición<sup>54</sup>.



La Deuda externa total (pública y privada) ascendió a fines de septiembre de 2013 a US\$133.672 millones, con una reducción de US\$9.281 millones respecto al *stock* de igual trimestre del año anterior. En relación al tamaño de la economía la deuda externa se redujo pasando de 30,5% en septiembre de 2012 a 27% del PIB un año después, alcanzando el *ratio* más bajo de los últimos 18 años (ver Gráfico 6.16). Tal descenso se explicó principalmente por el

<sup>53</sup> Comunicación A 5532.

<sup>54</sup> Comunicación A 5526 y Resolución AFIP N°3583/2014.

menor endeudamiento del sector público no financiero.

A fines de enero de 2014 el *stock* de Reservas internacionales se ubicó en US\$27.748 millones —nivel que se mantuvo relativamente estable durante febrero—, representando 40,6% de la deuda pública externa, porcentaje que resulta superior al observado en 2003 y al del promedio del período 1992-2000 (+27,3 puntos porcentuales —p.p.— y +7,2 p.p., respectivamente; ver Gráfico 6.1).

## 7 Finanzas Públicas

La Recaudación tributaria nacional creció a un ritmo más moderado durante el cuarto trimestre de 2013 (22,4% interanual —i.a.—) y acumuló en el año un incremento de 26,3% i.a. Nuevamente, los gravámenes ligados al mercado interno fueron los principales impulsores del alza: el Impuesto al Valor Agregado (IVA), el impuesto a las Ganancias y los recursos de la Seguridad social. En este marco, los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) —que incluyen otros recursos no tributarios como las utilidades del BCRA y demás rentas de la propiedad— aumentaron 30,4% i.a.

Por su parte, las erogaciones primarias se elevaron 35,3% i.a. en el cuarto trimestre (33,5% i.a. durante 2013). Las Prestaciones previsionales, las Transferencias corrientes al sector privado (que incluyen las asignaciones familiares y los subsidios), las Remuneraciones y el gasto de Capital explicaron la mayor parte de la suba interanual del gasto. De esta manera, el Resultado primario del SPNF representó aproximadamente un -0,8% del PIB en el 2013, mientras que el financiero ascendió a -2,4% del PIB.

El Tesoro Nacional continuó utilizando fuentes del sector público para afrontar sus necesidades de financiamiento. Esta estrategia permitió que la deuda pública nacional en manos del sector privado continuara en niveles relativamente bajos. A su vez, en enero se llevó a cabo un canje de deuda con un 77% de aceptación asociado al Bono de la Nación Argentina (Bonar) y Pagarés 2014. Esta operación permitió reducir significativamente las necesidades financieras del primer trimestre del año. Asimismo se suscribieron acuerdos con las empresas que contaban con laudos firmes en el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI), instrumentados a partir de la emisión de bonos en dólares por US\$677 millones. Además, se firmó un acuerdo con Repsol en el que la empresa española se aviene a aceptar, por todo concepto, un pago de US\$5.000 millones en bonos soberanos como compensación por la expropiación del 51% de las acciones de YPF.

Los recursos tributarios propios de los distritos subnacionales cerraron el año 2013 con un aumento en torno a 45% i.a. Los ingresos tributarios girados por el gobierno nacional —Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros recursos de distribución automática y no automática— aumentaron aproximadamente un 30% i.a. en el cuarto trimestre de 2013. Sobre la base de información parcial, el gasto primario subnacional se incrementó a un ritmo similar al de los ingresos, lo cual permitió sostener el resultado primario del conjunto de los distritos en niveles casi equilibrados.

Gráfico 7.1

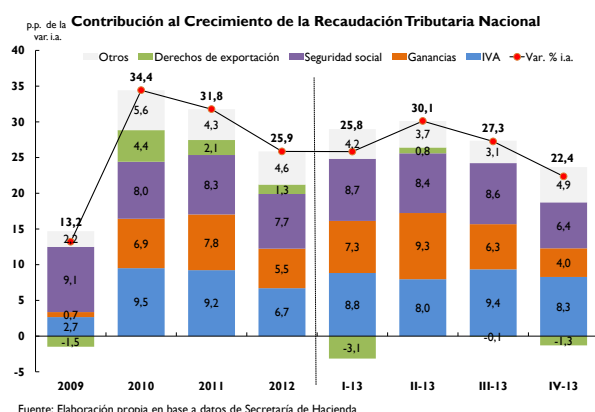
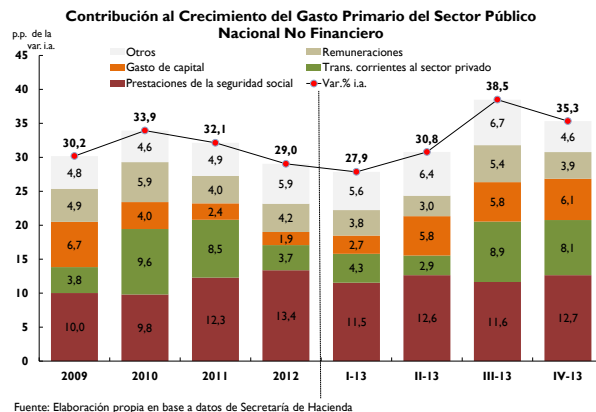


Gráfico 7.2



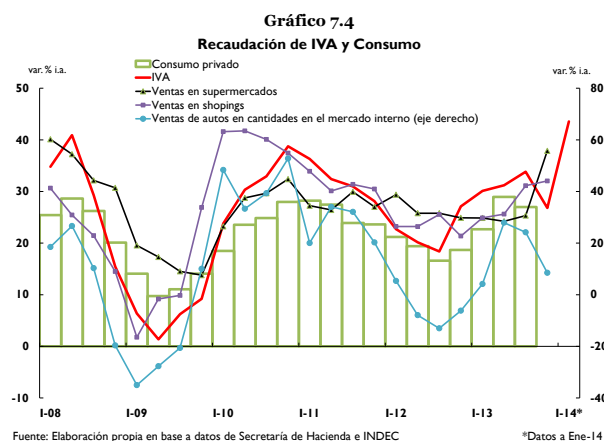
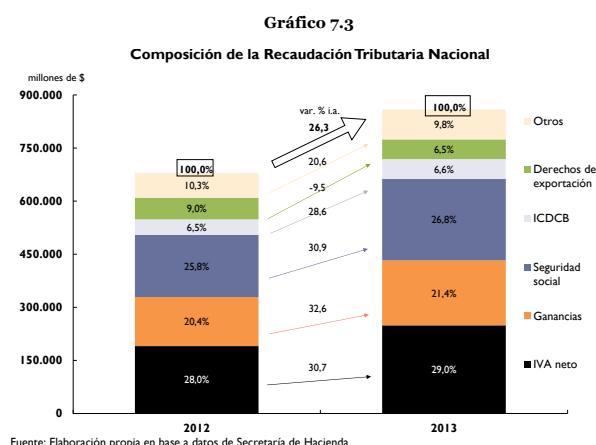
## 7.1 Ingresos

Durante el último trimestre de 2013 la Recaudación tributaria nacional desaceleró su ritmo de expansión, al crecer 22,4% interanual (i.a.). En 2013, la Recaudación se elevó 26,3% i.a., impulsada principalmente por los impuestos ligados al mercado interno: el Impuesto al Valor Agregado (IVA), el impuesto a las Ganancias y los recursos de la Seguridad social (ver Gráficos 7.1 y 7.3). Sin embargo, en enero de 2014 se verificó una importante recuperación con una suba de 37,5% i.a.

El IVA bruto, es decir sin descontar las devoluciones, creció 27% i.a. durante el cuarto trimestre de 2013 y moderó su tasa de expansión, en línea con el desempeño del consumo —con el que mantiene una correlación positiva—. Por su parte, en enero de 2014 la recaudación del tributo evidenció una fuerte aceleración<sup>55</sup> en línea con la evolución de algunos indicadores adelantados del consumo como las ventas en grandes centros de compra (ver Gráfico 7.4).

Los ingresos asociados al impuesto a las Ganancias crecieron un 32,6% i.a. en el año, con una desaceleración en el cuarto trimestre (+18% i.a.). El desempeño de los últimos meses de 2013 se debió, en parte, a una elevada base de comparación y a una menor suba del impuesto determinado por el saldo de declaración jurada de sociedades con cierre de ejercicio en junio de 2013<sup>56</sup> —el segundo en importancia en el año— lo que incide en los anticipos que ingresan desde el cuarto trimestre de 2013. Al igual que lo registrado en el caso del IVA, los recursos originados en este tributo crecieron con fuerza durante enero de 2014 (ver Gráfico 7.5).

Además, las menores retenciones sobre sueldos (en el caso de ingresos inferiores a \$25.000 mensuales) incidieron negativamente sobre la comparación interanual de este impuesto debido a los aumentos establecidos en las deducciones personales a partir de septiembre de 2013<sup>57</sup>.



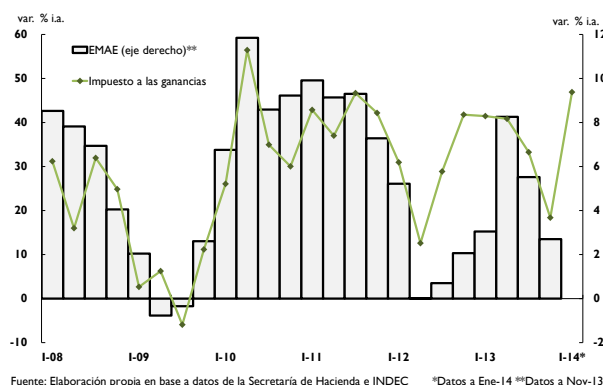
<sup>55</sup> Cabe destacar que los vencimientos para presentar las liquidaciones del tributo son a mediados de cada mes, por cuanto en enero se incluyen las liquidaciones por transacciones realizadas durante la segunda mitad del mes de diciembre.

<sup>56</sup> El alza del impuesto determinado entre las sociedades con cierre en mayo, junio y julio de 2012 fue de 28% i.a.

<sup>57</sup> A partir del 01/09/2013, para los trabajadores en relación de dependencia y pasivos, con rentas brutas devengadas entre enero y agosto de 2013 de hasta \$15.000 se incrementó la deducción especial —hasta el monto equivalente que surja de restar a la ganancia neta, las deducciones por ganancia no imponible y cargas de familia—, a efectos que la ganancia neta sujeta a impuesto sea igual a 0. Para los trabajadores con rentas brutas devengadas hasta \$ 24.999, se elevaron en un 20% los montos de las deducciones por ganancia no imponible, cargas de familia y deducción especial, y se incrementan en un 30% para los trabajadores y pasivos que viven en determinadas provincias y partidos (Decreto N°1242/2013).



**Gráfico 7.5**  
Impuesto a las Ganancias y Actividad



Cabe destacar que la alícuota de percepción anticipada a cuenta del impuesto a las Ganancias del 20% al 35% sobre los consumos realizados en el exterior mediante el uso de tarjetas de crédito y/o de débito<sup>58</sup> se elevó a partir de diciembre. También tuvo un efecto positivo sobre la recaudación la extensión del alcance del mecanismo aplicado a la compra de moneda extranjera para gastos de turismo y viajes, validada por la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP).

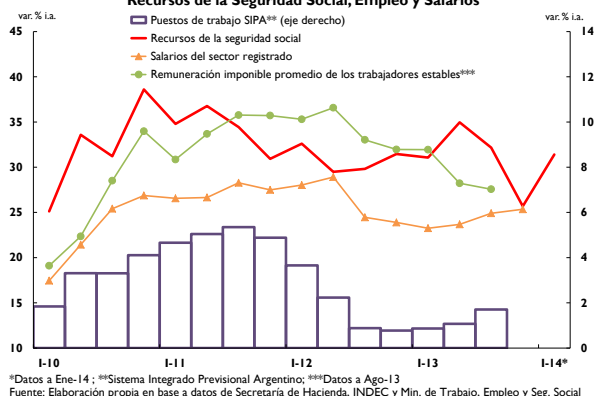
Asimismo, a fines de enero de 2014 se autorizó acceso al mercado local de cambios para la formación de activos externos de residentes, de libre disponibilidad<sup>59</sup>. Sobre dicha transacción también se dispuso un pago a cuenta del Impuesto a las ganancias equivalente al 20% que se aplicará al momento de retirar los fondos de la entidad financiera en la que se encontraren depositados, siempre que transcurra menos de 365 días de realizada la operación<sup>60</sup>.

En el cuarto trimestre del año, el ritmo de crecimiento interanual de los recursos de la Seguridad social disminuyó en relación a los trimestres previos<sup>61</sup>. En el año se expandieron 30,9% i.a., en línea con el incremento de la base imponible máxima para el cálculo de los aportes —que se elevó en marzo y en septiembre, de acuerdo a la indexación del tope por la movilidad previsional<sup>62</sup>— (ver Gráfico 7.6).

La recaudación ligada a las Importaciones (la porción de IVA recaudada por la Dirección General de Aduanas —DGA— y los Derechos de importación) morigeró su crecimiento interanual en el cuarto trimestre, luego de una fuerte expansión en la primera mitad del año pasado. Como otros rubros reseñados, recuperó dinamismo a partir de enero de 2014 (ver Gráfico 7.7).

La evolución del IVA-DGA y de los aranceles por importación estuvo influida por las mayores compras externas expresadas en moneda nacional y la elevación, a partir de enero de 2013, de las alícuotas de los derechos aplicables a ciertos bienes de consumo (Decreto N°25/2013). Estos desempeños

**Gráfico 7.6**  
Recursos de la Seguridad Social, Empleo y Salarios



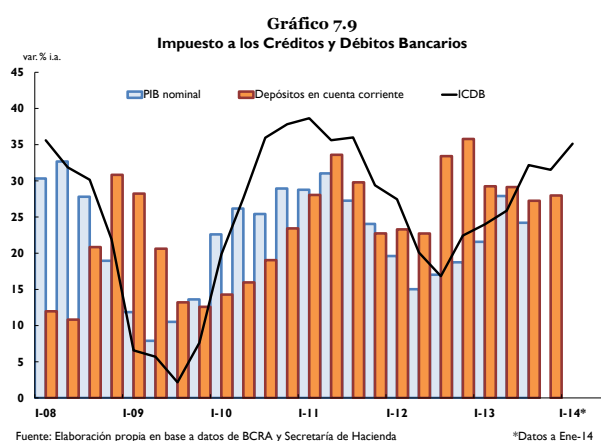
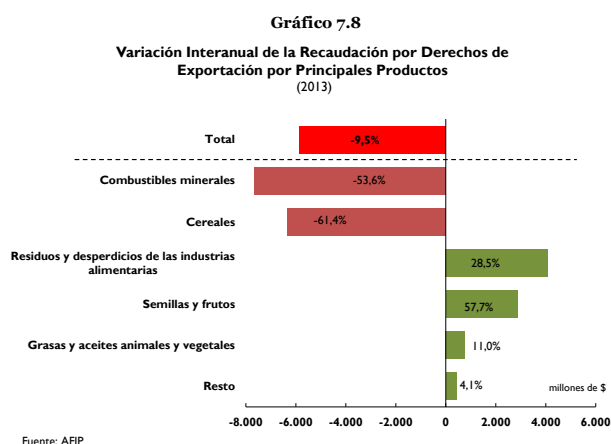
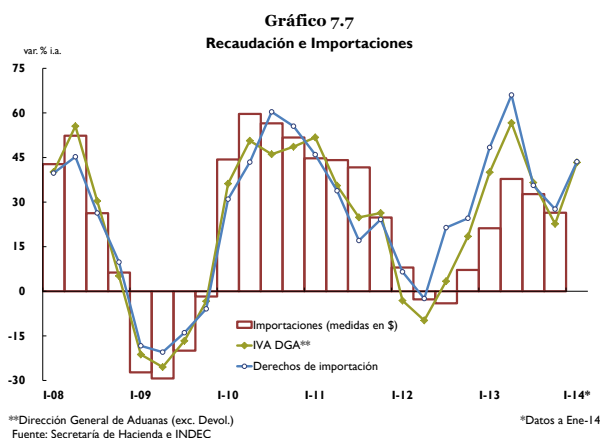
<sup>58</sup> Si por su condición tributaria el sujeto pasible no resultara responsable del impuesto a las Ganancias, se considera el pago a cuenta del impuesto a los Bienes personales (Resolución AFIP N°3550/2013).

<sup>59</sup> Comunicación A 5526.

<sup>60</sup> Resolución AFIP N°3583/2014.

<sup>61</sup> Cabe señalar que en el segundo trimestre de 2013 impactó positivamente sobre la recaudación la derogación del régimen permanente de facilidades de pago (Resolución AFIP N°2774/2013) que permitía ingresar las obligaciones corrientes en cuotas, lo que implicó que debieran ser abonadas en un único pago a partir de abril de 2013.

<sup>62</sup> A partir de los salarios devengados en marzo de 2013 la nueva base imponible máxima prevista pasó de \$21.249 mensuales a \$24.474 (+15,18%; Resolución N°30/2013) y a partir de los salarios devengados en septiembre pasó a \$28.000 (+14,41%; Resolución N°266/2013).



fueron parcialmente compensados por el efecto de las modificaciones que se introdujeron en la percepción del IVA-DGA en septiembre de 2012<sup>63</sup>.

La recaudación de Derechos de exportación se redujo un 9,5% i.a. en 2013 debido a la caída en los ingresos por ventas externas de hidrocarburos (afectados, a su vez, por cambios normativos<sup>64</sup>), y de cereales (ver Gráfico 7.8). En contraste, se elevó el aporte del complejo sojero (que llegó a representar el 58% del total de la recaudación por Derechos de exportación) según surge de los datos de ejecución del Fondo Federal Solidario (FFS)<sup>65</sup>.

Los ingresos provenientes del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias acumularon un alza de 32% i.a. en el último trimestre de 2013, debido al aumento en el monto total de las transacciones bancarias gravadas. Asimismo, el tributo verificó una aceleración en el primer mes del corriente año, en línea con el aumento de los depósitos bancarios (ver Sección 9 y Gráfico 7.9).

Con la sanción de la Ley 24.674, promulgada a fines de diciembre de 2013, rige para el corriente año una suba de Impuestos internos que fija las nuevas tasas del gravamen entre un 30% y un 50% para bienes de alto valor —en particular automóviles, motocicletas y embarcaciones—<sup>66</sup>.

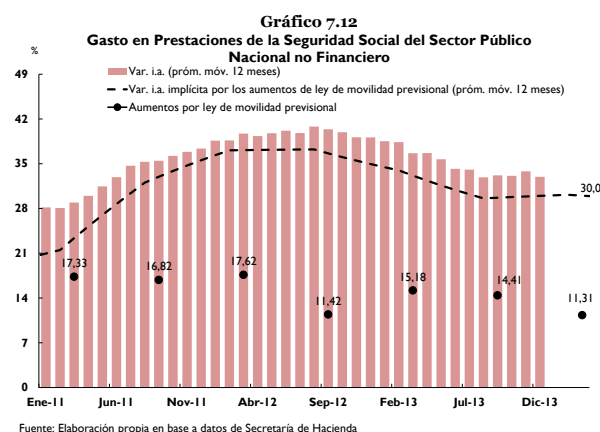
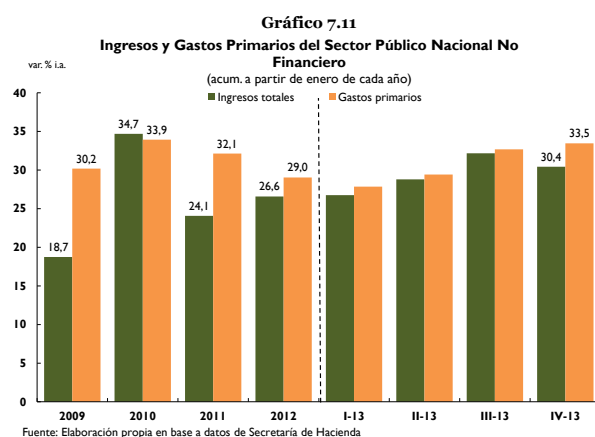
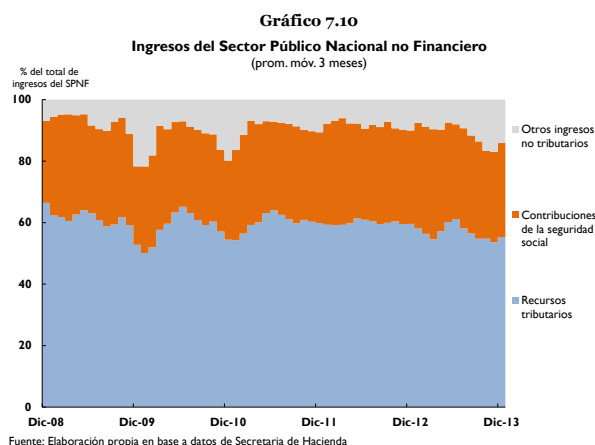
En relación a los ingresos no tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), durante 2013 el BCRA transfirió al Tesoro Nacional (TN) \$32.000 millones en concepto de Utilidades —correspondientes a 2012—. Además, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la Administración Nacional de la Seguridad Social (FGS-ANSeS) computó rentas de la propiedad por cerca de \$22.000 millones. Los recursos tributarios y los Aportes y contribuciones a la Seguridad social continúan representando más del 85% de los ingresos totales del SPNF, los cuales crecieron a una tasa de 31% i.a. durante el año pasado (ver Gráfico 7.10).

<sup>63</sup> La Resolución AFIP N°3373, con vigencia a partir de septiembre de 2012, duplicó la tasa de percepción del IVA en la DGA de los bienes en general, del 10% al 20%, y de los bienes de capital, del 5% al 10%.

<sup>64</sup> Por Resolución N°1 del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, que rige a partir de enero de 2013, se elevó el precio de corte (de US\$42 a US\$70) y el precio de referencia (de US\$60 a US\$80), de la fórmula de cálculo para los Derechos de exportación, a partir del cual siguen un criterio móvil según el precio de mercado del hidrocarburo.

<sup>65</sup> Las transferencias del FFS —que reparte entre las provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires el 30% de la recaudación de los Derechos de exportación del complejo sojero— se incrementaron un 32% i.a. en 2013.

<sup>66</sup> En el caso de los automóviles el impuesto recarga con un 30% las operaciones que superen los \$170.000 y con un 50% aquellas superiores a \$210.000. En el caso de las embarcaciones hace lo propio con operaciones que superen los \$125.000 y los \$220.000, respectivamente. Para las motocicletas los límites se impusieron en \$28.000 y \$50.000.



## 7.2 Gasto y Resultados

Los gastos primarios del SPNF crecieron 35,3% i.a. en el cuarto trimestre. Durante 2013, se elevaron 33,5% i.a., 4,5 puntos porcentuales (p.p.) por encima de la tasa del año anterior (ver Gráfico 7.11).

Las Prestaciones previsionales, las Transferencias corrientes al sector privado (que incluyen las asignaciones familiares y los subsidios), las Remuneraciones y el gasto de Capital explican la mayor parte de la suba interanual de las erogaciones primarias (ver Gráfico 7.2).

Los pagos previsionales aumentaron 33% i.a. en 2013, en línea con la actualización de los montos de los haberes<sup>67</sup> y la mayor cantidad de beneficiarios. A su vez, el próximo incremento, que será de 11,31% adicional<sup>68</sup>, a partir de marzo de 2014, sostendría el crecimiento del gasto previsional en torno al 30% i.a. —anualizado— hasta la siguiente suba prevista para septiembre de 2014 (ver Gráfico 7.12). Así, el haber mínimo pasará a ser de \$2.757 (+27,3% i.a.). La medida alcanza a casi 7,3 millones de beneficiarios entre jubilaciones y pensiones nacionales, pensiones a ex Veteranos de Malvinas y Pensiones No Contributivas.

En tanto, las erogaciones de Capital crecieron un 58% i.a. en el cuarto trimestre, impulsado por la Inversión real directa (57% i.a.) y las Transferencias (46% i.a.), destacándose, entre esta últimas, los mayores giros de capital a los gobiernos subnacionales (84% i.a.) donde se computan los giros del FFS. Así, el año 2013 finalizó con un incremento en el gasto de Capital del SPNF de 47% i.a., destacándose también el financiamiento del Programa de Crédito Argentino del Bicentenario (PRO.CRE.AR) incluido en este rubro (ver Gráfico 7.13).

En cuanto a los giros corrientes al sector privado, en la segunda mitad de 2013 se observó un repunte en el ritmo de expansión. En el año estas erogaciones se elevaron 29% i.a. (ver Gráfico 7.14).

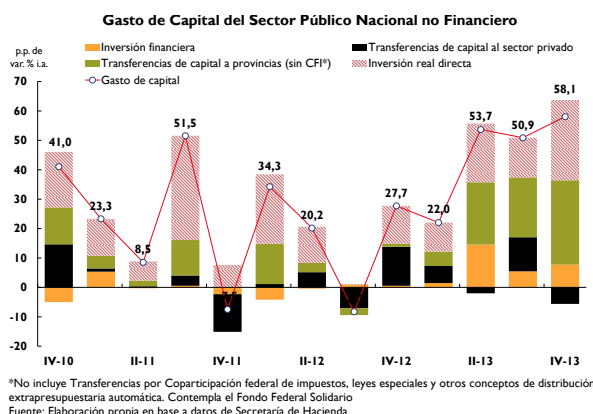
El aumento de las Transferencias al sector privado respondió a la suba de las coberturas asistenciales administradas por el Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados<sup>69</sup>

<sup>67</sup> En el marco de la Ley de Movilidad Previsional, los jubilados y pensionados percibieron un aumento de haberes de 11,42% en septiembre de 2012, otro de 15,18% a partir de marzo de 2013 y uno adicional de 14,41% a partir de septiembre. De esta manera, la jubilación mínima pasó de \$1.880 —a principios de año— a \$2.477 mensuales en la actualidad.

<sup>68</sup> Resolución N°27/2014.

<sup>69</sup> En junio se incrementó el monto del subsidio de Contención familiar para jubilados y pensionados, que es una ayuda destinada a costear los gastos de sepelio de familiares de beneficiarios previsionales.

Gráfico 7.13

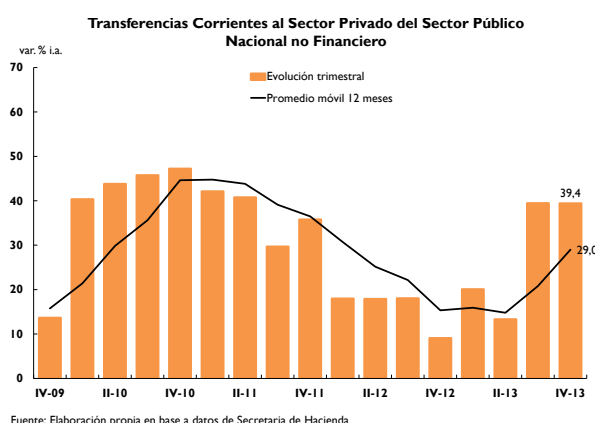


(INSJyP —ex PAMI—), a las mayores compensaciones a usuarios de servicios públicos (transporte y energía) y a los aumentos en la cobertura y en los montos de las asignaciones familiares<sup>70</sup>. Estas últimas incluyen la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH) y la Asignación por Embarazo para Protección Social.

Durante 2014 se sumarán a la inversión social las erogaciones originadas en el Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROG.R.ES.AR.), que brinda una prestación económica universal de \$600 por mes a jóvenes entre 18 y 24 años con el objeto de que inicien o completen sus estudios en cualquier nivel educativo. Además proporcionará asistencia para la inserción laboral a través del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social de la Nación y ofrecerá el cuidado de los hijos a cargo, si los hubiere, mediante el Ministerio de Desarrollo Social.

Cabe destacar que, según ANSeS, el universo de jóvenes que podrán acceder al nuevo derecho sería de poco más de 1,5 millones —habiéndose registrado a la fecha más de 500.000 inscriptos— (aproximadamente el 31% del total de jóvenes en ese grupo etario), y la inversión total será de \$11.200 millones (0,3% del PIB) en el año. Para su financiamiento, no se utilizarán recursos de la Seguridad social, sino que se afrontará el mayor gasto con fondos del Tesoro Nacional (TN).

Gráfico 7.14



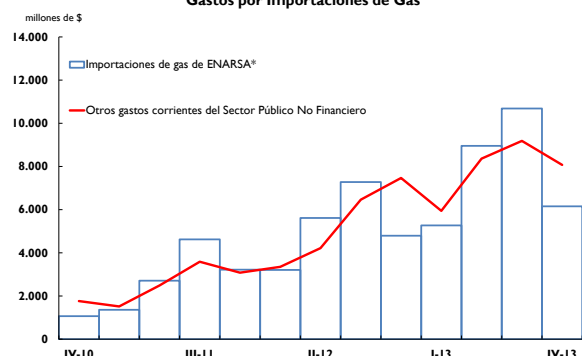
A su vez, a partir de marzo se dispuso<sup>71</sup> el incremento de la Asignación Familiar por Ayuda Escolar Anual, que pasará de \$170 a \$510, para hijos de asalariados registrados de entre 5 y 17 años, cuyo grupo familiar tenga un ingreso menor a \$30.000, o \$15.000 en caso de que los ingresos correspondan a sólo uno de los padres. Esta prestación representa un incremento para casi 2 millones de familias que recibirán en promedio unos \$800, representando una inversión anual adicional de \$500 millones.

Los egresos también se vieron impulsados por otros gastos corrientes, en particular por los asociados a las importaciones de gas por parte de la Empresa Energía Argentina S.A. (ENARSA) para el abastecimiento del mercado interno (ver Gráfico 7.15). Finalmente, el gasto en Remuneraciones a los

<sup>70</sup> A partir de junio, para el conjunto de los trabajadores que perciben un ingreso familiar entre \$200 y \$4.800, la asignación por hijo subió de \$340 hasta \$460 mensuales, disminuyendo luego a medida que se incrementa el ingreso familiar del hogar, hasta el tope —a partir de septiembre de 2013— de \$15.000 de uno de los padres (con un límite de \$30.000 por grupo familiar). El resto de las asignaciones familiares —incluyendo las que se cobran por única vez— también aumentaron en promedio un 25% desde junio.

<sup>71</sup> Decreto N°185/2014

**Gráfico 7.15**  
**Gastos por Importaciones de Gas**



\*Energía Argentina S.A.  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Energía y Secretaría de Hacienda

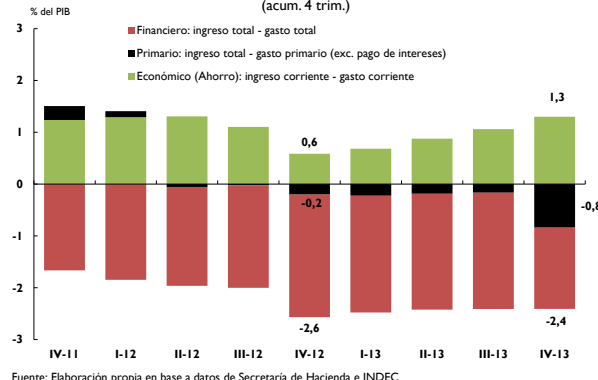
empleados públicos se elevó 28% i.a. como consecuencia, primordialmente, de los aumentos salariales<sup>72</sup> otorgados.

La evolución de los ingresos y de los gastos determinó que el SPNF continuara presentando un nivel positivo y creciente de ahorro<sup>73</sup>. No obstante, el incremento del Gasto primario (+35% i.a tras incluir las erogaciones de Capital y excluir las originadas por intereses de la Deuda pública nacional) implicó un aumento del déficit primario, el cual ascendió a cerca de 0,8% del PIB en 2013.

Por su parte, el déficit financiero del SPNF (una vez considerado el pago de intereses de la Deuda pública nacional) se mantuvo en 2013 en torno a 2,4% del Producto (ver Gráfico 7.16).

A nivel de subsectores se observó un mayor déficit primario del TN durante todo el año, que fue compensado, parcialmente, por un mayor saldo de las Instituciones de la seguridad social y del resto de los subsectores (ver Gráfico 7.17).

**Gráfico 7.16**  
**Resultados del Sector Público Nacional no Financiero**  
(acum. 4 trim.)

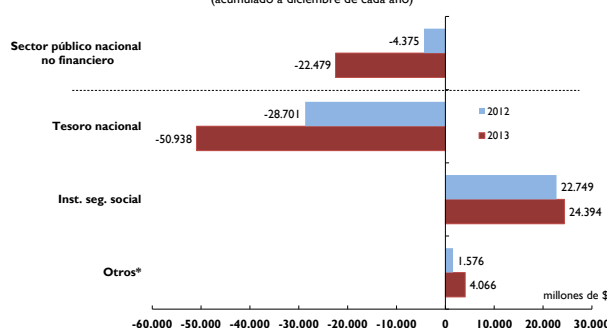


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

## 7.3 Financiamiento y Deuda Pública Nacional

El TN siguió afrontando sus necesidades de financiamiento con fuentes provenientes de las agencias del sector público: Adelantos Transitorios (AT) del BCRA, Reservas internacionales de libre disponibilidad, suscripción de instrumentos de deuda —principalmente intra sector público no financiero— y préstamos del Banco de la Nación Argentina (BNA).

**Gráfico 7.17**  
**Resultado Primario por Subsectores**  
(acumulado a diciembre de cada año)



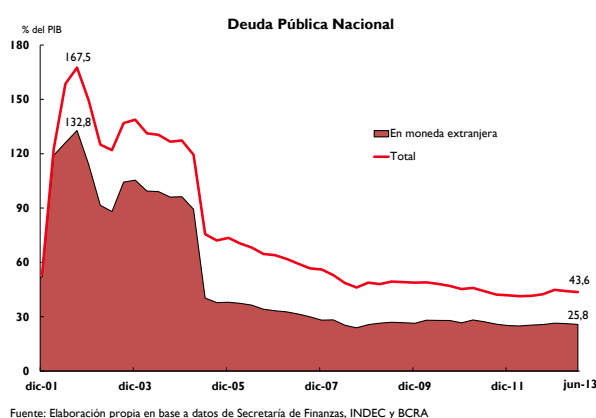
\*Incluye Emp. Púb., Fondos Fiduc., y Otros Entes, Organismos Descentralizados, Recursos Afectados y Ex Cajas Prov.  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

<sup>72</sup> En 2012 se incrementaron las remuneraciones del SPNF un 21% (10% a partir de junio y 10% a partir de agosto), con efecto parcial en la ejecución base caja de 2013. Durante 2013 se acordó un incremento de 24% i.a. que se efectivizó en dos partes: 12% a partir de junio y 12% desde agosto.

<sup>73</sup> Diferencia entre ingresos corrientes y erogaciones corrientes.

<sup>74</sup> Artículo 33 de la Ley N°26.784 de Presupuesto General de la Administración Nacional para el Ejercicio 2013.

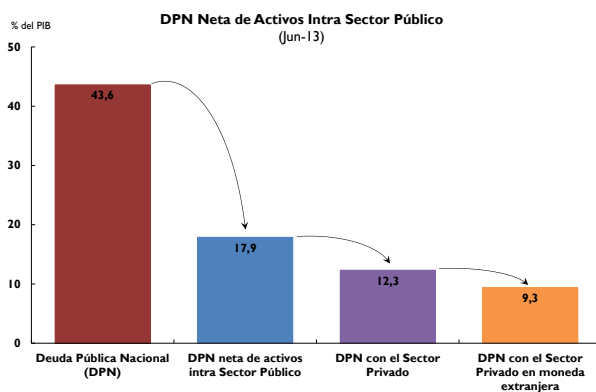
Gráfico 7.18



de los servicios de deuda con organismos financieros internacionales y de deuda externa oficial bilateral durante el pasado ejercicio.

La política de financiamiento permitió reducir el riesgo de refinanciación a partir de la disminución de la deuda con el sector privado. A junio de 2013 la Deuda pública nacional totalizó US\$196.143 millones con una disminución de US\$1.320 millones en relación con el saldo de finales de 2012. Así, el stock de deuda pasó a representar 43,6% del PIB a mediados del año pasado, mientras que las obligaciones en moneda extranjera sumaban un monto equivalente a 25,8% del Producto, de las cuales, un 9,3% del PIB se encontraba en cartera de privados (ver Gráfico 7.19). El nivel de deuda pública resulta relativamente bajo en la comparación internacional (ver Gráfico 7.20).

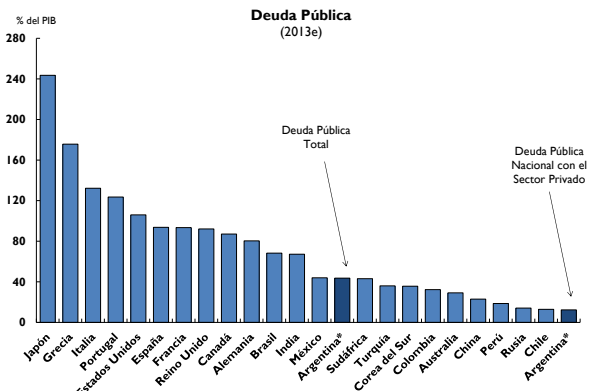
Gráfico 7.19



Hacia fines de 2013, se suscribieron cinco nuevos acuerdos con aquellas empresas que contaban con laudos firmes en el marco del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI) y el Reglamento de Arbitraje de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI-UNCITRAL). Tales acuerdos permitieron la normalización de deudas por un monto total de US\$677 millones, en condiciones favorables para el país (quita de un 25% respecto del monto originalmente reclamado, equivalente a un ahorro fiscal de US\$171 millones).

La instrumentación de los acuerdos implicó la cancelación de los montos a plazo, mediante la entrega de una combinación de bonos en dólares estadounidenses bajo legislación local: BONAR X (con vencimiento en 2017) para el capital y BODEN 2015 para los intereses, ambos con una tasa del 7% anual.

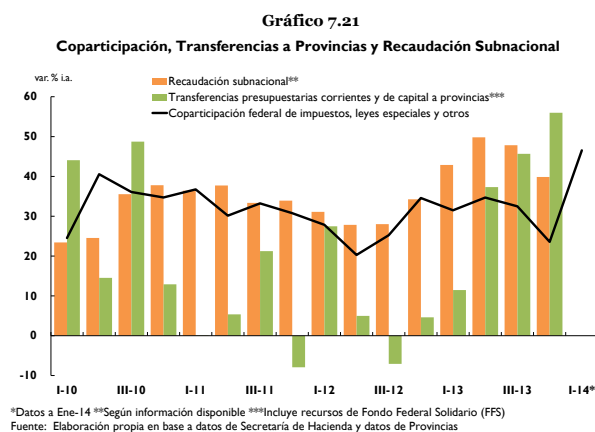
Gráfico 7.20



A su vez, en enero de 2014, se realizó el canje de deuda del Bono de la Nación Argentina (Bonar) y Pagarés 2014 por nuevos títulos con vencimiento en 2019 y que pagan tasa BADLAR (Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) más 250 puntos básicos. La operación tuvo un 77% de aceptación y permitió reducir significativamente las necesidades financieras del primer trimestre del año.

A fines de febrero, el Gobierno Nacional y la empresa Repsol firmaron el acuerdo de compensación por la expropiación del 51% de las acciones de YPF dispuesta por la Ley N°26.741. El acuerdo comprende las garantías para su pago





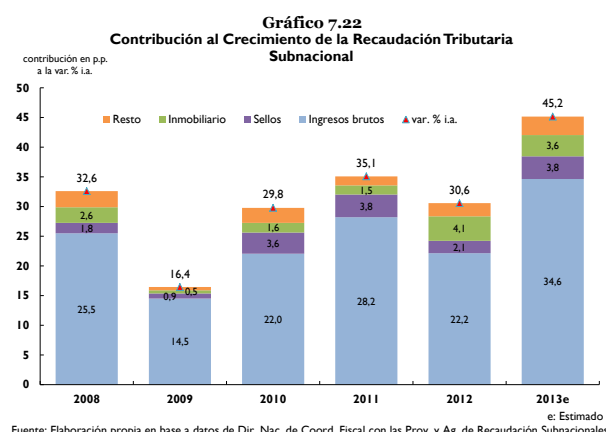
efectivo e implicará el desistimiento recíproco de las acciones judiciales y arbitrales dispuestas y la renuncia a nuevas reclamaciones.

En ese marco, la empresa española se aviene a aceptar, por todo concepto, un pago de US\$5.000 millones en títulos de deuda pública interna argentina como compensación. A tal efecto, se enviará un proyecto de Ley para consideración del Congreso de la Nación.

En cuanto a los pleitos judiciales que la República Argentina mantiene en los Estados Unidos con los *holdouts* (bonistas que no ingresaron a los canjes de 2005 y de 2010), el 18 de febrero pasado el Gobierno Nacional presentó una petición ante la Corte Suprema de los Estados Unidos solicitando: (1) que reenvíe al más alto tribunal estadual de Nueva York la cuestión de la interpretación de la cláusula *pari passu*<sup>75</sup> contenida en los bonos soberanos, y (2) que revise y revierta la interpretación de la Ley de Inmunidades Soberanas de los Estados Unidos (FSIA) adoptada por los tribunales inferiores.

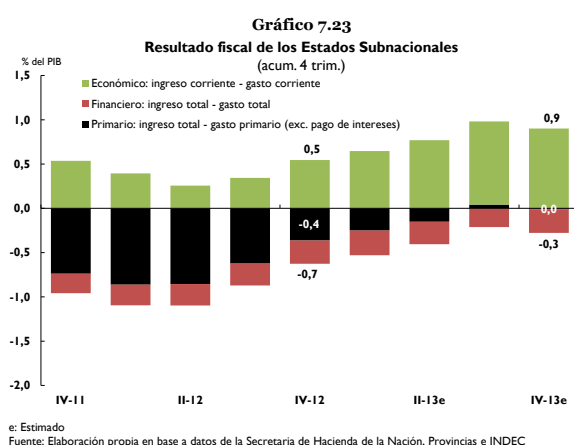
## 7.4 Finanzas Públicas Subnacionales

Los ingresos tributarios de origen nacional recibidos por las provincias —Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos de distribución automática y no automática— mantuvieron su dinamismo y se expandieron 30% i.a. en el cuarto trimestre del año 2013 (ver Gráfico 7.21). Las transferencias presupuestarias no automáticas de Nación a provincias se incrementaron 38% i.a. en el año: 48% i.a. las destinadas a financiar gastos de Capital —56% i.a. sin considerar el FFS— y 18% i.a. las corrientes.



Los recursos tributarios propios de los distritos subnacionales siguieron creciendo a tasas en torno al 45% i.a. —según información parcial—. Este aumento se debe al mayor valor de los conceptos gravados, en un marco de mayor expansión económica, y a los cambios normativos que se produjeron en muchas jurisdicciones (mayores alícuotas y/o aumento de bases imponibles). Las provincias de Buenos Aires y Santa Fe, donde se actualizaron las valuaciones fiscales, son ejemplos de estos cambios tributarios. Otro ejemplo es el de la Provincia de Córdoba o el de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, donde se incorporaron actividades gravadas e incrementaron las alícuotas por el impuesto a los

<sup>75</sup> En igualdad de condiciones.



ingresos brutos, impactando plenamente en la recaudación de 2013 (ver Gráfico 7.22).

Por su parte, con base a información parcial, el gasto primario subnacional se incrementó en línea con el alza de los ingresos, lo que habría permitido un sostenimiento del resultado primario del conjunto de las provincias y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires en niveles cercanos al equilibrio durante el año pasado (ver Gráfico 7.23).

A su vez, el Estado nacional firmó a finales de 2013 —en el marco del Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas<sup>76</sup>— acuerdos con dieciocho provincias para la refinanciación de sus deudas con vencimiento en el primer trimestre de 2014. La implementación de los nuevos convenios permitiría la reducción del stock de deuda de las provincias por \$10.000 millones por aplicación de los Aportes del Tesoro Nacional (ATN).

**Cuadro 7.1**

Colocaciones de Bonos Vinculados al Dólar (dólar-linked) de Distritos Subnacionales

Fecha colocación	Provincia	Moneda	Monto en millones moneda original	Plazo original (años)	Vida promedio original bonos (años)	Rendimiento de colocación
mar-13	CABA	dollar-linked	100,0	5,0	4,3	4,0%
may-13	CABA	dollar-linked	216,0	6,0	4,8	4,0%
may-13	Mendoza	dollar-linked	94,6	3,0	2,0	3,0%
jun-13	Neuquén	dollar-linked	131,4	3,0	2,0	3,0%
jul-13	Entre Ríos	dollar-linked	89,0	3,0	2,0	4,8%
ago-13	PBA	dollar-linked	200,0	1,5	1,5	4,2%
oct-13	Neuquén	dollar-linked	198,6	5,0	3,5	3,0%
oct-13	Chubut	dollar-linked	220,0	5,8	3,8	4,0%
oct-13	Mendoza	dollar-linked	55,4	5,0	3,0	2,8%
dic-13	Mendoza	dollar-linked	69,9	5,0	3,0	2,8%
dic-13	CABA	dollar-linked	113,2	6,0	4,8	2,0%
dic-13	Entre Ríos	dollar-linked	63,9	3,0	2,0	2,3%
<b>Total 2013</b>			<b>1552,0</b>			
ene-14	CABA	dollar-linked	146,0	6,0	4,8	2,0%
<b>Acum. 2014</b>			<b>146,0</b>			

Fuente: Elaboración propia en base a datos de las provincias.

Durante el cuarto trimestre de 2013 algunas provincias emitieron deuda en el mercado local. Dentro de las colocaciones de mediano plazo, se incluyeron instrumentos vinculados a la cotización del dólar estadounidense, con plazos de hasta seis años y rendimientos anuales entre 2% y 4,8% en dólares (ver Cuadro 7.1). De igual forma, algunos municipios accedieron a préstamos bancarios otorgados contra garantía de recursos de coparticipación.

<sup>76</sup> Resolución N°36/2013.

## 8 Precios

En febrero el INDEC difundió el nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano. El indicador se basa en la estructura de gastos de la última Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares de 2012/13, y resulta de un relevamiento en 40 aglomerados urbanos de más de 5.000 habitantes distribuidos a lo largo de todo el país. Sobre la base de este nuevo índice, en enero los precios minoristas subieron 3,7% respecto de diciembre, reflejando mayormente los aumentos en Alimentos y bebidas, Transporte y comunicaciones y Esparcimiento.

Los precios a nivel mayorista aumentaron su tasa de crecimiento interanual en los últimos meses de 2013. Este comportamiento se acentuó en enero de 2014 como resultado de lo sucedido con los bienes de origen agropecuario y los productos importados.

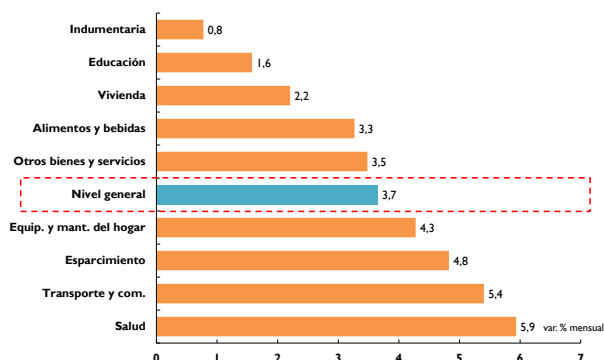
En el tercer trimestre de 2013 el Índice de Precios Implícitos del PIB se elevó 17,7% interanual (i.a.), tasa ligeramente inferior a la del período anterior, por la incidencia de la desaceleración en el ritmo de aumento de los bienes.

Por su parte, los costos de la construcción aumentaron su tasa de crecimiento interanual, tanto en el cuarto trimestre de 2013 como a comienzos de 2014, hasta alcanzar una suba de 22% i.a.

Los salarios nominales sostuvieron en el cuarto trimestre de 2013 su tasa de expansión interanual en torno a 26%. Así, en 2013 el incremento salarial para el promedio de la economía fue cercano a 26%, similar al de 2012. Cabe señalar que, a diferencia del año previo, en 2013 la suba acumulada en las remuneraciones del sector público resultó similar a la del sector privado.

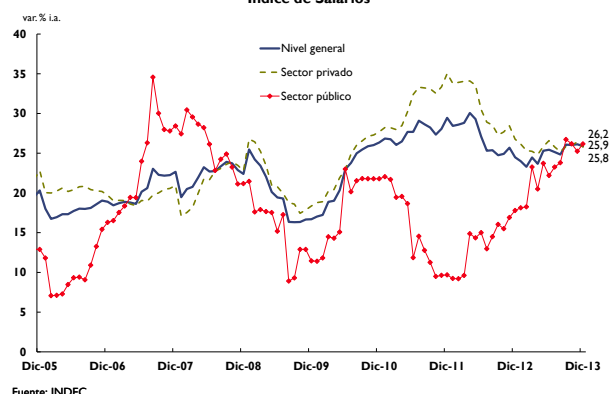
Respecto a los precios de las materias primas, a nivel internacional, las cotizaciones de los productos agropecuarios —especialmente de los granos— se mantuvieron por debajo de los niveles de un año atrás, debido en gran medida a las previsiones de cosecha récord para el ciclo 2013/14. Los precios de los metales y minerales y de la energía también cayeron en términos interanuales, debido al frágil desempeño de la economía global, particularmente, de China. No obstante, la persistencia de conflictos socio-políticos en el Medio Oriente contrarrestó parcialmente estos efectos bajistas sobre el petróleo. Además de los factores específicos antes descriptos, la apreciación generalizada del dólar presionó a la baja las cotizaciones la evolución de los mercados financieros internacionales. Por último, para los productos agrícolas, sumaron volatilidad los cambios en las posiciones de inversores especulativos.

**Gráfico 8.1**  
IPCNu. Divisiones



Fuente: INDEC

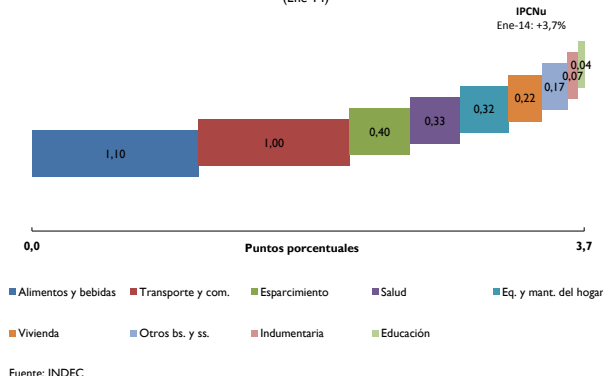
**Gráfico 8.2**  
Índice de Salarios



Fuente: INDEC

## 8.1 Precios minoristas

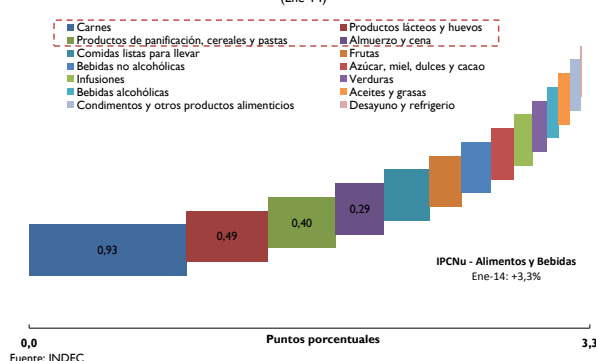
**Gráfico 8.3**  
IPCNu. Incidencia Mensual por Divisiones  
(Ene-14)



Recientemente el INDEC difundió el Índice de Precios al Consumidor Nacional Urbano (IPCNu). Este nuevo indicador, con base en el último trimestre de 2013, se confecciona a partir de 6 canastas regionales<sup>77</sup> (de acuerdo a los resultados de la última Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares de 2012/13 —ENGH'12/13—), haciendo un relevamiento en 40 aglomerados urbanos de más de 5.000 habitantes distribuidos a lo largo de todo el país (ver Apartado 4).

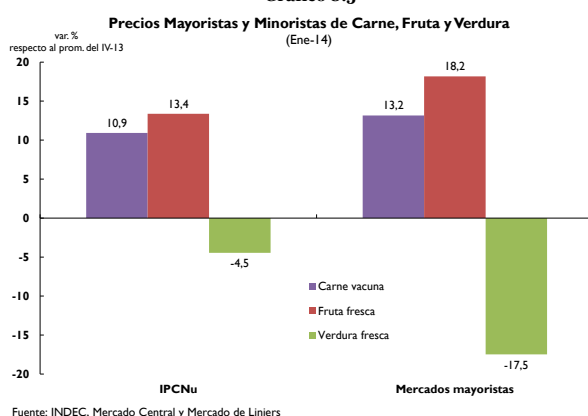
En particular, en el mes de enero, el índice verificó una suba de 3,7% mensual (ver Gráfico 8.1). Este comportamiento estuvo explicado mayormente por Alimentos y bebidas y Transporte y comunicaciones. En conjunto estas dos divisiones explicaron el 57% de la suba del mes (ver Gráfico 8.3). Les siguieron en importancia los incrementos verificados en Esparcimiento, Salud y Equipamiento y mantenimiento del hogar.

**Gráfico 8.4**  
IPCNu. Incidencia Mensual de las Clases a la Variación de Alimentos y Bebidas  
(Ene-14)



La división Alimentos y bebidas presentó en enero un alza de 3,3% mensual, en la que incidieron mayormente los incrementos en los productos frescos, los panificados y el almuerzo y cena fuera del hogar (ver Gráfico 8.4). En particular, dentro de los primeros, la carne vacuna y las frutas frescas se incrementaron 10,9% y 13,4%, respectivamente en relación a los precios promedio del cuarto trimestre de 2013, mientras que la verdura fresca disminuyó 4,5%. Este comportamiento reflejó las tendencias observadas en los mercados mayoristas (ver Gráfico 8.5).

**Gráfico 8.5**



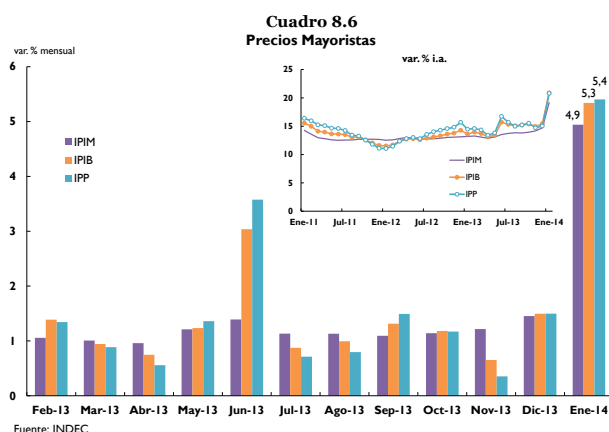
El rubro Transporte reflejó la entrada en vigencia del nuevo cuadro tarifario para el colectivo urbano y suburbano<sup>78</sup> para el área metropolitana —que implicó una suba promedio de 67%, con cualquier medio de pago—. Además impactaron las nuevas alzas en combustibles, autos<sup>79</sup>, peajes y otros servicios relacionados con el transporte automotor.

La división Esparcimiento dio cuenta de los aumentos estacionales vinculados con los servicios turísticos y de los mayores valores de los productos electrónicos y servicios de televisión prepagos. En Salud impactaron mayormente los aumentos en los productos medicinales y, en menor medida, en los

<sup>77</sup> Metropolitana (46,2%), Pampeana (29,8%), Noroeste (7,4%), Noreste (5,0%), Cuyo (5,4%) y Patagonia (6,2%).

<sup>78</sup> Según Resolución N°1609/2013 del Ministerio del Interior y Transporte del 26/12/2013.

<sup>79</sup> Influyó la entrada en vigencia de nuevas listas de precios para los vehículos sin usar, a partir del impuesto creado para aquellos cuyo precio de venta al público supere los \$170.000 según la Ley N°26.929.

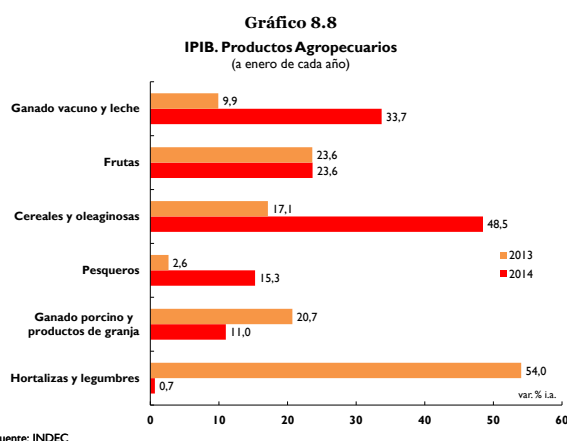
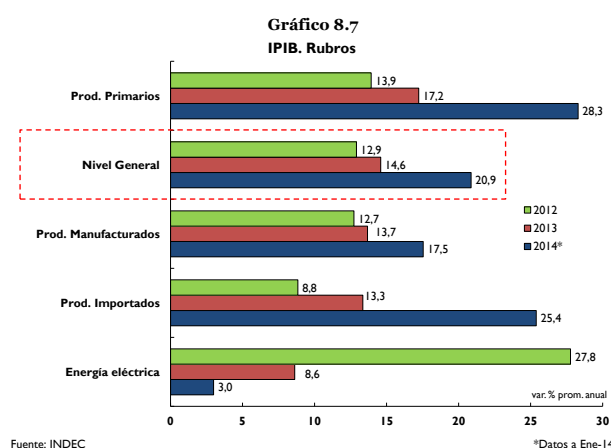


servicios para la salud. Por último, dentro de Equipamiento y mantenimiento del hogar se observaron alzas en los artículos de limpieza y en los electrodomésticos.

En este marco, el Gobierno Nacional, los supermercados, los distribuidores y sus principales proveedores acordaron implementar una política a nivel nacional de administración de precios flexibles durante 2014, a partir de la cual se establecen precios de referencia. El programa —denominado “Precios cuidados”— comenzó con un acuerdo que abarca un total de 194 productos. Con posterioridad se expandieron los acuerdos a otros productos como de librería —con un total de 35 productos—, insumos para la construcción y medicinales<sup>80</sup>.

## 8.2 Precios mayoristas

En el cuarto trimestre de 2013 los precios mayoristas exhibieron un mayor crecimiento en términos interanuales (i.a.), impulsados básicamente por los bienes importados, las frutas y las carnes. De esta manera, cerraron el año con un alza ligeramente superior a la de 2012. En enero los índices de precios mayoristas aumentaron entre 4,9% y 5,4% respecto de diciembre pasado, dando lugar a un mayor ritmo de suba interanual (ver Gráfico 8.6). El comportamiento mensual fue generalizado a nivel de componentes.

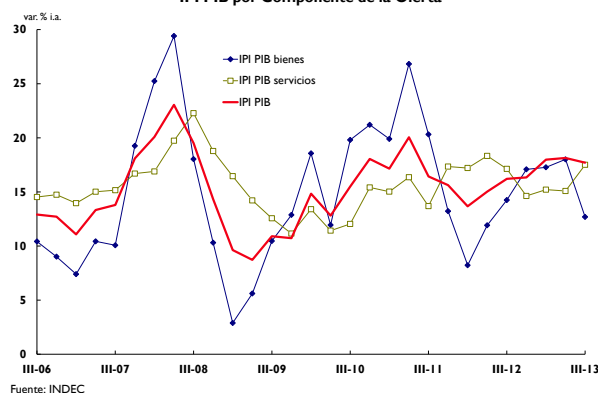


En 2013, según el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM), estos precios aumentaron en promedio 13,6% i.a. Netos de impuestos y subsidios, los precios mayoristas medidos a través del Índice de Precios Internos Básicos (IPIB), crecieron 14,6% i.a. En tanto, el Índice de Precios al Productor (IPP), que excluye a los bienes importados del IPIB, alcanzó un alza de 14,9% i.a. En enero del corriente año, el IPIM creció 19,2% i.a., mientras que el IPIB y el IPP se ubicaron 20,9% por encima de los valores registrados durante igual período del año previo.

De acuerdo al IPIB a nivel desagregado, en enero los Productos primarios verificaron un mayor ritmo de crecimiento interanual. Este comportamiento estuvo liderado por los productos agropecuarios y el petróleo crudo (ver Gráfico 8.7).

<sup>80</sup> El acuerdo sobre productos medicinales, que entrará en vigencia a partir de marzo de 2014, implicó retrotraer los precios de los medicamentos a los valores del 31 de diciembre pasado permitiéndose una suba promedio por laboratorio del 4%.

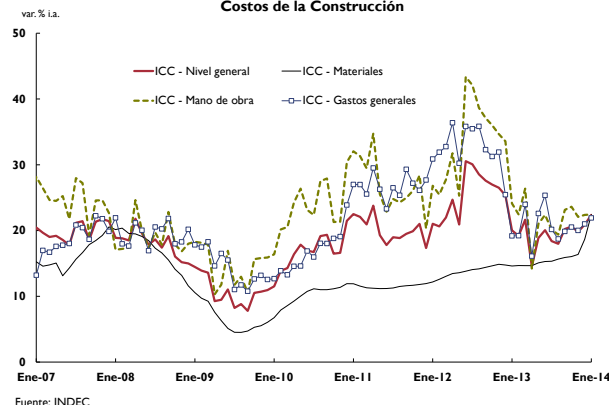
**Gráfico 8.9**  
**IPI PIB por Componente de la Oferta**



A nivel desagregado, dentro de los Productos agropecuarios se observó un incremento en Carne vacuna y leche de 33,7% i.a., reflejando un alza similar a la del Mercado de Liniers. Por su parte, los Cereales y oleaginosas subieron 48,5% i.a. En tanto, las cotizaciones de las Frutas se elevaron, mientras que las de las Hortalizas y legumbres se mantuvieron relativamente estables en su comparación interanual, en ambos casos en línea con el comportamiento del Mercado Central (ver Gráfico 8.8).

En el primer mes del año los Productos manufacturados, según el IPIB, aumentaron 17,5% i.a., 3,8 puntos porcentuales (p.p.) por encima de la variación promedio de 2013. Esta dinámica fue común a casi todos sus componentes. Finalmente, los precios del conjunto de bienes incluidos en el rubro Productos importados también ganaron dinamismo, alcanzando un aumento interanual de 25,4% en el primer mes del año.

**Gráfico 8.10**  
**Costos de la Construcción**



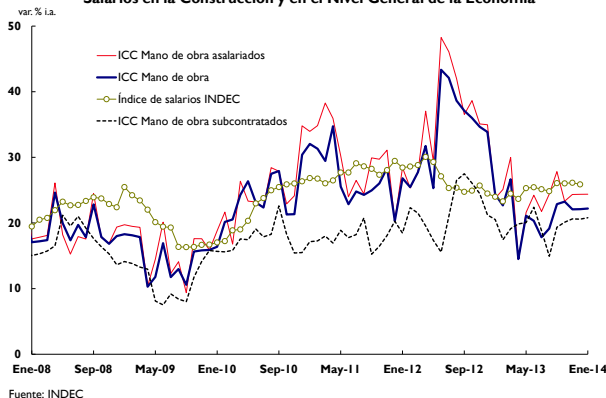
### 8.3 Precios Implícitos del Producto

El Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB, desaceleró su ritmo de incremento interanual durante en el tercer trimestre de 2013, alcanzando una tasa de 17,7%.

A nivel de componentes, el IPI del Consumo privado moderó su ritmo de expansión hasta 17,3% i.a., efecto que fue parcialmente compensado por una mayor tasa de suba de los precios implícitos del Consumo público y de la Inversión.

Por el lado de la oferta, se observó una fuerte desaceleración en los precios de los Bienes, contrarrestada en parte por un mayor ritmo de alza de los Servicios (ver Gráfico 8.9).

**Gráfico 8.11**  
**Salarios en la Construcción y en el Nivel General de la Economía**

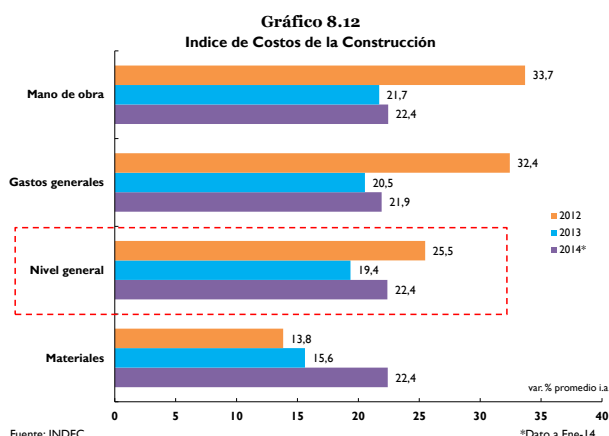


### 8.4 Costos de la Construcción

Los costos de la construcción, medidos a través del Índice de Costo de la Construcción (ICC) del INDEC, aumentaron su ritmo de crecimiento interanual durante el cuarto trimestre de 2013. No obstante, finalizaron el año con una suba promedio inferior a la de 2012. La tendencia de fines de 2013 continuó durante el primer mes de 2014, destacándose la fuerte alza de los costos de los materiales (ver Gráfico 8.10).

En los meses recientes, las remuneraciones de los trabajadores asalariados estabilizaron su tasa de incremento interanual en torno al 24%, aunque

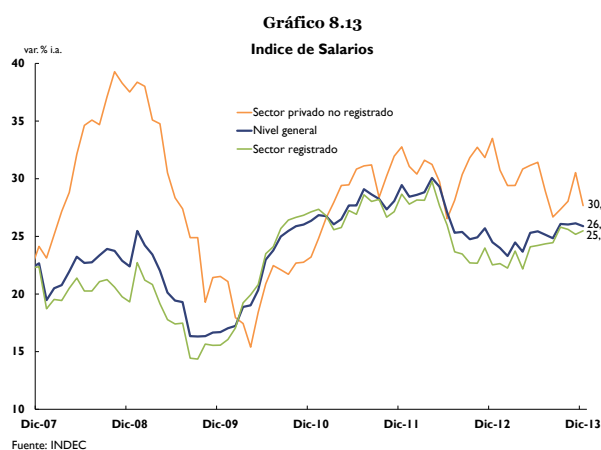




ubicándose por encima de los aumentos observados a inicios de 2013 (ver Gráfico 8.11). Este comportamiento respondió a la entrada en vigencia del segundo tramo del aumento salarial pautado en la negociación paritaria de 2013, que implicó un incremento escalonado de 25% (aplicándose el primer tramo en junio y el segundo en noviembre), a diferencia de lo sucedido en 2012, que fue de 24% en un único tramo en junio.

Por su parte, los valores de los subcontratos de mano de obra crecieron en términos interanuales en los meses recientes por sobre los registros previos, alcanzando una variación de 20%.

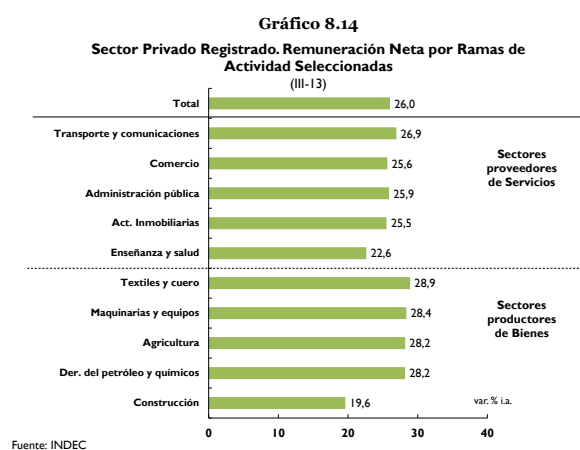
De esta manera, el componente mano de obra total finalizó 2013 con tasas de expansión superiores a las observadas en el primer semestre del año. No obstante, el alza de las remuneraciones del sector, en el promedio del año, resultó inferior a la de 2012 (ver Gráfico 8.12).



Los Gastos generales, que reflejan los precios de los distintos servicios de la construcción, se mantuvieron en aumento, alcanzando una expansión de 21,9% i.a. en enero. De este modo, cerraron 2013 con un incremento significativamente por debajo de la verificada el año previo, la cual en promedio fue de 32,4% i.a.

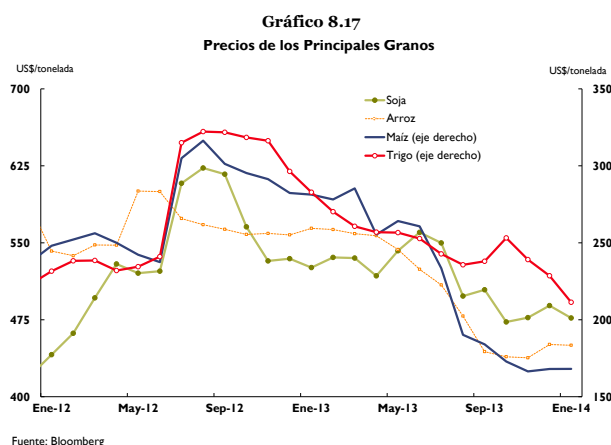
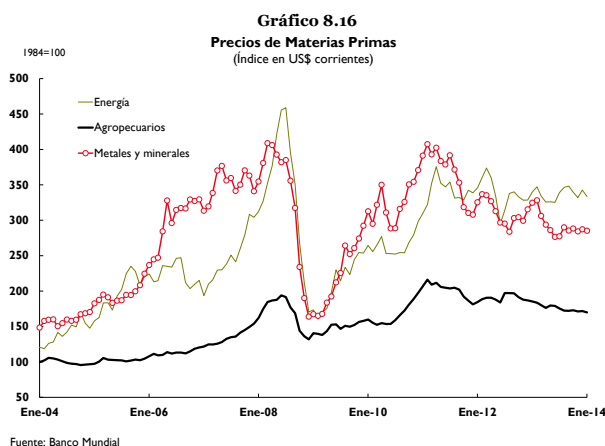
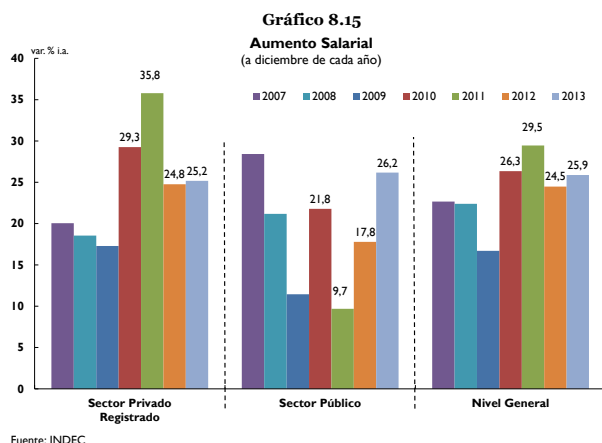
Finalmente, los precios de los Materiales aceleraron su ritmo de suba en diciembre y, particularmente en enero, cuando alcanzaron un aumento interanual de 22,4%.

En este marco, a inicios de febrero se celebró un acuerdo de precios entre el Gobierno Nacional, las provincias y los municipios, con corralones y comercios de la construcción, a partir del cual se establecieron precios de referencia en productos que se utilizan para la edificación de viviendas. El acuerdo alcanzado tiene como objetivo potenciar al Programa de Crédito Argentino del Bicentenario (PRO.CRE.AR.), ya que al limitar las alzas de los insumos para la construcción se protege la capacidad de compra de los fondos otorgados en el marco de este programa.



## 8.5 Salarios

Los salarios nominales de la economía sostuvieron un crecimiento interanual en torno a 26% en el cuarto trimestre (ver Gráfico 8.13).



Las remuneraciones del sector privado total mantuvieron un ritmo de alza interanual próximo al del nivel general. Dentro del sector privado los mayores incrementos se dieron en el segmento no registrado, que al cuarto trimestre aumentaron 29% i.a.<sup>81</sup> En tanto, los salarios del sector privado formal subieron en torno al 25% i.a. en igual período.

En particular, sobre la base de información disponible al tercer trimestre de 2013, dentro del sector privado registrado, entre los productores de bienes se destacaron las subas salariales de los trabajadores empleados en Textiles y cuero (28,9% i.a.), Maquinarias y equipos (28,4% i.a.), Agricultura (28,2% i.a.), Derivados del petróleo y químicos (28,2% i.a.) y Construcción (19,6% i.a.). Entre los sectores proveedores de servicios se destacaron los aumentos en Transporte y comunicaciones (26,9% i.a.), Comercio (25,6% i.a.), Actividades inmobiliarias (25,5% i.a.) y Enseñanza y salud (22,6% i.a.; ver Gráfico 8.14). Cabe señalar que en algunos casos, como por ejemplo en el sector de la construcción, al tercer trimestre todavía no se habían computado la totalidad de los aumentos pautados en la negociación paritaria.

Por otra parte, las remuneraciones del sector público continuaron ganando dinamismo y terminaron el año con una expansión de 26,2% i.a.

De esta manera, en 2013 el nivel promedio de los salarios de la economía se incrementó un 25,9% i.a., un alza 1,4 p.p. superior a la registrada en 2012. Las remuneraciones del sector público pasaron de una suba promedio de 17,8% i.a. en 2012 a una de 26,2% en el año que acaba de cerrar. Por su parte, el sector privado (registrado e informal) acumuló un alza promedio en 2013 en torno a 26% i.a., similar a la del período previo (ver Gráfico 8.15).

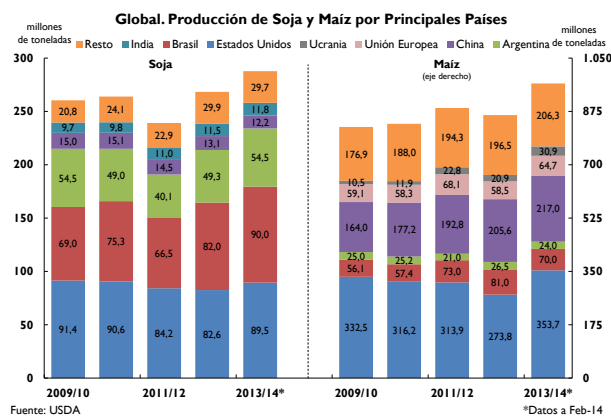
## 8.6 Precios Internacionales de las Materias Primas<sup>82</sup>

En un contexto de apreciación global del dólar, abundante cosecha de granos y de un relativamente débil desempeño de la economía global, las cotizaciones internacionales de las materias primas en enero disminuyeron en términos interanuales. Con respecto a comienzos de 2013, mientras que los productos agropecuarios cayeron 8% i.a., los meta-

<sup>81</sup> El Índice de Salarios capta 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. Dado que la EPH se obtiene posteriormente al índice de salarios, el segmento informal captura un retraso en su información de entre 3 y 6 meses.

<sup>82</sup> Para mayor información remitirse al informe **Panorama Global de Commodities** del BCRA.

Gráfico 8.18

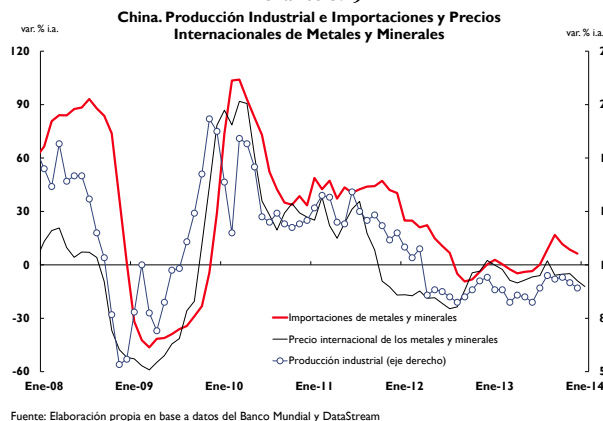


les y minerales y la energía se redujeron 12% y 2%, respectivamente (ver Gráfico 8.16). En este último caso, los factores bajistas se vieron parcialmente compensados por el incremento en la conflictividad socio-política en algunos países de Medio Oriente.

Desde mediados de 2013 las perspectivas de niveles récord de producción mundial de los principales granos generaron fuertes recortes interanuales en las cotizaciones del maíz, de la soja y, en menor medida, del trigo. Mientras que los valores de los dos primeros se estabilizaron en la última parte del año e inicios de 2014, el trigo profundizó su caída, debido a las buenas condiciones climáticas que favorecieron el desarrollo del cultivo en Canadá. Sobre la cotización de los productos agrícolas en el segundo semestre de 2013 influyó además el cambio en las posiciones especulativas en los mercados de activos financieros asociados a estos bienes— influidos por las modificaciones en la política monetaria de los Estados Unidos—. De esta manera, el maíz en enero registró una reducción de 43% i.a., seguido por el trigo y la soja, que cayeron 20,2% i.a. y 9,4% i.a., respectivamente (ver Gráfico 8.17).

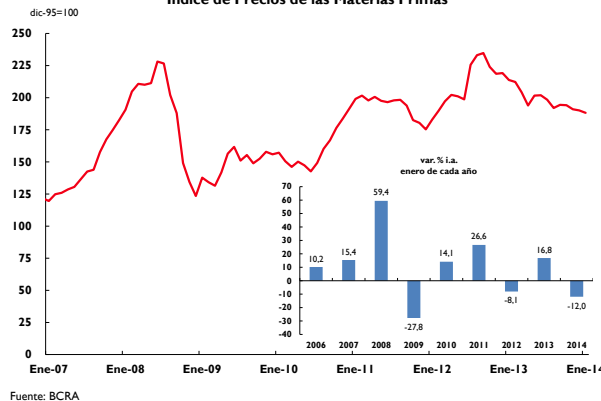
Los organismos especializados continúan previendo una producción global récord para estos granos y, si bien también esperan una mayor demanda, el efecto neto implicaría un nivel de stocks superior al de las campañas previas para el trigo y el maíz y relativamente estable para la soja (ver Gráfico 8.18 y Apartado 1). De esta manera, persistirá a lo largo de 2014 un sesgo bajista sobre la cotización de estos tres granos si se mantienen las condiciones climáticas en las principales zonas productoras globales.

Gráfico 8.19



En cuanto a los metales y minerales, la evolución de la actividad económica del mundo, y particularmente la demanda de insumos por parte de la industria china, continuaron afectando las cotizaciones (ver Gráfico 8.19). Si bien en el margen los precios de los insumos industriales se mantuvieron prácticamente sin cambios, en general se ubicaron por debajo de los niveles de 2013. En particular, el níquel disminuyó 19,3% i.a., seguido del aluminio (-15,2% i.a.), el cobre (-9,4% i.a.) y el plomo (-8,2% i.a.).

Gráfico 8.20



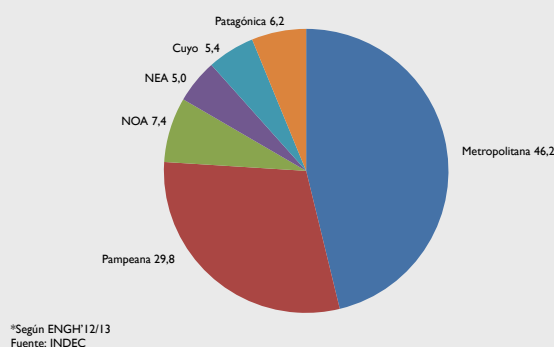
En este contexto, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA —que refleja la evolución ponderada de las cotizaciones de los productos primarios más relevantes en las exportaciones argentinas— cayó 12% i.a. en enero de 2014 (ver Gráfico 8.20).

## Apartado 4 / Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU)

En febrero el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) comenzó a difundir el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU)<sup>83</sup>. Este nuevo indicador mide la evolución de los precios al consumidor de un conjunto de bienes y servicios representativos del gasto de consumo final de los hogares residentes en localidades de 5.000 habitantes y más de todo el país.

Para su elaboración, se recopilan aproximadamente 230.000 precios por mes en las ciudades capitales y un conjunto de localidades del interior del país pertenecientes a 40 aglomerados urbanos. Si bien se dispone de información de todas las provincias y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA), la construcción del índice con base en el cuarto trimestre de 2013 se realiza a nivel regional. Así, la información relevada en los aglomerados urbanos se agrupan en 6 regiones geográficas: Metropolitana<sup>84</sup>, que concentra el 46,2% del gasto total de los hogares urbanos, Pampeana, Noroeste Argentino (NOA), Noreste Argentino (NEA), Cuyo y Patagónica (ver Gráfico 1). De este modo, el IPCNU se construye mediante un promedio aritmético ponderado de índices regionales.

**Gráfico 1 | Participación por Regiones en el Gasto de los Hogares Urbanos del Total del País\***  
(%)



Más específicamente, para cada región se confecciona una canasta integrada por 520 precios medios de

variedades de bienes y servicios<sup>85</sup>. La variedad de un bien o servicio es la agrupación mínima que cuenta con una ponderación explícita que se estimó a partir de la Encuesta Nacional de Gastos de los Hogares 2012/13 (ENGH'12/13). El índice regional por variedad, construido a partir del cociente del promedio geométrico de los precios entre dos periodos de tiempo, se denomina "índice elemental"<sup>86</sup>.

Luego, los índices de las variedades se agrupan, siguiendo el ordenamiento del Clasificador del Consumo Individual por Finalidades (CCIF), en Artículos, Subclases, Clases, Grupos y Divisiones<sup>87</sup>. El índice de cualquiera de estos agrupamientos a nivel nacional se estima a partir del promedio aritmético ponderado de los índices regionales según la participación de la región en el gasto total urbano nacional.

Los ponderadores de las regiones surgen a partir de los resultados de la ENGH'12/13. Respecto a las encuestas anteriores los principales cambios se observan en la preponderancia del gasto de Salud y Transporte y comunicaciones en el gasto total. En el primer caso, probablemente debido al cambio de precios relativos, la disminución de la participación del gasto de Salud en el total (-2,2 puntos porcentuales —p.p.— en relación a la ENGH'04/05 y -3 p.p. si se la compara con la ENGH'96/97) se debe mayormente al menor gasto relativo en medicamentos. En el segundo caso, la expansión de la telefonía celular y del servicio de Internet de las últimas décadas redundó en un incremento en el peso de los gastos en Transporte y comunicaciones. Así, al incremento de la ponderación en el gasto de 1,4 p.p. que se observó entre la encuesta de fines de los noventa y la realizada entre 2004 y 2005, se sumó una nueva suba de 3,3 p.p. en la participación de los últimos años (ver Gráfico 2).

<sup>83</sup> Ver Metodología del Índice de Precios al Consumidor urbano. Serie Documentos de Trabajo N°22. [http://www.indec.gov.ar/nuevaweb/cuadros/10/ipcnu\\_02\\_14\\_2.pdf](http://www.indec.gov.ar/nuevaweb/cuadros/10/ipcnu_02_14_2.pdf)

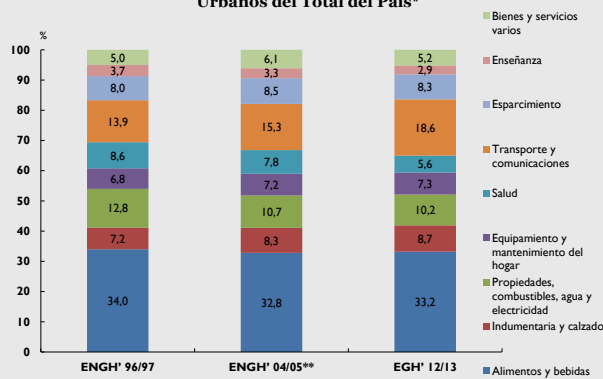
<sup>84</sup> A efectos del cálculo del IPCNU el área Metropolitana abarca a 42 partidos de la provincia de Buenos Aires incluyendo los aglomerados el Gran La Plata y Zárate-Campana.

<sup>85</sup> El precio de la variedad en la región surge de calcular el promedio geométrico ponderado de los precios medios por tipo de negocio (tradicional y supermercados), utilizando como ponderador la participación del gasto por artículo en cada tipo de negocio.

<sup>86</sup> La selección de las muestras de informantes de precios para cada variedad en cada región, se obtuvo empleando técnicas probabilísticas junto con selección dirigida.

<sup>87</sup> Por ejemplo, la variedad Pan francés tipo miñón, se agrupa en: Pan fresco, Productos de panificación, Productos de panificación, cereales y pastas, Alimentos para consumir en el hogar, y por último, Alimentos y bebidas.

**Gráfico 2 | Participación por Finalidad en el Gasto de los Hogares Urbanos del Total del País\***



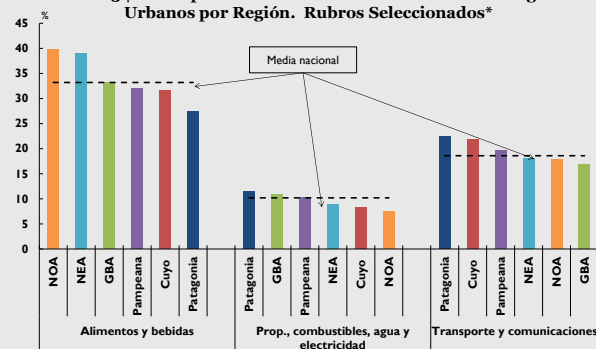
\*Incluye los aglomerados urbanos de 5.000 habitantes y más  
Fuente: INDEC

\*\*Datos provisionales

Asimismo, a partir de la información difundida por el INDEC en relación a las estructuras de gastos de los hogares urbanos por rubros a nivel regional, se pueden detectar ciertos patrones diferenciales de consumo. Particularmente, considerando a los tres rubros más relevantes a nivel nacional, la adquisición de Alimentos reviste mayor importancia en la estructura de gastos de los hogares del norte del país, mientras que tiene la menor ponderación en la región Patagónica. Este comportamiento resultó similar al capturado en las dos anteriores encuestas.

La ponderación del gasto en Propiedades, combustibles, agua y electricidad disminuyó a nivel nacional respecto de las encuestas anteriores. Esto se debió a la evolución de las tarifas de los servicios públicos, que se incrementaron en menor medida que el promedio de los precios de la economía. A nivel regional, mientras que según la ENGH'96/97 la mayor participación de este gasto correspondía al Gran Buenos Aires, en la actualidad el peso relativo de las provincias es superior. Particularmente, en el sur del país los gastos en este rubro resultan más importantes que en el resto de las regiones. Lo mismo sucede en Transporte y comunicaciones (ver Gráfico 3).

**Gráfico 3 | Participación en el Gasto de Consumo de los Hogares Urbanos por Región. Rubros Seleccionados\***



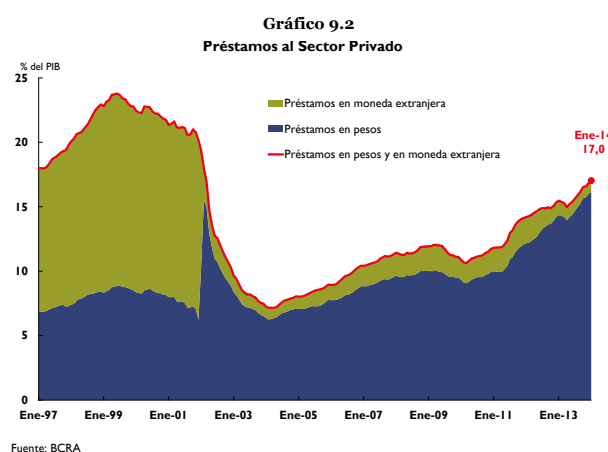
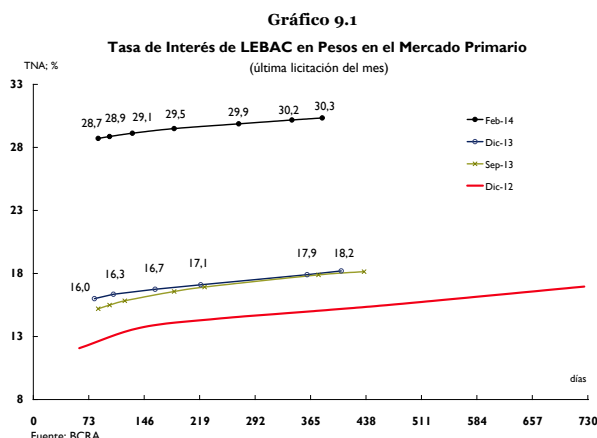
\*Según ENGH'12/13  
Fuente: INDEC

## 9 Política Monetaria

A lo largo del cuarto trimestre de 2013, los agregados monetarios en pesos moderaron notablemente su ritmo de crecimiento interanual (i.a.). El agregado en pesos más amplio (M3) creció 26,3% i.a. y el M3 privado 27,9% i.a. Si bien todos los componentes del M3 privado verificaron incrementos, se destacaron por su dinamismo los depósitos a plazo fijo, que registraron un aumento de 35,4% i.a., ritmo que, si bien resulta inferior que el de un año atrás, se mantiene en niveles históricamente elevados.

La expansión monetaria amplia estuvo explicada fundamentalmente por la creación secundaria de dinero, dado que los préstamos en pesos al sector privado crecieron 34,8% i.a. en diciembre de 2013. Este comportamiento estuvo muy influido por las políticas del Banco Central que alentaron el financiamiento productivo. En este sentido, el Banco Central estableció una cuarta etapa de implementación de la Línea de Crédito para la Inversión Productiva, a desarrollarse durante el primer semestre de 2014, con cambios relevantes. Entre ellos se destaca la orientación a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs) como principal destino. Además, se dispuso, a partir de marzo de 2014, una disminución adicional de los encajes en función a las financiaciones con un plazo mayor a 5 años otorgadas desde el 1 de enero de 2014 a dicho conjunto de empresas, en el marco de esta línea de crédito.

En un contexto de marcado debilitamiento de las monedas de los países emergentes (ver Secciones 2 y 3), y un incremento en la volatilidad cambiaria a causa de factores domésticos, el Banco Central adoptó a partir de diciembre un grupo de medidas con el objetivo de equilibrar el mercado de cambios y promover el ahorro en moneda nacional: 1) dentro de la política de flotación administrada se dio lugar a un tipo de cambio mayor; 2) se incrementaron las tasas de interés de las LEBAC en pesos, en alrededor de 12,5 puntos porcentuales —p.p.—, en todos los plazos de la curva de rendimientos; 3) se reabrió el acceso de las personas físicas al mercado de cambios para adquirir moneda extranjera para tenencia; 4) se permitió a los exportadores del sector cerealero y acietero suscribir LEBAC en pesos liquidables al tipo de cambio de referencia; 5) se admitió que las entidades suscriban LEBAC en dólares a tasas de interés predeterminadas en función de los plazos fijos que capten en esa moneda; 6) se aumentaron los coeficientes de encaje en dólares; y 7) se restableció el límite de la posición global neta positiva de moneda extranjera de las entidades financieras. Sin embargo, estas medidas no indican un cambio en las políticas de largo plazo del Banco Central diseñadas en consecución de los objetivos establecidos en la Carta Orgánica.



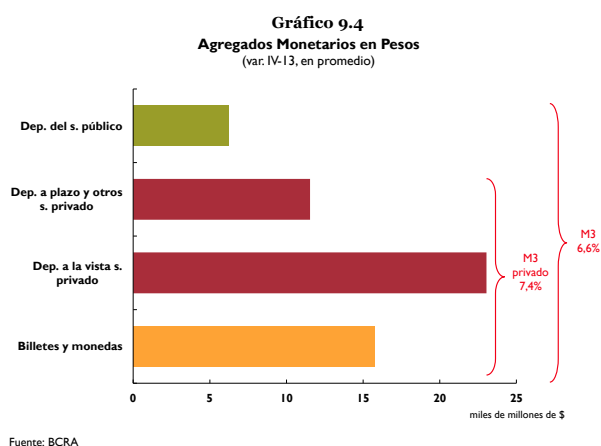
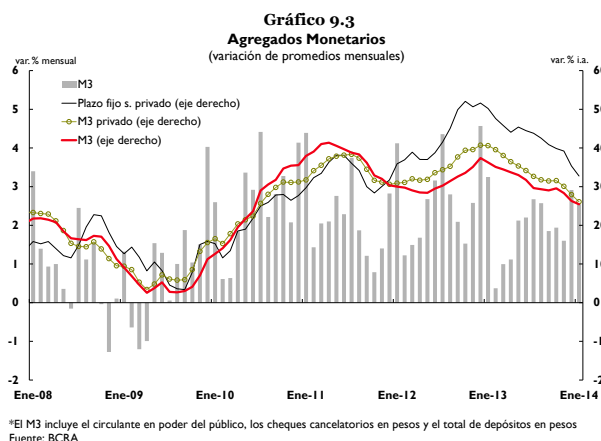


## 9.1 Agregados monetarios <sup>88</sup>

Los agregados monetarios en pesos moderaron su ritmo de expansión a lo largo del cuarto trimestre de 2013. El agregado en pesos más amplio (M3<sup>89</sup>) presentó en diciembre una variación interanual (i.a.) de 26,3%. En el trimestre, el M3 aumentó 6,6% (+\$56.500 millones) impulsado por la creación secundaria de dinero, en especial, los préstamos al sector privado, favorecidos por las políticas públicas activas dirigidas a promover el crédito productivo. Por su parte, la creación primaria de dinero estuvo principalmente explicada por las operaciones con el sector público, parcialmente compensadas por las ventas de divisas del BCRA en el mercado de cambios.

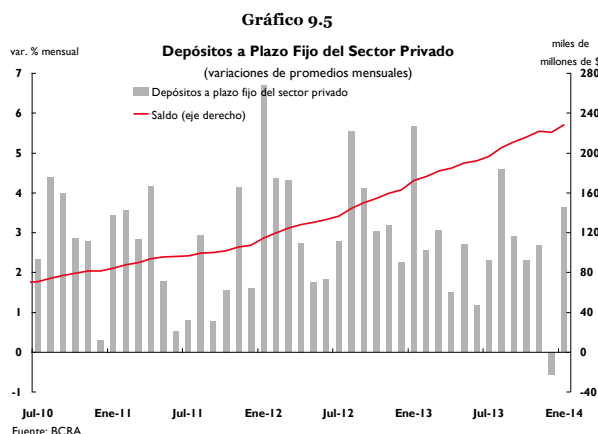
El M3 privado registró un crecimiento de 27,9% i.a. (ver Gráfico 9.3). Todos sus componentes aumentaron en el trimestre, en particular, los relacionados al dinero transaccional, en un período caracterizado por la elevada demanda de liquidez propia de fin de año. No obstante, estos incrementos fueron menores a los esperables estacionalmente. Es así que los medios de pago (M2 privado) crecieron 8,5% (+\$38.900 millones), con aumentos tanto en los billetes y monedas en poder del público (+6,8%) como en los depósitos a la vista (+10,4%; ver Gráfico 9.4). En tanto, los depósitos a plazo fijo mostraron un incremento trimestral de 4,4%, con aumentos tanto en las colocaciones del estrato de menos de \$1 millón (+4,3%, +\$4.100 millones) como en las del segmento mayorista (de \$1 millón y más; +4,5%, +\$5.200 millones). En términos interanuales, el alza de los depósitos a plazo fue de 35,4%, ritmo de aumento que, si bien resultó más moderado que el de un año atrás, se mantiene en niveles históricamente elevados. Este comportamiento permitió que continuaran ganando participación dentro del M3 privado, alcanzando un peso de 30,1%, 3,7 p.p. por encima de la proporción que representaban dos años atrás (ver Gráficos 9.5 y 9.6).

Los depósitos del sector público mostraron un aumento más modesto, de 3,5% en el trimestre, con un crecimiento de las colocaciones a la vista parcialmente compensado por una disminución de los depósitos a plazo, acorde al comportamiento que regularmente se observa a fin de año.



<sup>88</sup> Excepto que se indique lo contrario, las cifras a las que se hace referencia a lo largo de la Sección son promedios mensuales de datos diarios.

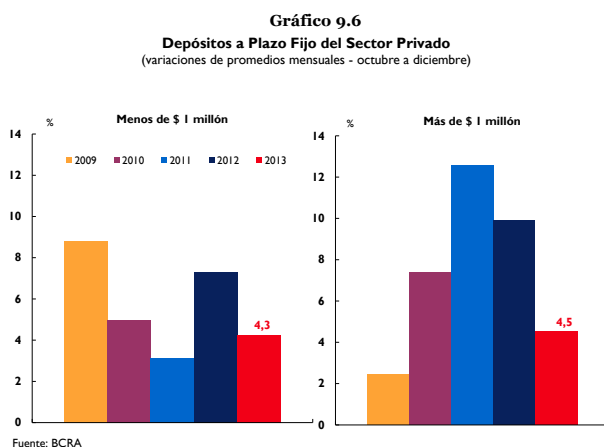
<sup>89</sup> Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos en pesos.



En lo que va de 2014, tanto el M3 como el M3 privado continúan mostrando una desaceleración en su variación interanual, que a enero se ubicó en torno al 25% para ambos agregados.

Los depósitos en moneda extranjera (expresados en pesos) experimentaron un incremento de 12% en el trimestre, tanto por el aumento en las imposiciones del sector público como por la variación del tipo de cambio.

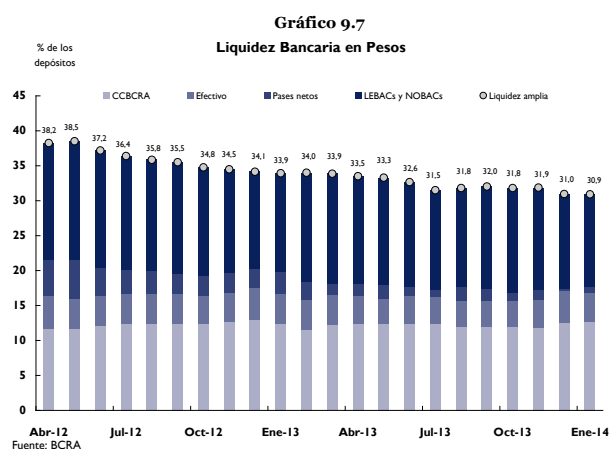
Finalmente, el agregado más amplio, M3\*, que incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios, los CEDINes y el total de depósitos en pesos y en moneda extranjera (expresados en pesos), aumentó en el trimestre 7% (+\$63.200 millones; +25,8% i.a.).



En cumplimiento de lo establecido en el artículo 42 de la Carta Orgánica, a fines de 2013 el BCRA presentó sus objetivos y planes respecto del desarrollo de las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria para 2014<sup>90</sup>. Este año se espera que el M2 privado continúe acompañando el aumento de la actividad económica, mientras que el M3 privado tenga un impulso adicional dado por el dinamismo de los depósitos a plazo fijo.

## 9.2 Liquidez bancaria

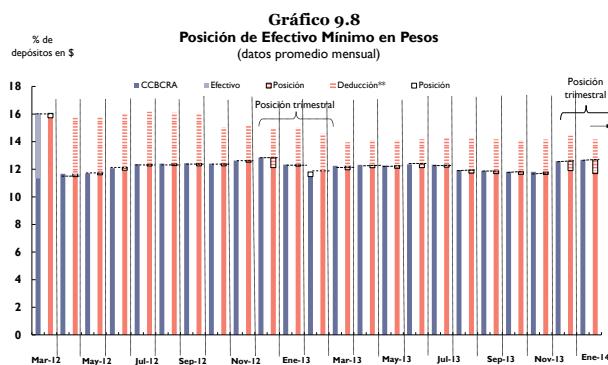
Para acompañar la mayor demanda de dinero de fin de año, las operaciones de regulación monetaria del BCRA tuvieron en el trimestre un efecto monetario expansivo. Así, las entidades redujeron las tenencias de LEBAC y NOBAC y el saldo de sus pases con la autoridad monetaria, con lo que el *ratio* de liquidez en pesos de las entidades (efectivo en bancos, cuenta corriente en el BCRA, pases con el BCRA y tenencia de LEBAC y NOBAC, en término de sus depósitos en pesos) promedió 31% en diciembre, con una caída de 1,1 p.p. en el trimestre, y de 3,2 p.p. en 2013. Como suele suceder en los últimos trimestres de cada año, se verificó un cambio en la composición de la liquidez, ganando participación la tenencia de efectivo en poder de las entidades en respuesta a la mayor demanda estacional de dinero de los particulares. Por otra parte, y como reflejo de la política de las entidades en un período de cómputo trimestral (diciembre-febrero) de las exigencias de efectivo mínimo, la cuenta corriente de las entidades en el



<sup>90</sup> [http://www.bcra.gov.ar/pdfs/polmon/ObjetivosBCRA\\_2014.pdf](http://www.bcra.gov.ar/pdfs/polmon/ObjetivosBCRA_2014.pdf)

BCRA también aumentó su participación en la liquidez (ver Gráfico 9.7).

A lo largo del 2013 se continuaron realizando cambios en la normativa de encajes tendientes a orientar el crédito hacia las empresas de menor tamaño y propender a la ampliación de la cobertura geográfica del sistema, atendiendo las zonas con menor potencial económico. Con estos cambios, la posición de efectivo mínimo (diferencia entre la integración y la exigencia neta de deducciones) continuó siendo excedentaria a lo largo del año en alrededor de 0,2% de los depósitos totales en pesos (ver Gráfico 9.8).



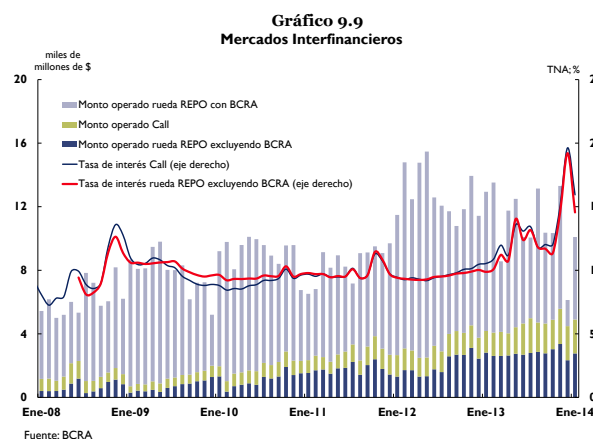
\*A partir de abril corresponde a la exigencia neta de deducciones \*\*. Entre abril y septiembre de 2012 la deducción correspondió al 100% del efectivo computable, en octubre y noviembre al 75% y en diciembre y enero al 25%. A partir de diciembre se incorporó la deducción por financiamientos a MiPyMEs, y desde agosto de 2013 la correspondiente a retiros de efectivo en cajeros automáticos  
Fuente: BCRA

Adicionalmente, el Banco Central dispuso, a partir de marzo de 2014, una disminución de la exigencia de efectivo mínimo por un importe equivalente al 16% de las financiamientos acordadas a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs) a partir del 1 de enero de 2014 y con un plazo mayor a 5 años, en el marco de la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP)<sup>91</sup>.

Por último, para el segmento en moneda extranjera, la liquidez continuó elevada y con tendencia creciente (128,9% de los depósitos en dólares para diciembre, 13,6 p.p. superior a la de septiembre). Esto se explica, al igual que en los meses previos, fundamentalmente por el descenso de los préstamos en moneda extranjera. Asimismo, se determinó para febrero, marzo y abril un aumento mensual de 10 p.p. de la exigencia para depósitos a la vista en dólares y de entre 1 y 10 p.p. para las colocaciones a plazo fijo, según su plazo residual<sup>92</sup>. A su vez, se dispuso, para el cálculo de la exigencia, una deducción del importe de depósitos a plazo en dólares sujetos a efectivo mínimo por el equivalente a la tenencia de las LEBAC en dólares estadounidenses, que comenzaron a licitarse durante enero. De esta manera, la porción de los depósitos a plazo fijo aplicados a la tenencia de LEBAC en dólares tendrían una exigencia nula.

### 9.3 Tasas de interés<sup>93</sup>

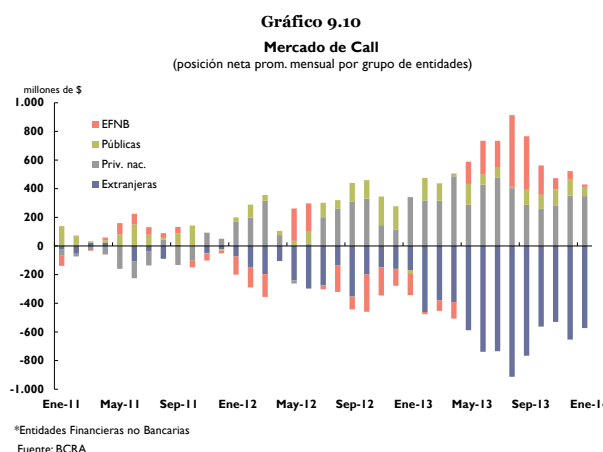
Durante el cuarto trimestre de 2013 el Banco Central mantuvo sin cambios las tasas de interés de sus operaciones de pase (en 9,0% y 9,5% para los pases pasivos a 1 y 7 días de plazo, y en 11,0% y 11,5% para los activos a 1 y 7 días de plazo, respectivamente). El



<sup>91</sup> Comunicación "A" 5524.

<sup>92</sup> Comunicación "A" 5534.

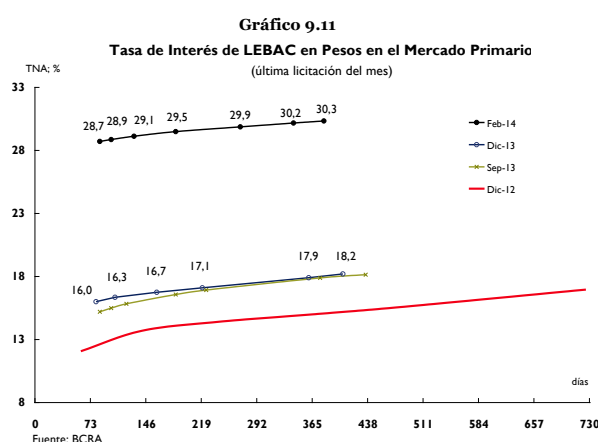
<sup>93</sup> Las tasas de interés que se mencionan en esta Subsección se refieren a tasas nominales anuales (TNAs).



monto promedio de pasivos pasivos para el Banco Central operado en el mercado garantizado (rueda REPO) por las entidades financieras alcanzó en diciembre de 2013 el menor valor de los últimos 6 años (ver Gráfico 9.9).

En un contexto de mayor demanda estacional de dinero, la tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil del mercado interfinanciero no garantizado (*call*) se incrementó 7,6 p.p. respecto a la registrada a fines del trimestre previo y se ubicó en 19,6%, acumulando en 2013 un alza de 9,2 p.p. La tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil entre entidades financieras en la rueda REPO registró un aumento similar, de 7,5 p.p. entre octubre y diciembre y 9,2 p.p. en el año, situándose en 19,2%. No obstante, una vez superado el período de mayor demanda estacional de liquidez, a lo largo de enero se observó una significativa caída en las tasas de ambos mercados. En el mercado de *call* la tasa de interés finalizó el mes en 13,8%, y en la rueda REPO se situó en 10,6%.

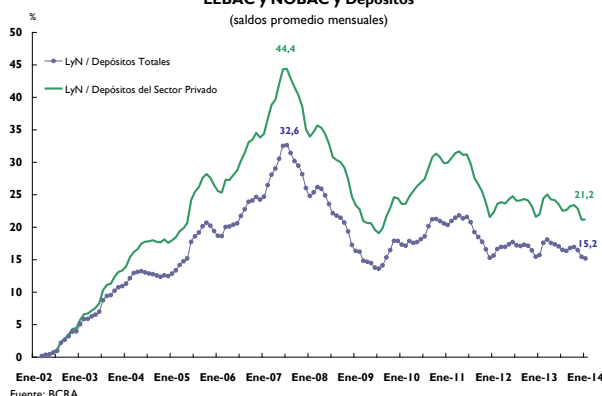
En cuanto a los participantes en el mercado de *call*, en el trimestre se pudo apreciar una reducción del monto neto otorgado por las entidades financieras no bancarias y por los bancos privados nacionales, en parte contrarrestado por un incremento por parte de las entidades públicas. Por su parte, las entidades extranjeras continuaron siendo las únicas receptoras netas de fondos, tendencia que se mantuvo a principios de 2014 (ver Gráfico 9.10).



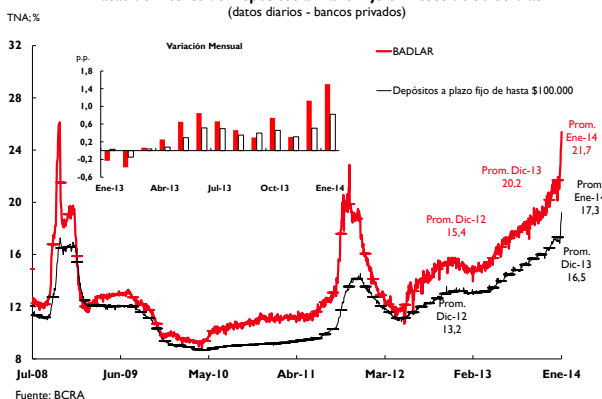
A fines de 2013, el Banco Central subió las tasas de interés de corte de las LEBAC de las especies de corto plazo, mientras que las correspondientes a los tramos medio y largo de la curva de tasas del mercado primario permanecieron estables (ver Gráfico 9.11). Al finalizar el trimestre las tasas de interés de las LEBAC de plazos más cortos (80 y 105 días —a tasa de corte predeterminada—) se ubicaron en 16% y 16,3%, respectivamente, registrando un incremento de 0,8 p.p. respecto de fines del trimestre previo. Por su parte, la tasa de interés de corte de la especie con duración más larga, licitada a 405 días, se situó en 18,2%. Al igual que en el trimestre previo no se adjudicaron especies a tasa variable. De esta manera, al finalizar 2013 las tasas de interés de LEBAC aumentaron alrededor de 3 p.p. respecto de fines de 2012.

Continuando con su política de favorecer el ahorro en moneda nacional, y en consonancia con su mandato de estabilidad monetaria y financiera, a prin-

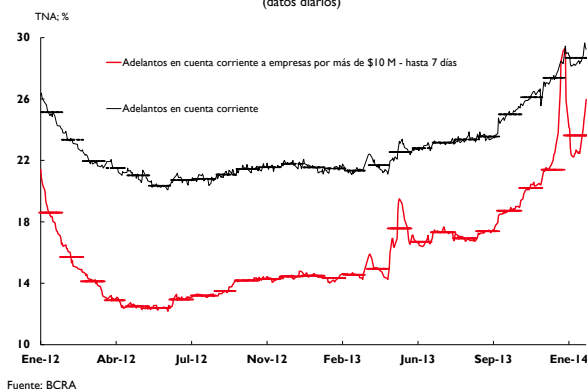
**Gráfico 9.12**  
**LEBAC y NOBAC y Depósitos**  
(saldos promedio mensuales)



**Gráfico 9.13**  
**Tasas de Interés de Depósitos a Plazo Fijo en Pesos de 30-35 días**  
(datos diarios - bancos privados)



**Gráfico 9.14**  
**Tasa de Interés de Adelantos en Cuenta Corriente**  
(datos diarios)



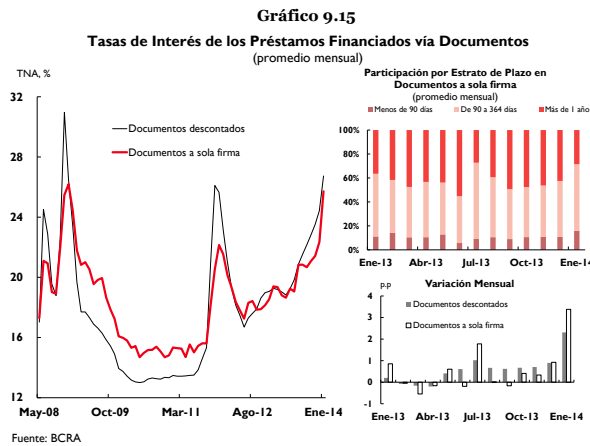
cipios de 2014, el Banco Central volvió a aumentar las tasas de interés de las especies a tasas predefinidas, pero esta vez los aumentos fueron mayores. El incremento, de alrededor de 12,5 p.p. respecto de diciembre, se trasladó a todos los plazos de la curva de rendimientos. Así, las tasas de interés de las LEBAC con menores plazos se ubicaron a fin de febrero en niveles de entre el 28,7% y 28,9%, y la tasa de interés de la especie adjudicada con mayor madurez se situó en 30,3%<sup>94</sup>. Asimismo, tras varios meses sin haberse colocado, volvieron a adjudicarse especies a tasa variable, registrando un *spread* positivo sobre la *Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate* (BADLAR) de bancos privados, que fue desde 1,2 p.p. a 1,3 p.p. dependiendo del plazo. En los dos primeros meses de 2014, mediante sus títulos el Banco Central absorbió \$37.995 millones (y alrededor de \$47.000 millones si se incluye la absorción por pases). No obstante, el saldo de LEBAC y NOBAC en circulación se mantiene bajo en relación a los depósitos (ver Gráfico 9.12).

También mostraron incrementos las tasas de interés pasivas y activas de los bancos. En diciembre, esto se debió a la mayor demanda de liquidez por parte de familias y empresas, habitual de fin de año. En enero, dicha dinámica reflejó en parte el incremento en las tasas de interés de las colocaciones de LEBAC y NOBAC. Debe destacarse, no obstante, que el Banco Central cuenta con instrumentos específicamente diseñados para evitar que estos incrementos afecten al crédito productivo (ver Subsección “Políticas de financiamiento productivo y crédito al sector privado”).

Entre las tasas de interés pasivas, en el segmento mayorista, la BADLAR de bancos privados promedió 20,2% en diciembre y acumuló un incremento de 4,8 p.p. en el año. Esta tendencia ascendente se acentuó en enero, cuando la BADLAR de bancos privados alcanzó un promedio de 21,7%. Debido a que el incremento estuvo concentrado durante los últimos días del mes, el nivel que mostró al cierre de enero, 25,4%, fue significativamente superior al mencionado promedio.

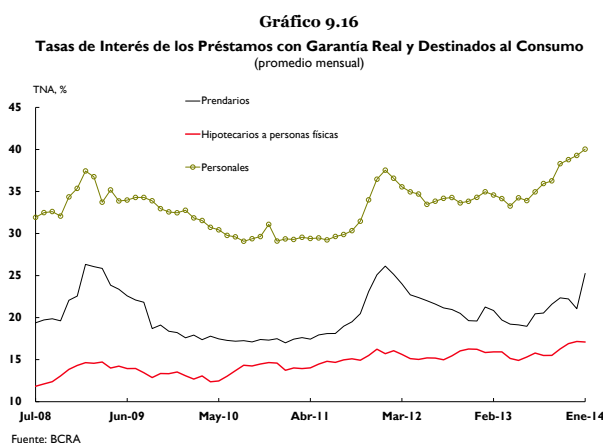
Por su parte, como es habitual, la tasa de interés aplicada por los bancos privados al segmento minorista (hasta \$100 mil) presentó una suba más acotada. En diciembre, el promedio mensual se ubicó en 16,5%, 3,3 p.p. por encima del nivel de diciembre del año anterior. En tanto, en enero la tasa de interés minorista promedió 17,3%,

<sup>94</sup> En los últimos meses se colocaron LEBAC de mayor madurez, con algunas especies con plazos mayores a un año.



continuando con la tendencia al alza (ver Gráfico 9.13).

En cuanto a las tasas de interés aplicadas sobre los préstamos en pesos al sector privado, las líneas comerciales lideraron la suba, principalmente los adelantos en cuenta corriente. En particular, en diciembre el promedio de la tasa de interés de los adelantos en cuenta corriente se ubicó en 27,4%, acumulando una suba de 5,6 p.p. durante 2013. Asimismo, en enero esta tasa de interés subió hasta 28,7%, continuando con la tendencia ascendente observada en los meses previos. En tanto, la tasa de interés de los adelantos en cuenta corriente a empresas, por más de \$10 millones y hasta 7 días de plazo, registró un incremento de 8,2 p.p. en el año, al promediar 22,7% en diciembre. La suba registrada en diciembre estuvo concentrada principalmente en los últimos días del mes, debido a la mayor demanda de liquidez por parte de las empresas y en sintonía con lo observado en el mercado interfinanciero. Estos incrementos comenzaron a revertirse en los primeros días de enero, hasta que volvió a mostrar una tendencia ascendente durante la última semana del mes. Así, la tasa de interés de los adelantos a empresas finalizó enero con un promedio mensual de 23,6% (ver Gráfico 9.14).

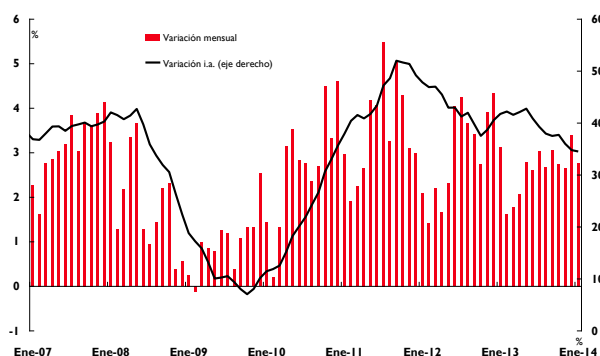


Por su parte, las tasas de interés de las financiaciones instrumentadas mediante documentos mostraron variaciones más acotadas. En particular, aquella aplicada al descuento de documentos promedió 24,4% en diciembre, incrementándose 5,4 p.p. en el año, mientras que en enero registró una nueva alza al situarse en 26,7%. En tanto, en diciembre la tasa de interés promedio de los documentos a sola firma se ubicó en 22,3%, evidenciando una suba de 3,8 p.p. en el año. Asimismo, en enero, la tasa de interés correspondiente a estos instrumentos se ubicó en 25,7% (Gráfico 9.15). Cabe aclarar que las MiPyMES tienen acceso a líneas de financiamiento con tasas de interés sensiblemente menores y a plazos más largos, en el marco de la LCIP (ver Subsección “Políticas de financiamiento productivo y crédito al sector privado”).

Entre las tasas de interés de los préstamos con garantía real se observaron incrementos más modestos a lo largo del año. En efecto, el promedio de diciembre de la tasa de interés aplicada sobre los préstamos hipotecarios a las personas físicas se ubicó en 17,2%, exhibiendo un aumento de 0,9 p.p. a lo largo de 2013. En tanto, en enero de 2014 la tasa de interés disminuyó 0,1 p.p. al promediar 17,1%. Por su parte,



**Gráfico 9.17**  
**Préstamos en Pesos al Sector Privado**



Fuente: BCRA

aquella aplicada sobre los créditos prendarios acumuló una suba de 1,5 p.p., promediando 21,1% en diciembre. Asimismo, en enero de 2014 la tasa de interés de los préstamos prendarios ascendió a 25,3%, exhibiendo un marcado aumento debido a la menor participación de los créditos productivos dentro de la línea, como es esperable para los meses de enero y febrero. Por último, la tasa de interés de los préstamos personales finalizó el año en 39,3%, 5 p.p. por encima del nivel de diciembre de 2012. En enero de 2014 esta tasa de interés volvió a registrar una suba hasta 40,1% (ver Gráfico 9.16).

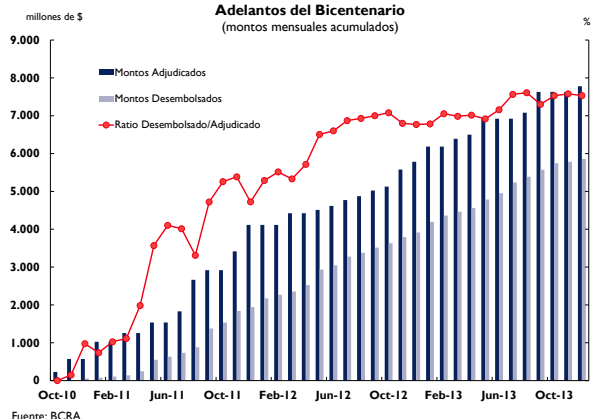
#### 9.4 Políticas de financiamiento productivo y crédito al sector privado<sup>95</sup>

El BCRA continuó impulsando el crédito al sector privado. Las políticas apuntaron principalmente a la promoción del financiamiento al sector productivo, estimulando el crédito a largo plazo y prestando una especial atención a la provisión de fondos para las MiPyMEs. Medidas como el Programa del Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB) y la LCIP fueron un factor determinante para lograr un elevado dinamismo de esta variable.

Los préstamos en pesos al sector privado acumularon a diciembre de 2013 un aumento de 34,8% i.a. El crecimiento del cuarto trimestre de ese año, de 9%, fue similar al del anterior trimestre y más elevado que el registrado en cada uno de los dos primeros trimestres del año. En particular en diciembre se registró un aumento de 3,4%, el mayor del año, en un contexto de elevada demanda de liquidez por parte de las empresas y mayores colocaciones en el marco del cierre de la tercera etapa de la LCIP. Disipados estos factores de orden estacional y conforme a lo esperado en el receso estival, los préstamos disminuyeron su tasa de expansión mensual en enero, registrando un aumento de 2,8% (ver Gráfico 9.17).

En el marco del PFPB, el Banco Central realizó una licitación en el cuarto trimestre y 7 licitaciones durante todo 2013, a través de las cuales adjudicó \$150 millones y \$1.996 millones respectivamente. Así, el total adjudicado desde que comenzó el PFPB asciende a \$7.780 millones, mientras que los recursos efectivamente desembolsados totalizaron a diciembre \$5.860 millones (alrededor del 75% de lo comprometido; ver Gráfico 9.18). El financiamiento de la

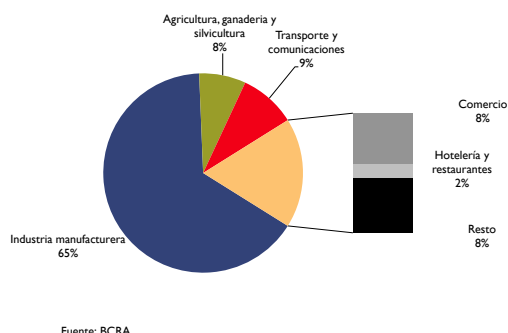
**Gráfico 9.18**  
**Adelantos del Bicentenario**  
(montos mensuales acumulados)



Fuente: BCRA

<sup>95</sup> Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta Subsección 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.

**Gráfico 9.19**  
**Adelantos del Bicentenario**  
(montos desembolsados por sector económico; hasta diciembre 2013)

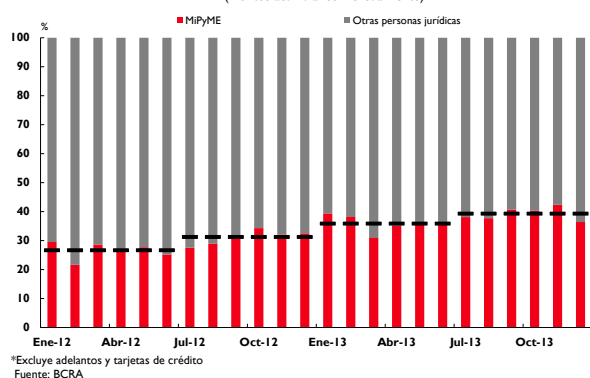


industria manufacturera constituye el principal destino de los fondos (ver Gráfico 9.19).

Las entidades financieras habrían cumplido la meta establecida para el segundo semestre de 2013 de la LCIP (tercera etapa), de \$20.000 millones. Debido a su impacto positivo sobre el crédito al sector productivo, el Banco Central estableció un nuevo cupo para la LCIP<sup>96</sup>. En esta cuarta etapa de implementación, que se llevará a la práctica durante el primer semestre de 2014, las entidades financieras alcanzadas por la norma<sup>97</sup> deberán acordar préstamos por, al menos, el 5% del saldo de sus depósitos del sector privado en pesos de fin de noviembre de 2013.

A diferencia de las etapas anteriores, en esta oportunidad la totalidad del cupo deberá ser acordado a MiPyMEs, a un plazo mínimo de 36 meses, estableciéndose una tasa de interés fija máxima de 17,5% para dicho período. No obstante, en el caso de otorgar préstamos hipotecarios para la compra, construcción o ampliación de viviendas con un plazo mínimo de diez años, y/o financiar proyectos de inversión con destinos específicos<sup>98</sup> a clientes no encuadrados en la definición de MiPyMEs, podrán imputar dichos importes al cupo, por hasta un máximo equivalente al 50% del mismo. Para la última categoría de clientes –empresas no MiPyMEs– la tasa de interés se pactará libremente.

**Gráfico 9.20**  
**Préstamos a Personas Jurídicas en Pesos\***  
(montos acumulados mensualmente)



Asimismo, a fines de febrero el Banco Central dispuso que durante marzo podrá aplicarse hasta el 10% del cupo 2014 de la LCIP al descuento de cheques de pago diferido de MiPyMEs<sup>99</sup> y hasta un 10% adicional durante abril de 2014, no pudiéndose trasladar lo no aplicado en marzo al mes siguiente. La tasa de interés del financiamiento no deberá superar el 17,5% y, si bien no se aplicará el plazo mínimo de 36 meses, el nivel de aplicación alcanzado en abril deberá mantenerse, como mínimo, hasta el 30 de junio de 2014.

La creciente participación de las MiPyMEs en el financiamiento a personas jurídicas constituye una muestra del aporte positivo de la LCIP. Al considerar el flujo de nuevos préstamos otorgados en pesos se verifica que en el último semestre de 2013 las

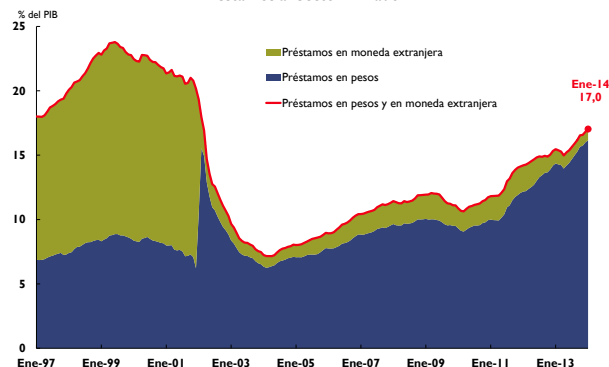
<sup>96</sup> Comunicación A 5516.

<sup>97</sup> Entidades financieras que operen como agentes financieros de los gobiernos Nacional, provinciales, de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y/o municipales y/o cuyo importe de depósitos del sector privado no financiero en pesos (considerando el promedio de los últimos tres meses anteriores al 1.12.13) sea igual o superior al 1% del total de los depósitos del sector privado no financiero en pesos del sistema financiero.

<sup>98</sup> Los destinos son: la ampliación de la capacidad productiva, el incremento del empleo directo y formal, la inversión en bienes de capital, la sustitución de importaciones, la ampliación de la capacidad de exportación, la financiación de obras de infraestructura o exportación de bienes de capital.

<sup>99</sup> Comunicación A 5554.

**Gráfico 9.21**  
**Préstamos al Sector Privado**



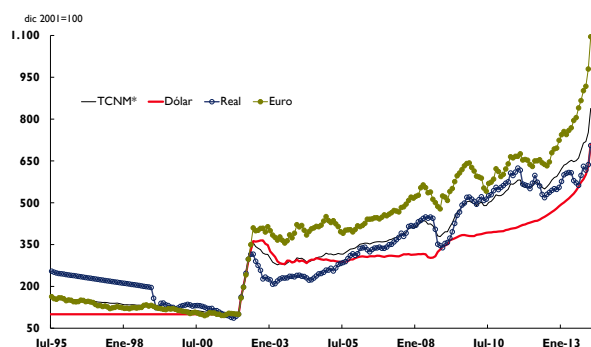
Fuente: BCRA

MiPyMEs obtuvieron aproximadamente un 40% de los montos otorgados a empresas, cuando esta relación alcanzaba a 27% en el primer semestre de 2012, previo a la implementación de la LCIP (ver Gráfico 9.20).

En cuanto al segmento en moneda extranjera, los préstamos al sector privado, destinados fundamentalmente a la prefinanciación de exportaciones, disminuyeron a lo largo de 2013. Cabe señalar que parte de este financiamiento se ha venido canalizando a través de operaciones en moneda local, otorgando un impulso adicional al financiamiento en pesos.

De esta manera, considerando el segmento en pesos y en moneda extranjera, el total de préstamos al sector privado finalizó el 2013 con un crecimiento de 31,2%, lo que le permitió aumentar su peso en relación al tamaño de la economía. En efecto, el *ratio* de préstamos respecto al PIB alcanzó aproximadamente a 16,8% a fin de 2013, mostrando un aumento de 1,5 p.p. en los últimos doce meses y de 5,7 p.p. desde la recuperación iniciada a principio de 2010<sup>100</sup>. En el primer mes de 2014, dicho *ratio* continuó aumentando, hasta ubicarse en torno al 17% (ver Gráfico 9.21).

**Gráfico 9.22**  
**Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral**



\*Tipo de Cambio Nominal Multilateral

Fuente: BCRA

Mediante la publicación de sus Objetivos y Planes para 2014, el Banco Central anticipó que intensificará las líneas de crédito en marcha, como el PFPB y la LCIP, manteniendo su objetivo de impulsar el crédito al sector privado, focalizando su accionar en el financiamiento productivo, de largo plazo y con especial atención a las MiPyMEs y las economías regionales. De esta forma, se espera que los préstamos mantengan un elevado dinamismo, consistente con el comportamiento observado en los últimos períodos, incrementando su *ratio* respecto del PIB. También se espera que las líneas orientadas a la actividad productiva, en pesos y a mayor plazo, ganen participación en el total del crédito al sector privado.

## 9.5 Reservas internacionales y mercado cambiario

Durante el cuarto trimestre de 2013 el peso continuó depreciándose, tanto respecto al dólar estadounidense, como al real y al euro. Las cotizaciones promedio de diciembre de 2013 fueron \$6,32/US\$, \$2,69/Real y \$8,67/€, respectivamente, lo que implicó, un aumento respecto a septiembre de 10,1%,

<sup>100</sup> La relación “préstamos / PIB” es inferior a la denominada “crédito / PIB” ya que en el numerador no se incluye el financiamiento bancario a través de contratos de *leasing* ni los intereses documentados.

6,5% y 13,1%, para cada caso. Considerando un grupo más amplio de socios comerciales, se observa que el Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral aumentó 9,3% en igual período (ver Gráfico 9.22).

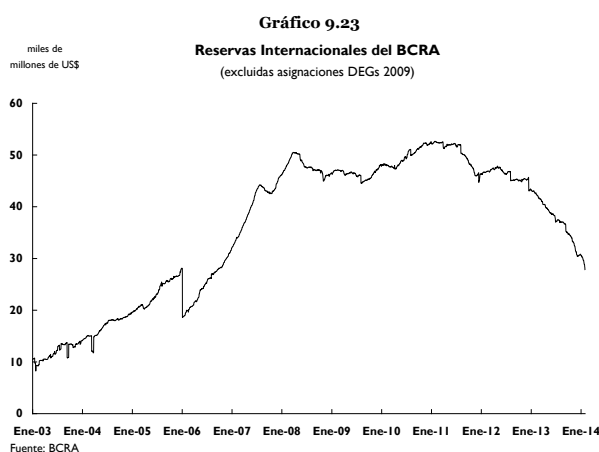
En el trimestre bajo análisis continuaron efectuándose operaciones en los mercados de futuros de tipo de cambio. El monto promedio negociado diariamente en el mercado a futuro (ROFEX) fue de alrededor de \$1.500 millones, similar al del trimestre anterior y un 50% mayor al de la primera mitad del año. A su vez, la depreciación esperada para los próximos meses, implícita en los valores de los contratos, aumentó a lo largo del período.

El BCRA fue vendedor neto en el mercado de divisas por US\$4.947 millones entre octubre y diciembre de 2013, de forma que el saldo de reservas internacionales ascendió a fin de ese año a US\$30.599 millones (ver Gráfico 9.23).

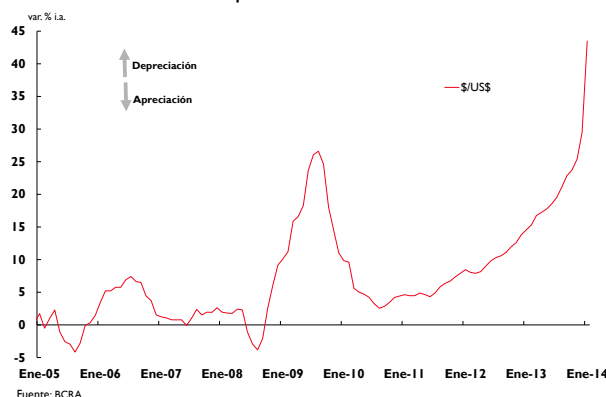
En 2013, las reservas cayeron alrededor de US\$12.700 millones (29,3%). El principal factor de explicación de dicha disminución fue el pago de servicios de deuda pública en moneda extranjera. En tanto, las ventas netas de divisas en el mercado por parte del Banco Central, acumularon US\$5.300 millones.

Dentro de su política de flotación administrada, y en un contexto de marcadas depreciaciones cambiarias en los países emergentes, sobre todo latinoamericanos (ver secciones 2 y 3), y un incremento en la volatilidad a causa de factores domésticos, el Banco Central ha adoptado un grupo de medidas, con el objetivo de equilibrar el mercado cambiario y promover el ahorro en moneda nacional.

Con el fin de normalizar la liquidación de exportaciones y aumentar la oferta neta de divisas, en diciembre el Banco Central comenzó a ofrecer LEBAC en pesos liquidables al tipo de cambio de referencia entre el peso y el dólar estadounidense. Estas letras pueden ser suscriptas únicamente por exportadores del sector cerealero y aceitero que se encuentren registrados en el Registro Único de Operadores de la Cadena Agroalimentaria, y en el Registro de Exportadores e Importadores. Para ello es necesario que hayan liquidado por el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), en el día de la registración del título, moneda extranjera al menos por el equivalente en dólares del monto a suscribir. Los títulos son en pesos, con una madurez de 180 días y una tasa de corte predeterminada de 3,65%. Al vencimiento de



**Gráfico 9.24**  
**Tipo de Cambio Nominal**

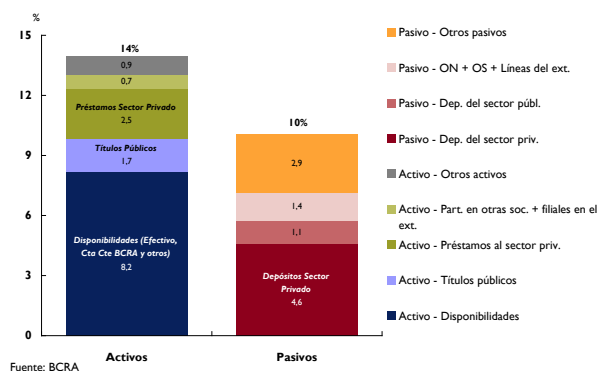


la especie, la liquidación se realizará al valor nominal, aplicando la variación del tipo de cambio de referencia entre la fecha de licitación y de vencimiento. Dentro de las condiciones de emisión las letras podrán ser transferidas una sola vez y su contraparte deberá ser un agente del mismo sector. Asimismo, el BCRA le brinda liquidez a las emisiones incorporando una opción de recompra anticipada, a su valor técnico (valor de emisión más los intereses corridos a la fecha de recompra), pasados los 91 días de la fecha de suscripción. Hasta mediados de febrero hubo colocaciones de estas letras por VN \$2.513 millones.

También, a fin de alentar que los ahorros en dólares del sector privado se mantuviesen bancarizados, en enero el BCRA comenzó a licitar LEBAC denominadas en dólares estadounidenses. Las nuevas especies podrán ser adquiridas por entidades financieras en función de los depósitos a plazo fijo del sector privado en dólares de residentes que capten a partir del 27 de enero de 2014. Los plazos de estas LEBAC serán de 1, 3, 6 y 12 meses, y se licitarán a una tasa de corte predeterminada que va del 2,5% nominal anual para el plazo más corto a 4% para la especie de 12 meses. El plazo al que cada entidad financiera puede participar en la subasta deberá ser similar al plazo de los mencionados depósitos. Asimismo, se determinó que el *spread* entre la tasa que se le paga al depositante y la tasa correspondiente a la Letra registrada por la entidad financiera sea, como máximo, del 0,25% para el plazo a 1 mes, de 0,4% para el de 3 meses, de 0,5% para 6 meses y 0,6% para la LEBAC a 12 meses.

**Gráfico 9.25**  
**Activos y Pasivos en Moneda Extranjera**

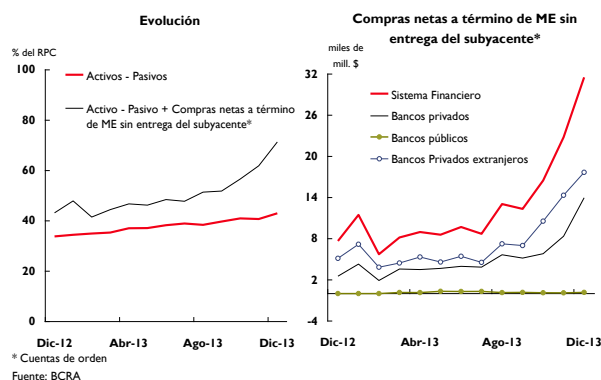
(como % del activo neteado total - pesos y dólares- del balance del sistema financiero a Dic-13)



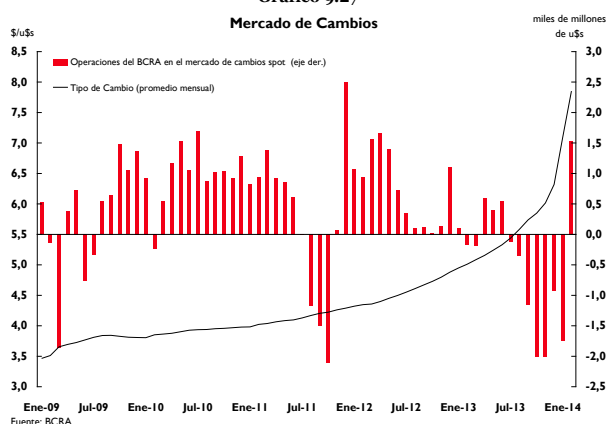
En un contexto internacional menos favorable, en el que la reducción del ritmo de compras de activos de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) indujo reflujo de capitales de países emergentes y con ello correcciones al alza en sus tipos de cambio (Secciones 2 y 3), el BCRA dio lugar a una suba del tipo de cambio, en el marco de su política de flotación administrada (ver Gráfico 9.24). A su vez, permitió que las personas físicas residentes tengan acceso a la formación de activos externos de libre disponibilidad<sup>101</sup>. Complementariamente, la AFIP determinó que estas compras cuenten con un pago a cuenta del impuesto a las ganancias y bienes personales de 20% para aquellas personas que decidan retirar las divisas en efectivo, mientras que no se determinó un pago a cuenta para las que las mantengan depositadas en una cuenta en dólares durante al menos un año.

<sup>101</sup> Comunicación A 5526.

**Gráfico 9.26**  
**Descalce de Moneda Extranjera**



**Gráfico 9.27**  
**Mercado de Cambios**



Finalmente, a principios de febrero el BCRA decidió, mediante la comunicación A 5536, restablecer los límites de la Posición Global Neta (PGN) positiva de moneda extranjera; medida que, al elevar la oferta de divisas y de otros activos denominados en moneda extranjera, contribuyó a estabilizar el tipo de cambio. Se dispuso que la PGN positiva no pueda superar el 30% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) o los recursos propios líquidos, lo que fuere menor. Adicionalmente, se estableció que la PGN positiva de moneda extranjera a término no pueda ser mayor al 10% de la RPC. Esta medida se adoptó en un contexto en el que la participación relativa de las operaciones en moneda extranjera en los balances de las entidades financieras sigue siendo muy baja, dado que, a diferencia de lo que pasaba en la década del noventa, actualmente la intermediación financiera con empresas y familias se realiza principalmente en moneda local. En diciembre pasado los depósitos del sector privado denominados en moneda extranjera sólo representaban 4,6% del fondeo total de las entidades financieras; mientras que a igual fecha los bancos contaban con activos líquidos —disponibilidades— en moneda extranjera por aproximadamente 8,2% de los activos (ver Gráfico 9.25). En este marco de bajos niveles de dolarización de balances, en el último mes de 2013 el descalce positivo amplio de moneda extranjera del conjunto de entidades financieras se ubicó en poco más de 71% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) (ver Gráfico 9.26). Este indicador acumuló un incremento de 28,2 p.p. a lo largo de 2013, desempeño fundamentalmente impulsado por las mayores compras netas a término de moneda extranjera de los bancos privados.

Así, el nivel de reservas internacionales se estabilizó desde finales de enero en torno a US\$28.000 millones, en un contexto en el que el BCRA volvió a ser comprador neto en el mercado de cambios (ver Gráfico 9.27).



## Glosario de Abreviaturas y Siglas

€: Euro

**Acum.:** Acumulado

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

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

**AFIP:** Administración Federal de Ingresos Públicos

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

**AIP:** Aglomerados del Interior del País

**ALADI:** Asociación Latinoamericana de Integración

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

**ASEAN:** Asociación de Naciones del Sudeste Asiático

**AT:** Adelantos Transitorios

**ATN:** Aportes del Tesoro Nacional

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

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

**BCB:** Banco Central de Brasil

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

**BCE:** Banco Central Europeo

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

**BID:** Banco Interamericano de Desarrollo

**BIS:** *Bank for International Settlements* (Banco de Pagos Internacionales)

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

**BNA:** Banco de la Nación Argentina

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

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

**Bonar:** Bono de la Nación Argentina

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

**CABA:** Ciudad Autónoma de Buenos Aires

**Call:** Tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil del mercado interfinanciero no garantizado

**CCBCRA:** Cuenta Corriente del Banco Central de la República Argentina

**CCIF:** Consumo Individual por Finalidades

**CDS:** *Credit Default Swaps*

**CEDIN:** Certificados de Depósitos para la Inversión

**CEMBI:** *Corporate Emerging Market Bond Index*

**CEPAL:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe

**CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia

**CFI:** Consejo Federal de Inversiones

**CIADI:** Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones

**CNUDMI-UNCITRAL:** Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional

**CNV:** Comisión Nacional de Valores

**Contrib.:** Contribución

**COPOM:** Comité de Política Monetaria Del Banco Central de Brasil

**Cta. Cte.:** Cuenta Corriente

**DEG:** Derecho Especial de Giro

**DGA:** Dirección General de Aduanas

**DPN:** Deuda Pública Nacional

**e:** Estimado

**EE.UU.:** Estados Unidos

**EFNB:** Entidades Financieras No Bancarias

**EMAE:** Estimador Mensual de Actividad Económica

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

**EMEA:** Europa emergente, medio oriente y África

**EMI:** Estimador Mensual Industrial

**ENARSA:** Empresa Energía Argentina S.A.

**ENGH:** Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares

**ENRE:** Ente Nacional Regulador de la Electricidad

**EPH:** Encuesta Permanente de Hogares

**excl.:** Excluyendo

**Fannie Mae:** *Federal National Mortgage Association*

**Fed:** Reserva Federal de los Estados Unidos

<b>FFS:</b> Fondo Federal Solidario	<b>IPMP:</b> Índice de Precios de las Materias Primas
<b>FGS:</b> Fondo de Garantía de Sustentabilidad	<b>IPP:</b> Índice de Precios al Productor
<b>FIEL:</b> Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas	<b>ISAC:</b> Índice Sintético de Actividad de la Construcción
<b>FMI:</b> Fondo Monetario Internacional	<b>IVA DGA:</b> Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas
<b>FOB:</b> <i>Free on Board</i> (puesto a bordo)	<b>IVA DGI:</b> Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos
<b>FOMC:</b> Comité Federal de Mercado Abierto	<b>IVA:</b> Impuesto al Valor Agregado
<b>Freddie Mac:</b> <i>Federal Home Loan Mortgage Corporation</i>	<b>kg:</b> Kilogramo.
<b>FSAP:</b> <i>Financial Sector Assessment Program</i>	<b>Latam:</b> <i>Latin America (América latina)</i>
<b>FSIA:</b> Ley de inmunidades soberanas de los Estados Unidos.	<b>LCIP:</b> Línea de Créditos para la Inversión Productiva
<b>G-7:</b> Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Canadá	<b>LEBAC:</b> Letras del Banco Central (Argentina)
<b>GBA:</b> Gran Buenos Aires	<b>LEI:</b> <i>Legal entity identifier</i>
<b>GMF:</b> <i>Government Managed Funds</i> (Fondos Administrados por el Gobierno)	<b>LGFV:</b> <i>Local Government Financial Vehicles</i> (Vehículos de Financiamiento de Gobiernos Locales)
<b>GNL:</b> Gas natural licuado	<b>LIBOR:</b> <i>London InterBank Offered Rate</i>
<b>ha:</b> Hectárea	<b>LTRO:</b> <i>Long Term Refinancing Operations</i>
<b>i.a.:</b> Interanual	<b>M.A.E.:</b> Mercado Abierto Electrónico
<b>IAMC:</b> Instituto Argentino de Mercado de Capitales	<b>M2:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$
<b>IBIF:</b> Inversión Bruta Interna Fija	<b>M3*:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$
<b>ICA:</b> Intercambio Comercial Argentino	<b>M3:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$
<b>ICC:</b> Índice del Costo de la Construcción	<b>MAGREB:</b> Argelia, Libia, Marruecos, Mauritania y Túnez.
<b>ICDB:</b> Impuesto a los Créditos y Débitos Bancarios	<b>MAGyP:</b> Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca
<b>ICDCB:</b> Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias	<b>Max:</b> Máximo
<b>IED:</b> Inversión Extranjera Directa	<b>MEDE:</b> Mecanismo Europeo de Estabilidad
<b>IFI:</b> Instituciones Financieras Internacionales	<b>MEE:</b> Mecanismo de Estabilidad Europeo
<b>INDEC:</b> Instituto Nacional de Estadística y Censos	<b>MEM:</b> Mercado Eléctrico Mayorista
<b>IOF:</b> Impuesto sobre las Operaciones Financieras	<b>Mercosur:</b> Mercado Común del Sur
<b>IOSCO:</b> Organismo que establece los estándares para el mercado de capitales	<b>MERVAL:</b> Mercado de Valores de Buenos Aires
<b>IPC GBA:</b> Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires	<b>MEyFP:</b> Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
<b>IPC Nacional:</b> Índice de Precios al Consumidor Nacional	<b>mill.:</b> Millones
<b>IPCA:</b> Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)	<b>Mín.:</b> Mínimo
<b>IPCNu:</b> Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano	<b>MIPyMEs:</b> Micro, Pequeñas y Medianas Empresas
<b>IPI:</b> Índice de Precios Implícitos	<b>MOA:</b> Manufacturas de Origen Agropecuario
<b>IPIB:</b> Índice de Precios Internos Básicos	<b>MOI:</b> Manufacturas de Origen Industrial
<b>IPIM:</b> Índice de Precios Internos al Por Mayor	

**MRO:** *Main Refinancing Operations*

**MSCI EM:** *Morgan Stanley Capital International Emerging Market Index*

**MSCI:** *Morgan Stanley Capital International Index*

**MTEySS:** Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

**MULC:** Mercado Único y Libre de Cambios

**NAFTA:** *North American Free Trade Agreement* (Tratado de Libre Comercio de América del Norte)

**NAHB:** *National Association of Home Builders* (Asociación Nacional de Constructores de Viviendas)

**NEA:** Noreste Argentino

**NOA:** Noroeste Argentino

**NOBAC:** Notas del Banco Central (Argentina)

**OCDE:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

**OJF:** Orlando J. Ferreres & Asociados S.A.

**OMC:** Organización Mundial de Comercio

**OMT:** *Outright Monetary Transactions program*

**ON:** Obligaciones Negociables

**ONCCA:** Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario

**OTC:** *Over the counter*

**Overnight Index Swap:** Contratos de *swap* de tasas con tasa *fed funds* como subyacente

**p.b.:** Puntos básicos

**p.p.:** Puntos porcentuales

**p:** Proyectado

**PAD:** Prestación Anticipada por Desempleo

**PAMI:** Obra Social para Jubilados y Pensionados

**PBoC:** Banco Popular de China

**PEA:** Población Económicamente Activa

**PF:** Plazo Fijo

**PFPB:** Programa de Financiamiento del Bicentenario

**PGN:** Posición Global Neta

**PIB:** Producto Interno Bruto

**PII:** Proyección de Inversión Internacional

**PMI:** *Purchasing Managers' Index*

**PN-13:** Presupuesto Nacional 2013

**PNC:** Pensiones No Contributivas

**PP:** Productos primarios

**PPA:** Paridad de Poder Adquisitivo

**PPS:** Piso de Protección Social

**PRO.CRE.AR:** Programa de Crédito Argentino

**PRO.GRE.SAR:** Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina

**Prom. móv.:** Promedio móvil

**Prom.:** Promedio

**Prov.:** Provincia

**PyMEs:** Pequeñas y Medianas Empresas

**QE:** *Quantitative easing*

**QFII:** *Qualified Foreign Institutional Investor*

**R\$:** *Real*

**REM:** Relevamiento de Expectativas de Mercado

**REPO:** *Repurchase Agreement* (Operación de Recompra)

**Res:** Resolución

**ROES:** Registro de operaciones de exportación

**ROFEX:** Mercado a Término de Rosario

**RPC:** Responsabilidad Patrimonial Computable

**RQFII:** *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor*

**Rueda REPO:** Tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil entre entidades financieras en el mercado garantizado

**S.A:** Sociedad Anónima

**s.e.:** Serie sin estacionalidad

**Sec.:** Secretaría

**SEDLAC:** *Socio-Economic Database for Latin America and the Caribbean*

Seg.: Seguro

**SELIC:** *Sistema Especial de Liquidação e Custodia* (Tasa de referencia de Brasil)

**Sem:** Semana

**SIPA:** Sistema Integrado Previsional Argentino

**SPNF:** Sector Público Nacional no Financiero

**SRF:** Single Resolution Fund

**SRM:** Single Resolution Mechanism

**SSM:** *Single Supervision Mechanism* (organismo unificado de supervisión bancaria)

**Swap OIS:** *Overnight Index Swap* (Contratos de *swap* de tasas con tasa *fed funds* como subyacente)

**Tapering:** Retirada progresiva de estímulos en la economía norteamericana

**TCNM:** Tipo de Cambio Nominal Multilateral

**tn.:** Tonelada

**TN:** Tesoro Nacional

**TNA:** Tasa Nominal Anual

**Trans.:** Transferencias

**Treasuries:** Bonos del tesoro de Estados Unidos

**Trim.:** Trimestral / Trimestre

**UCI:** Utilización de la capacidad instalada

**UE:** Unión Europea

**US\$:** Dólares Americanos

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

**Var.:** Variación

**VN:** Valor nominal

**Vol.:** Volumen

**WBES:** *World Business Environment Survey*

**WMP:** *Wealth Management Products* (Productos de Gestión de Riqueza)

**WTI:** *West Texas Intermediate*

**YPF SA:** Yacimientos Petrolíferos Fiscales Sociedad Anónima