

Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Febrero de 2015



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Febrero de 2015



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe Macroeconómico y de Política Monetaria
Febrero de 2015**

ISSN 2313-9498
Edición electrónica

Fecha de publicación | Febrero de 2015

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

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

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, para guiar sus decisiones de política económica el BCRA realiza un seguimiento continuo de la dinámica coyuntural y de las tendencias estructurales de la economía nacional. A tal fin, el Banco presenta diversas publicaciones que reflejan parte de sus análisis entre las que se encuentra el **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria**.*

*Como en ediciones anteriores, el **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** incorpora al inicio 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 el Informe divide el análisis en distintos capítulos que son: Contexto Internacional, Actividad Económica, Condiciones Socio-económicas, Sector Externo, Finanzas Públicas, Precios, Mercados Financieros y Política Monetaria.*

Buenos Aires, 27 de febrero de 2015.

Contenido

Pág. 5 | 1 Síntesis Ejecutiva

Pág. 13 | 2 Contexto Internacional

Pág. 28 | Apartado 1 / Factores estructurales y coyunturales detrás de la reciente caída del precio internacional del petróleo

Pág. 33 | 3 Actividad Económica

Pág. 44 | Apartado 2 / El Índice de Riqueza Inclusiva

Pág. 47 | 4 Condiciones Socio-económicas

Pág. 54 | 5 Sector Externo

Pág. 63 | Apartado 3 / Campaña Agrícola 2014/15

Pág. 65 | 6 Finanzas Públicas

Pág. 75 | 7 Precios

Pág. 87 | 8 Mercados Financieros

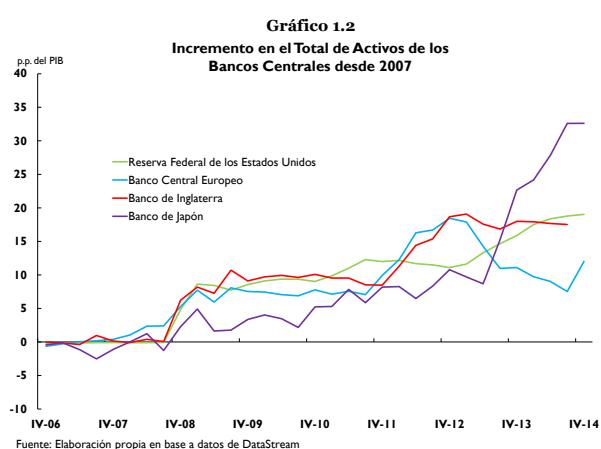
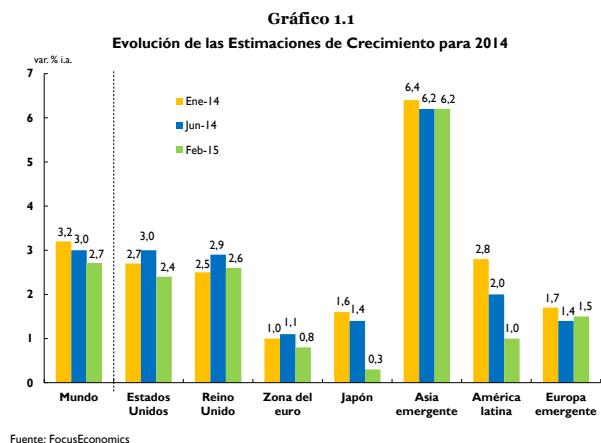
Pág. 99 | Apartado 4 / Fases recientes de la política monetaria global

Pág. 102 | 9 Política Monetaria

Pág. 114 | Apartado 5 / Objetivos y planes del Banco Central para 2015

Pág. 116 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

1 Síntesis Ejecutiva



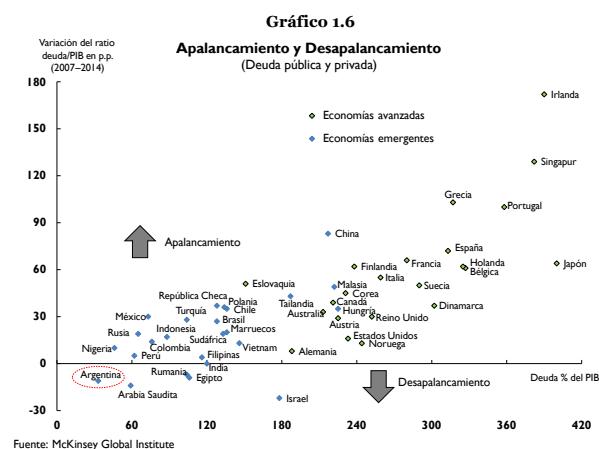
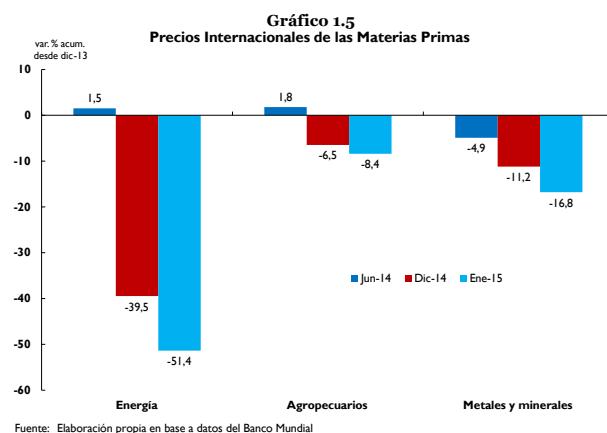
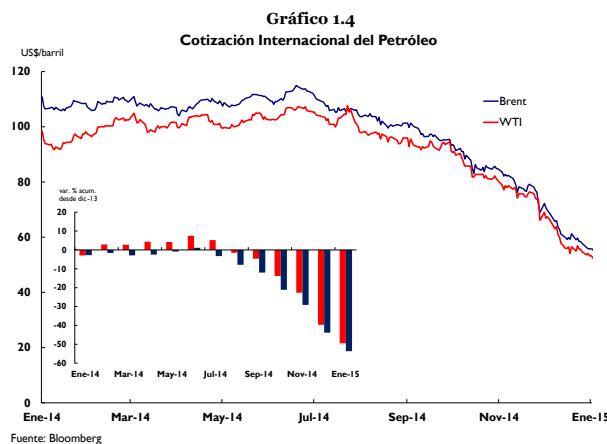
En 2014 el crecimiento mundial se ubicó levemente por debajo del 3% y de las perspectivas vigentes a comienzos de ese año. La menor expansión respecto de las proyecciones iniciales se debió tanto al desempeño de los países avanzados como al de los emergentes. Para estos últimos, la moderación fue generalizada; aquellos países con mayor dependencia del financiamiento externo y los exportadores netos de materias primas fueron los más afectados dado el contexto financiero volátil y la caída de los precios de las materias primas.

Diversos factores determinaron una mayor volatilidad financiera internacional, que se incrementó hacia fines de 2014 y principios de 2015. Entre ellos se cuentan: el sesgo diferenciado que comenzaron a mostrar las políticas aplicadas por los principales bancos centrales en respuesta a las divergentes trayectorias económicas —con expectativas cambiantes respecto al momento y la intensidad de las medidas a ser tomadas—; las dudas sobre el crecimiento de países de mayor tamaño, como China y la incertidumbre generada por diferentes conflictos geopolíticos —en Medio Oriente y tensiones entre Rusia y Ucrania—, entre otros factores.

A lo largo de 2014 se evidenció una apreciación generalizada del dólar, que se mantuvo a comienzos del presente año, asociada, entre otras causas, al sesgo de la política monetaria de los Estados Unidos. El valor del dólar respecto de una canasta de monedas de economías desarrolladas cerró 2014 con un avance cercano al 10%. En tanto, en relación al valor promedio simple de las monedas de los países emergentes, el dólar se apreció cerca de 16% en igual período.

A partir del segundo semestre de 2014 se produjo una caída en el precio del petróleo y, en mayor o menor medida, en el resto de las materias primas. Esta notable correlación muestra la existencia de ciertos factores globales comunes a la dinámica del precio de los *commodities*. Ellos incluyen: la apreciación del dólar estadounidense y la “financiarización” de los productos primarios, que convierte a estos bienes en activos de inversión sujetos a mayor influencia de las tasas de interés. Para el caso de los productos industriales, se sumó una menor demanda fruto del débil desempeño económico global. En tanto que la oferta récord para los principales granos adicionó mayores presiones a la baja sobre las cotizaciones agrícolas, previéndose para 2015 un valor promedio inferior al observado el año previo.

La disminución de casi el 50% del precio internacional del petróleo a partir del segundo semestre de



2014 se constituyó como nuevo factor de incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial. La sobreoferta global sería un elemento muy importante para explicar una caída aún superior que la del resto de las materias primas. Distintos análisis tienden a diferir respecto de cuál puede ser el efecto final esperable. Por un lado, hay un estímulo al consumo por la caída de los precios relacionados con los *commodities* que impulsaría la actividad económica de los países importadores netos de estos productos. Pero también se podrían agudizar los incipientes fenómenos deflacionarios observados en varias naciones avanzadas. De esta forma, la expectativa de tasas reales de interés crecientes sería un factor que desestimularía el crecimiento en esas economías.

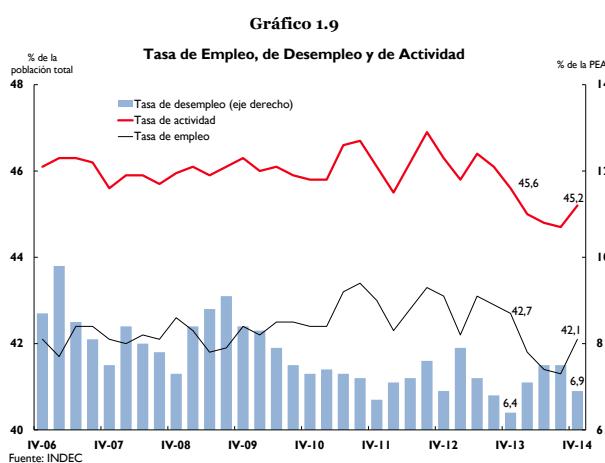
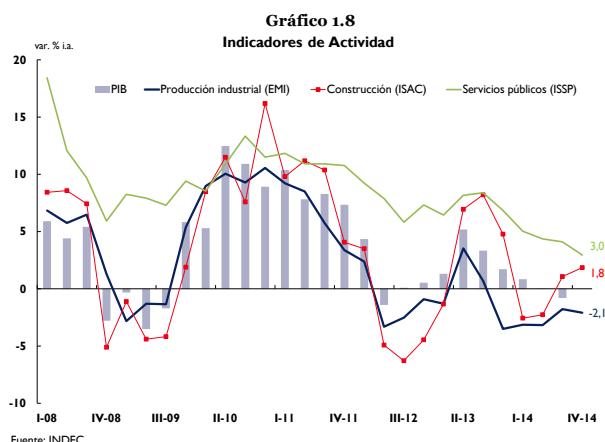
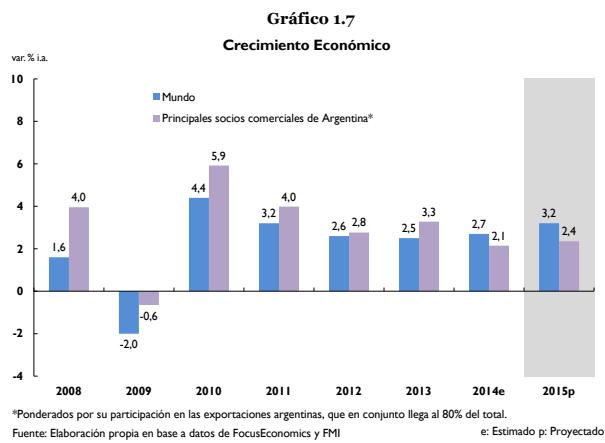
Por otro lado, la retracción generalizada de los precios de las materias primas afectaría a la actividad económica de los países productores.

Si bien las perspectivas de crecimiento global para 2015 se fueron revisando a la baja, las estimaciones aún suponen cierta recuperación respecto del año previo, al pasar el PIB mundial de crecer 2,7% en 2014 a 3,2%. Más allá de que la caída del precio del petróleo pueda estimular marginalmente la expansión, diversos factores hacen prever un entorno de cautela en las decisiones de consumo e inversión a nivel global.

Además de la asincronía de la política monetaria y de la incidencia heterogénea de las cotizaciones de las materias primas entre países, dentro de los hechos condicionantes al desenvolvimiento económico mundial se destacan la evolución de los países periféricos de la zona del euro y su impacto sobre los mercados financieros. Con respecto a los emergentes, el foco estará puesto en el desempeño económico en los países de gran porte —como China, Rusia y Brasil—, los mercados de deuda soberana y corporativa y las tensiones geopolíticas. En este marco, no se descarta la materialización de episodios de alta volatilidad con cambios abruptos en los mercados de bonos soberanos y corporativos; ello en un contexto en el que el alto y creciente nivel de endeudamiento de algunas naciones avanzadas y emergentes constituye un riesgo sobre la estabilidad financiera global.

Para el conjunto de los principales socios comerciales de Argentina se prevé una expansión de 2,1%: si bien significa un crecimiento similar al de 2014, continuaría siendo menor al observado durante los demás años posteriores a la profundización de la crisis financiera internacional de 2008 y 2009.

En Argentina, la actividad económica disminuyó ligeramente en el tercer trimestre (-0,8% interanual —i.a.—). Este desempeño fue consecuencia del dete-



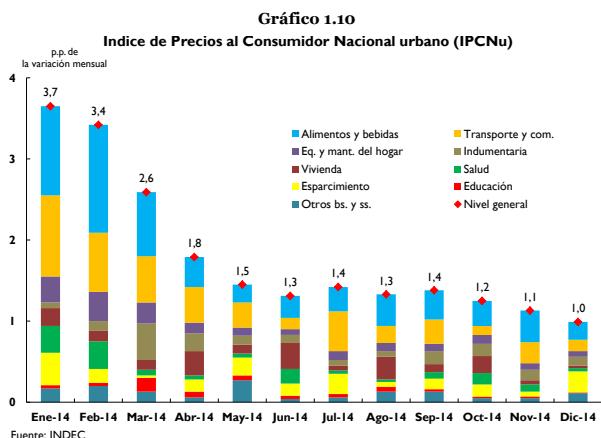
rior de la demanda externa, principalmente desde Brasil, y del menor gasto interno, destinado tanto al consumo como a la inversión. La producción de bienes disminuyó 1,3% i.a. en ese lapso en un contexto de crecimiento del sector agropecuario, estabilización de la construcción y caída de la industria —en particular del sector automotor—. Los servicios ralentizaron su suba, afectados por la reducción en la actividad comercial y en el transporte.

Las estadísticas sectoriales para el cuarto trimestre dan cuenta de un aumento de la actividad en la construcción de 1,8% i.a. y en el sector agropecuario —fundamentalmente a partir de los resultados de la cosecha de trigo correspondiente al ciclo 2014/15—. La industria continuó en baja (-2,1% i.a.), mientras que la oferta de servicios se mantuvo en alza, al crecer 3% i.a. entre octubre y diciembre. Como resultado, la producción de bienes y servicios se mantuvo en 2014 en niveles similares a los del año previo.

El menor dinamismo de la actividad económica afectó al mercado laboral. En el cuarto trimestre de 2014 la Tasa de desocupación en los 31 aglomerados urbanos se ubicó en 6,9% de la Población Económicamente Activa. De este modo, se elevó 0,5 puntos porcentuales (p.p.) en relación a la tasa observada en igual período del año anterior, en un marco en el que también se verificó una retracción de las tasas de actividad y de empleo.

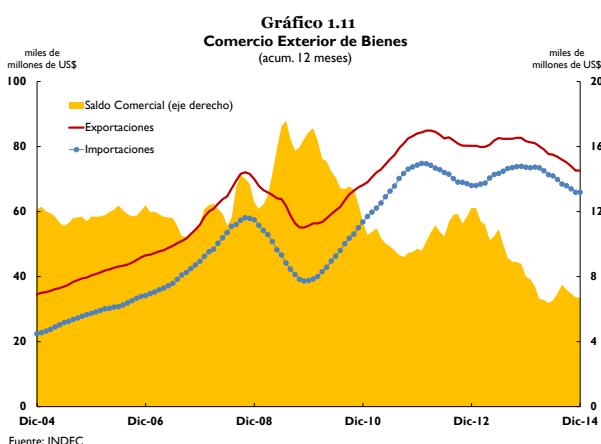
Producto de acuerdos salariales que implicaron porcentajes de aumentos superiores a los del año previo, los salarios se elevaron 34% a fines de 2014, 8 p.p. por encima del alza registrada en igual período de 2013. Los ingresos de los hogares se vieron favorecidos también por la continuidad de las políticas destinadas a los sectores de menores recursos y la implementación de medidas para brindar condiciones crediticias más favorables para las familias.

Los precios moderaron su ritmo de incremento a lo largo del segundo semestre de 2014. Sobre esta dinámica incidieron, entre otras causas, la política monetaria, la menor volatilidad cambiaria y el estímulo crediticio promovido por el Banco Central destinado a ampliar la oferta de bienes y servicios. También influyeron, entre otros factores, el Plan de Precios Cuidados y la disminución de las valors de las materias primas, en un marco de moderado desempeño de la actividad económica. El Índice de Precios Implícitos del PIB se elevó 28,9% i.a. durante el tercer trimestre de 2014, 1,3 p.p. menos que lo observado entre abril y junio. Los precios mayoristas, minoristas y los costos de la construcción, redujeron su tasa de incremento mensual a lo largo del segundo semestre. Particularmente, el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU) si-

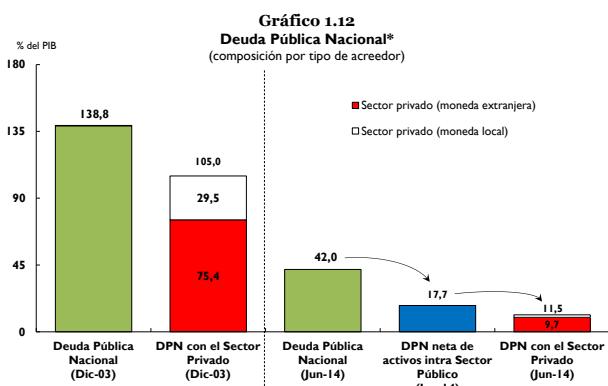


guió desacelerándose, alcanzando una tasa de crecimiento mensual anualizada para el promedio del cuarto trimestre de 14,3%. El indicador registró una suba interanual de 23,9% a fines de 2014, explicada en gran parte por la evolución de los precios de los Alimentos y bebidas dada su elevada participación en la canasta, y del rubro Transporte y comunicaciones.

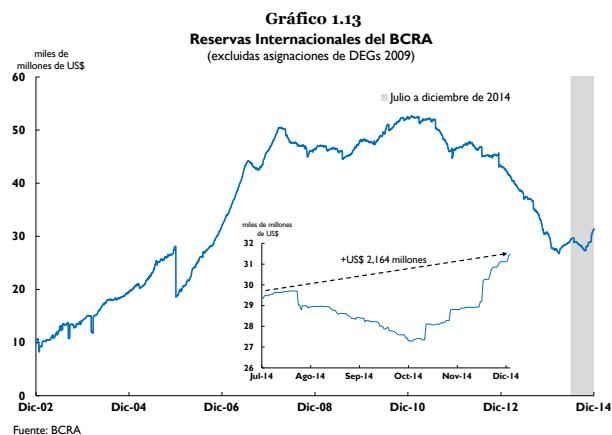
Los flujos de comercio exterior de Argentina continuaron exhibiendo una tendencia descendente en el segundo semestre de 2014. Las exportaciones finalizaron 2014 en torno a US\$72.000 millones (-11,9% i.a.); reflejando en mayor medida una merma en las cantidades; afectados en parte por la menor demanda de Brasil. Las importaciones totalizaron alrededor de US\$65.200 millones (-11,4% i.a.), comportamiento parcialmente vinculado a la trayectoria de la actividad económica. El superávit comercial —según el Comunicado del Intercambio Comercial Argentino del INDEC— fue de US\$6.686 millones en 2014.



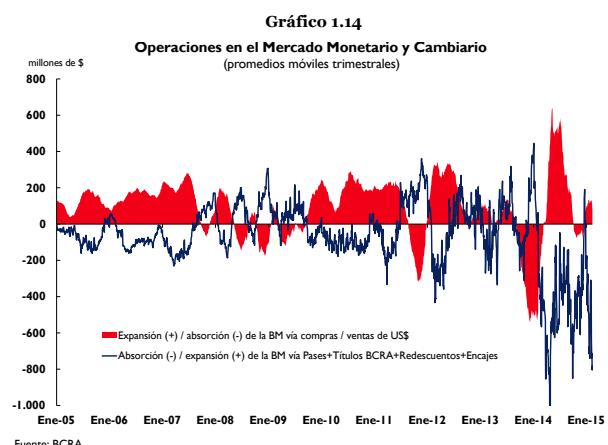
La Recaudación Tributaria Nacional creció 36% i.a. en 2014, debido principalmente a los gravámenes ligados al mercado interno y al tipo de cambio. El gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) aumentó en torno al 43% i.a., tasa similar a la del incremento del total de los ingresos. Las erogaciones fueron mayormente impulsadas por las Transferencias corrientes al sector privado (que incluyen las asignaciones familiares y los subsidios) y las Prestaciones previsionales. Los resultados primario y financiero del SPNF se estiman en -0,9% y -2,6% del PIB en 2014, respectivamente.



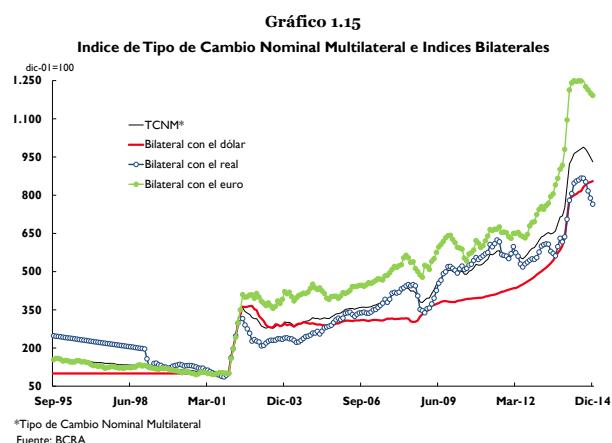
Durante 2014, el Tesoro Nacional (TN) siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mayormente con fuentes provenientes del resto del sector público; sin embargo, se destaca que, a diferencia de otros años, se realizaron colocaciones en el mercado local por unos \$36.000 millones. El TN continuó normalizando sus deudas: se instrumentó la compensación a la empresa REPSOL por los pasivos originados en la expropiación del 51% de las acciones de YPF y se reestructuró la deuda elegible en el marco del Club de París. En lo que respecta a la situación de la deuda no ingresada a los Canjes 2005 y 2010, se sancionó la Ley 26.984 de Pago Soberano Local de la Deuda Exterior y de Reestructuración de la Deuda Pública Nacional que autorizó la adopción de medidas para disponer de un nuevo agente fiduciario para la distribución de fondos de los bonos reestructurados y abrió la posibilidad de que se realicen nuevos canjes. Más recientemente, en febrero de 2015 un tribunal británico (la English High Court of Justice) en una causa iniciada contra el Bank of New York Mellon (BONY) por tenedores de bonos argentinos en euros correspondientes a deuda argentina



Fuente: BCRA



Fuente: BCRA



*Tipo de Cambio Nominal Multilateral
Fuente: BCRA

Fuente: BCRA

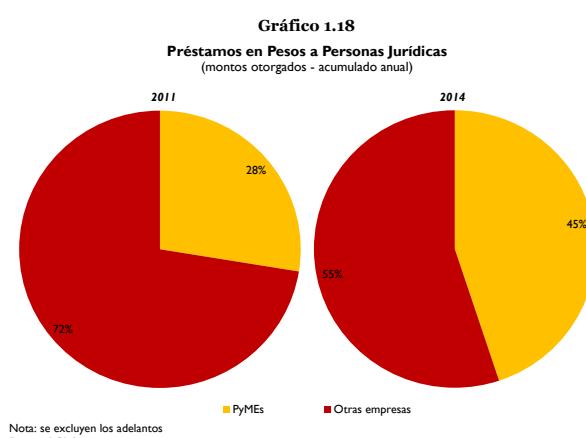
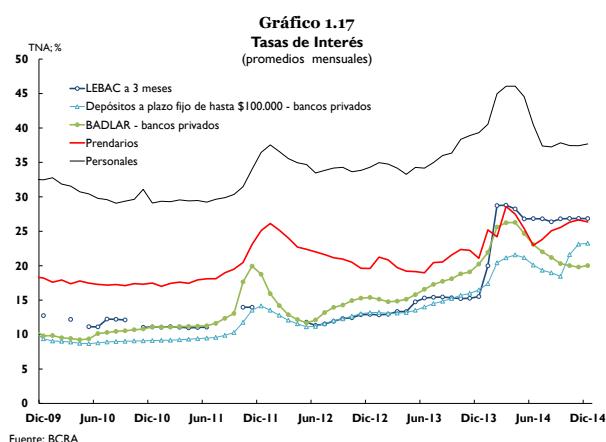
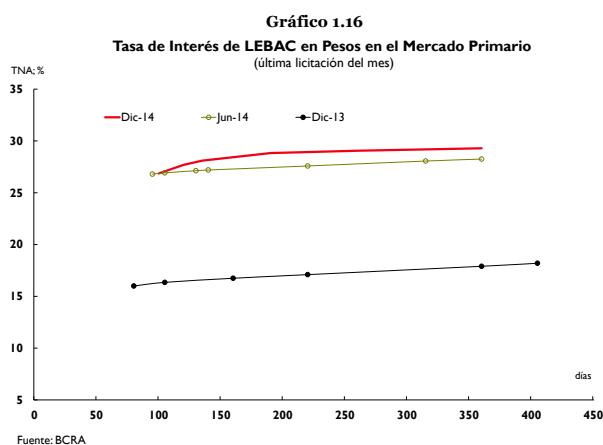
reestructurada declaró la aplicabilidad del derecho inglés a dichos bonos en euros, de acuerdo a lo estipulado en el contrato. Además, se instrumentaron dos operaciones de canje (del BONAR \$ 2014 a inicios de 2014 y del BODEN US\$ 2015 en diciembre) y la opción de cancelación anticipada del BODEN US\$ 2015.

La Deuda Pública Nacional sumó US\$198.863 millones a junio de 2014 —última información disponible— elevándose 7,5 p.p. del PIB hasta 42,0%, principalmente debido a la caída del Producto medido en dólares corrientes. Desde una perspectiva de mediano plazo, la deuda del sector público mantiene características financieras sólidas: considerando la proporción en manos de acreedores privados —de mayor riesgo de refinanciación— la deuda pasó de ser 105% del PIB a fines de 2003 a tan sólo 11,5% en la actualidad (de los cuales 9,7 p.p. del Producto corresponden a obligaciones denominadas en moneda extranjera).

A lo largo del segundo semestre de 2014 el Banco Central de la República Argentina (BCRA) continuó: 1) regulando la liquidez para estabilizar el mercado monetario y cambiario; 2) estimulando el crédito orientado al sector productivo y a las familias –en condiciones más favorables para éstas-; y 3) promoviendo el ahorro en pesos y la bancarización, con énfasis en los pequeños ahorristas.

En el marco de su política cambiaria de flotación administrada, el Banco Central pasó de ser vendedor a ser comprador neto en el mercado de cambios, revertiendo la dinámica del año anterior. Adquirió divisas en el mercado por US\$1.350 millones en el segundo semestre de 2014 y US\$5.860 millones en todo el año, siendo estas compras el principal factor de variación de las reservas internacionales, que ascendieron a los US\$31.443 millones a fin de diciembre pasado (+US\$843 millones i.a.). El BCRA dispuso una nueva modificación de la Posición Global Neta de moneda extranjera de las entidades financieras: a partir de septiembre pasado no puede superar el 20% de la Responsabilidad Patrimonial Computable o de los recursos propios líquidos, lo que fuere menor.

La expansión monetaria generada en 2014 por las compras de divisas del Banco Central y por las operaciones del sector público resultó esterilizada mayoritariamente mediante la colocación de títulos del Banco Central. A través de su política de esterilización, el BCRA redujo sustancialmente las presiones en el mercado monetario, dando lugar a un crecimiento de los agregados consistente con las necesi-



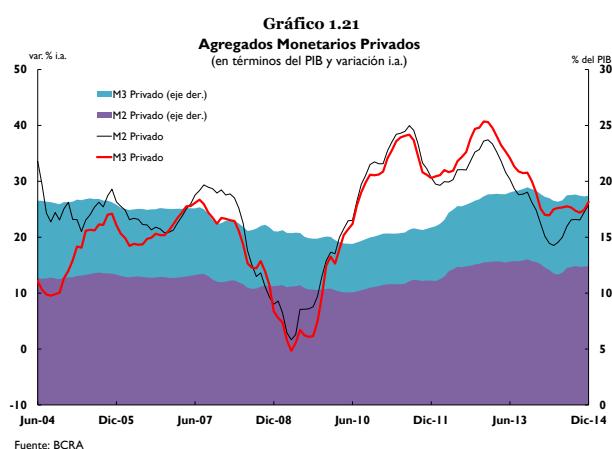
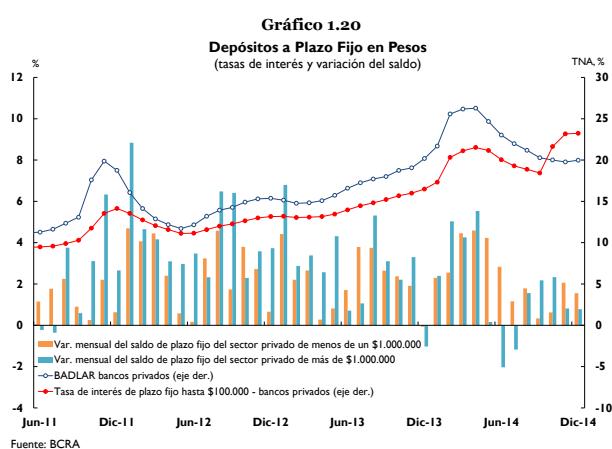
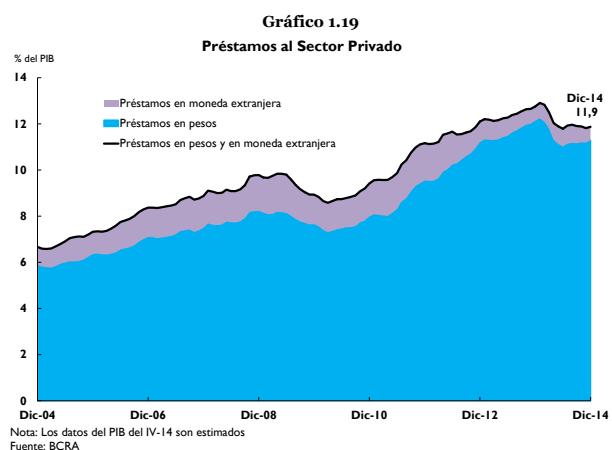
dades de la economía. El manejo coordinado de los instrumentos de política financiera permitió ir disipando las expectativas negativas y llegar a fin de año con un panorama financiero estabilizado. A ello contribuyó, en una parte, la puesta en marcha de una supervisión integral, coordinada con otros organismos públicos que dio mayor transparencia al mercado cambiario y, junto con las medidas ya mencionadas, acotó la volatilidad y generó una significativa baja en el tipo de cambio en los mercados marginales.

Por otra parte, a partir de octubre de 2014 se activó el acuerdo de *swap* de monedas locales con el Banco Central de la República Popular de China. Dicho acuerdo permite al BCRA solicitar intercambios por hasta un máximo cercano a US\$11.000 millones, lo que representa un respaldo para implementar su política financiera, cambiaria y monetaria.

También en el segundo tramo del año pasado el Banco Central aumentó sus tasas de interés de pase para disminuir la volatilidad de las tasas de corto plazo. Las tasas de interés de los pases pasivos se incrementaron entre 4 p.p. y 4,5 p.p., hasta 13% y 14% para los plazos de 1 y 7 días, respectivamente. A su vez, las de los pases activos subieron entre 5 p.p. y 6 p.p., a 16%, 17% y 20%, para los plazos de 1,7 y 60 días, respectivamente. Por su parte, se empinó la curva de las tasas de interés de las Letras que coloca el BCRA en el mercado primario: mientras que las tasas de interés colocadas a tasa predeterminada –a plazos de 100 días y 120 días– se mantuvieron en 26,9% y 27,7%, respectivamente; la tasa de interés de la especie adjudicada con mayor madurez, a 360 días de plazo, se situó en 29,3%. Los niveles de las tasas de interés de los mercados interfinancieros se adecuaron a los valores establecidos por el BCRA.

El Banco Central, en cumplimiento del mandato de estimular el desarrollo con equidad social, promovió el incremento de la capacidad productiva de la economía a través del crédito y de condiciones financieras más ventajosas para los préstamos a las familias.

En el marco de la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP), desde el momento de su lanzamiento y hasta noviembre de 2014 se acordaron préstamos por aproximadamente \$106.000 millones. Dado que los fondos correspondientes a esta línea mayoritariamente se asignaron a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs), éstas ganaron participación en el total de los créditos a empresas: las PyMEs recibieron el 45% de los fondos en 2014, frente a 28% en 2011.



De manera complementaria, en el segundo semestre del año pasado se realizaron dos licitaciones en el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB), a través de las cuales se adjudicaron \$311 millones. Así, el total de recursos adjudicados desde el comienzo de esta línea, a mediados de 2010, ascendió a \$8.191 millones, habiéndose desembolsado alrededor del 80% de los fondos.

Otra iniciativa orientada a estimular el financiamiento al sector productivo y en especial a las MiPyMEs, fue la disminución de los encajes, a partir de marzo de 2014, por un importe equivalente al 16% de las financiaciones que hayan sido acordadas a MiPyMEs a partir del 1 de enero de 2014 y con un plazo mayor a cinco años. Esta reducción también incluyó a aquellas entidades financieras no comprendidas en la LCIP pero que otorgan financiaciones a MiPyMEs con las mismas condiciones establecidas bajo esta línea. La medida se suma a la reducción de la exigencia de encajes en pesos en función de la participación del crédito a estas empresas de menor tamaño sobre el total de préstamos al sector privado de cada entidad, que comenzó a regir en diciembre de 2012.

En junio de 2014 el BCRA dispuso un régimen de tasas de interés máximas para préstamos a personas físicas, esencialmente personales y prendarios automotores, con el propósito de limitar el costo del crédito. Así, las tasas de interés que pagan las familias por los créditos se redujeron 7 p.p. entre mayo y julio de 2014 y luego se estabilizaron, a la vez que desde que la medida se implementó los préstamos personales aceleraron su ritmo de suba mensual, al pasar de un promedio mensual de 1,4% en el primer semestre a 2,3% en el segundo semestre de 2014.

Las políticas de estímulo al crédito ayudaron a que el total de préstamos al sector privado —considerando el segmento en pesos y en moneda extranjera— siguiera creciendo en 2014 (en torno a 20%), alcanzando un ratio respecto al PIB cercano a 12%.

Con el objetivo de favorecer el ahorro en pesos de los inversores más pequeños, en el segundo semestre del año el BCRA estableció valores mínimos para las tasas de interés que reciben las familias por sus depósitos a plazo siempre y cuando el total de dichas colocaciones por persona física en la entidad no supere al seguro de garantía de los depósitos, que se elevó desde \$120.000 hasta \$350.000 por titular. A partir de la vigencia de esta medida las tasas de interés por dichos depósitos se elevaron y sus saldos se fortalecieron, abarcando el 70% del alza del último bimestre de las colocaciones privadas a plazo. Así, estos depósitos de menos de \$1 millón crecieron

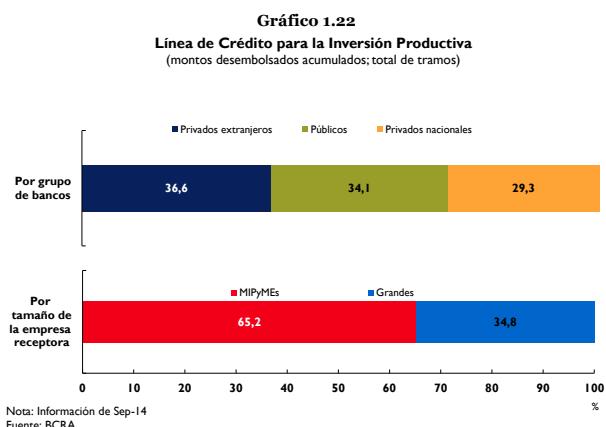
32% i.a. a fines de 2014, por encima del alza de las colocaciones de más de \$1 millón (+24% i.a.).

Este desempeño de los depósitos a plazo del sector privado, conjuntamente con lo evidenciado por los medios de pago, llevó a que los agregados monetarios en pesos ganaran dinamismo hacia fines de 2014 —luego de mantener estable su ritmo de aumento durante la mayor parte de ese año—. De esta forma, el agregado en pesos más amplio del sector privado (M3 Privado) finalizó 2014 con un alza de 26,3% i.a., representando cerca del 19% del PIB. Este incremento del M3 es superior al registrado por el IPCNu e inferior al de otras variables nominales como los salarios.

También el BCRA dispuso medidas para incentivar una mayor oferta bancaria y la ampliación del servicio a zonas de menor desarrollo.

Dando cumplimiento a lo establecido en el artículo 42 de la Carta Orgánica, a fines de 2014 el BCRA presentó sus objetivos y planes respecto del desarrollo de las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria para el año 2015. En el documento publicado se explica que durante el año que acaba de comenzar, la política del Banco Central: i) administrará la liquidez de acuerdo con las necesidades de la economía; ii) mantendrá el régimen de flotación administrada del tipo de cambio interviniendo en el mercado para reducir la excesiva volatilidad y evitar sus efectos adversos en términos monetarios, financieros y de actividad económica; iii) contribuirá a vigorizar la inversión, fortalecer el mercado interno y estimular el comercio exterior; iv) seguirá orientando la normativa con el objetivo de mantener la estabilidad financiera, entre otros; y v) continuará promoviendo el ahorro, la mayor bancarización, la ampliación de los servicios financieros en todo el país y el consumo responsable de esos servicios.

Entre sus primeras acciones para el año, el Banco Central extendió la LCIP al primer semestre de 2015, ampliando su monto hasta 6,5% de los depósitos de los principales bancos (equivalente a casi \$37.400 millones), destinando completamente el cupo a MiPyMEs (privilegiando el crédito a las empresas de menor facturación dentro de ese universo), contemplando menores tasas de interés e incentivando su canalización hacia las regiones menos bancarizadas del país.



2 Contexto Internacional

En la segunda mitad de 2014 la economía mundial registró nuevamente un crecimiento más acotado de lo que se prevéa al inicio del período. Se volvió a observar una débil y dispar trayectoria del conjunto de los países avanzados —que acentuó la heterogeneidad de acciones de política económica—, junto con un menor dinamismo de las principales economías en desarrollo. Estas últimas fueron afectadas por una demanda externa más débil y acotados flujos comerciales internacionales —destacándose un nuevo deterioro del desempeño de los socios comerciales emergentes más relevantes para Argentina—.

El riesgo deflacionario y la frágil actividad económica fueron factores comunes en Japón y la zona del euro, que motorizaron en ambos casos nuevas medidas de estímulo —incluyendo programas de gran envergadura de compras de activos financieros por parte de las autoridades monetarias—. En contraste, en los Estados Unidos continuaron mejorando las condiciones generales de la economía, lo que llevó a que la Reserva Federal (Fed) finalizara en octubre de 2014 su programa extraordinario de compras de activos financieros y se preparara para una elevación de las tasas de interés de referencia de la política monetaria, que según analistas especializados se iniciaría hacia el segundo semestre de este año.

En este contexto, el dólar estadounidense se apreció fuertemente frente a las principales monedas del mundo. También se observó una importante caída de los precios de los *commodities* —particularmente del valor del petróleo crudo, que se redujo alrededor de 50% desde junio de 2014—, afectando los flujos de capitales orientados hacia los países en desarrollo exportadores de materias primas y dependientes del financiamiento externo. Las renovadas presiones sobre las monedas de países emergentes reflejaron las tensiones de los mercados financieros internacionales, verificándose nuevamente significativas intervenciones oficiales con el fin de acotar la volatilidad cambiaria.

Estos desarrollos generan efectos diversos sobre la economía global. Por un lado, si bien podría verificarse un efecto positivo de la caída del precio del petróleo sobre el nivel de actividad mundial a partir del mayor ingreso disponible para los países importadores netos, también se incrementaron los riesgos de deflación en ciertas economías. De esta forma, la expectativa de tasas reales de interés crecientes serían un factor que desestimularía su crecimiento. Además, se incrementaría la vulnerabilidad financiera de las economías productoras y exportadoras netas de *commodities* con elevadas deudas en dólares y se acotarían o ralentizarían las inversiones de empresas del sector hidrocarburífero.

La economía argentina se enfrentará durante 2015 a un escenario internacional de significativa volatilidad financiera, con un moderado crecimiento de sus principales socios comerciales, aún históricamente altos precios de los productos agrícolas, una elevada liquidez internacional y un menor precio del petróleo.

Gráfico 2.1
PIB Real

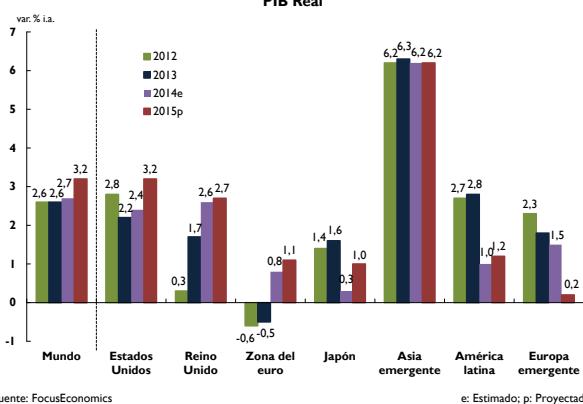


Gráfico 2.2
Evolución de las Estimaciones de Crecimiento para 2015

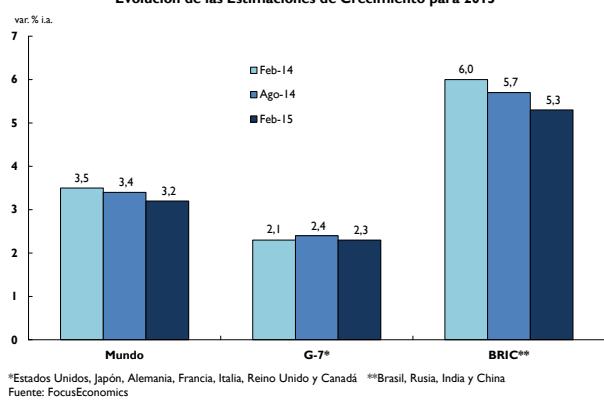
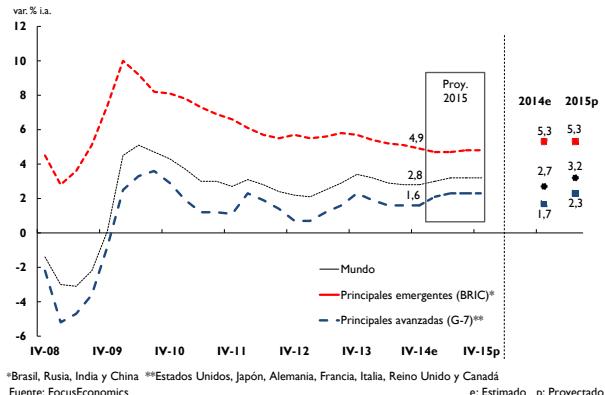
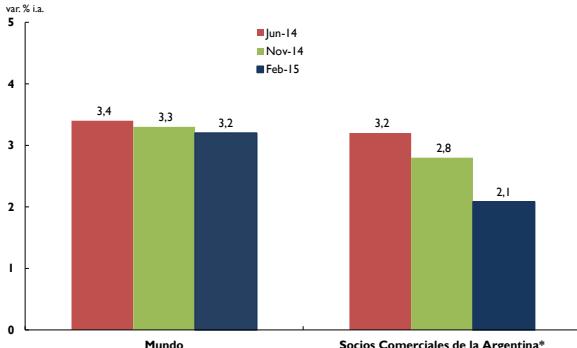


Gráfico 2.3
Global. Crecimiento Económico



*En su conjunto representan aproximadamente el 80% del total de las exportaciones argentinas
Fuente: FocusEconomics

Gráfico 2.4
Evolución de los Pronósticos de Crecimiento para 2015



En su conjunto representan aproximadamente el 80% del total de las exportaciones argentinas
Fuente: FocusEconomics

Gráfico 2.5
Inflación Implícita en los Bonos Soberanos a 5 Años



¹ En Rusia, pese al mayor crecimiento registrado hasta el tercer trimestre respecto de lo previsto, se estima que en 2015 la economía entre en recesión, afectada por las sanciones de occidente por el conflicto mantenido con Ucrania, la caída del precio del petróleo y la salida de capitales que condujeron a un significativo debilitamiento de la moneda y a una mayor vulnerabilidad financiera.

² En la cumbre de Brisbane, Australia, de noviembre de 2014 se fijó como objetivo incrementar el PIB de los países del G-20 en un 2% adicional para 2018, comprometiéndose los países miembros del grupo a adoptar medidas para incrementar las inversiones, aumentar el comercio y la competencia, y estimular el empleo, juntamente con políticas macroeconómicas para respaldar el desarrollo y el crecimiento inclusivo y ayudar a reducir la desigualdad y la pobreza.

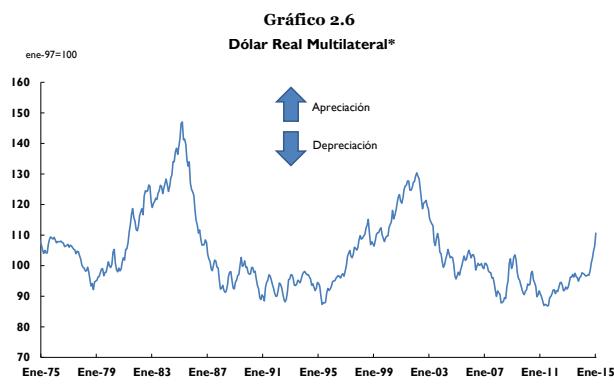
³ La suba impositiva contribuyó a un debilitamiento de la inversión, una reducción de los inventarios de las empresas y a un estancamiento del consumo. En tanto las exportaciones repuntaron ligeramente en un contexto de depreciación del yen. La evidencia de un estancamiento persistente llevó a que el gobierno anunciara un retraso de 18 meses (desde octubre de 2015 hasta abril de 2017), en su plan para elevar por segunda vez el tributo y dispuso incentivos para fomentar el involucramiento de las mujeres en el mercado laboral, al tiempo que adelantó las elecciones a diciembre de 2014 para obtener mayor respaldo para su agenda política de reformas.

2.1 Economía Global

El año 2014 fue un período decepcionante en términos de crecimiento económico global respecto de lo que se preveía a inicios del período: una recuperación dispar entre las economías avanzadas y un menor ritmo de expansión entre los países emergentes, afectados por una demanda externa más débil y acotados flujos comerciales internacionales (ver Gráfico 2.1).

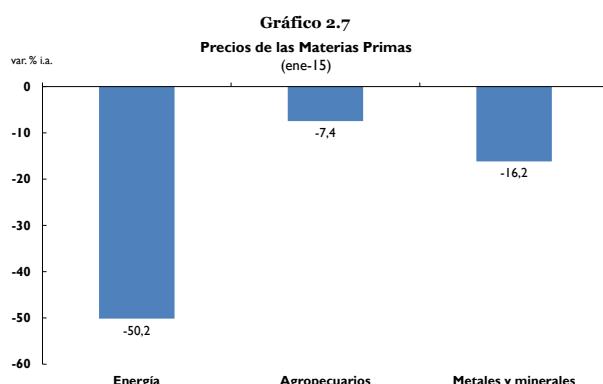
En este marco, se fueron revisando a la baja las perspectivas de crecimiento para 2015, afectando fundamentalmente a la zona del euro, Japón y los principales países en desarrollo, especialmente en América latina y en Rusia¹ (ver Gráfico 2.2). Aún así, las estimaciones para el presente año suponen una leve suba en el ritmo de la expansión de la economía global al pasar de crecer 2,7% en 2014 a 3,2% (ver Gráfico 2.3). Dicha mejora respondería en mayor medida al desempeño de las naciones avanzadas. En 2014 se destacó el deterioro del desempeño de los principales socios comerciales emergentes de Argentina, que durante ese período habrían registrado el menor crecimiento de los últimos cinco años, reflejándose en perspectivas menos favorables para 2015 (ver Gráfico 2.4).

En el Grupo de los 20 (G20) se inició el proceso de seguimiento de las “Estrategias de Crecimiento” para que se cumplan los compromisos recientemente asumidos² por los líderes de potenciar el crecimiento de las principales economías del mundo; a la vez, siguió acentuándose la divergencia entre el desempeño y las decisiones de política económica de estas economías (ver Apartado 4). El riesgo deflacionario y la debilidad de la actividad económica continuaron vigentes en la zona del euro y en Japón —donde el impacto de la suba del impuesto a las ventas³ en abril de 2014 tuvo un efecto negativo mayor al esperado—. Por otra parte, en los Estados Unidos y en el Reino Unido se observaron desempeños positivos de la actividad económica y

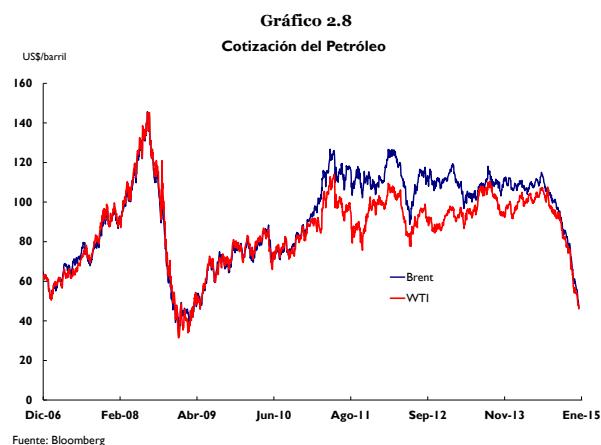


*Índice publicado por la Reserva Federal de Estados Unidos que compara en términos reales al dólar estadounidense frente a una canasta de monedas de los principales socios comerciales.

Fuente: Reserva Federal



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial



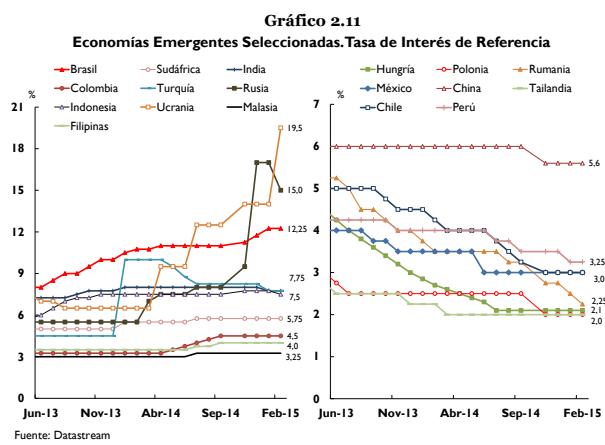
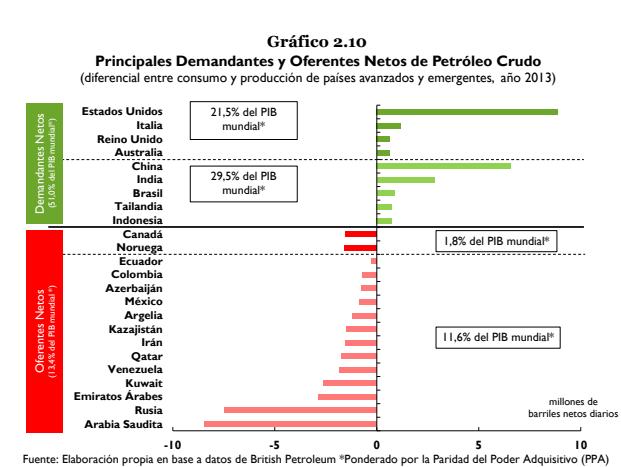
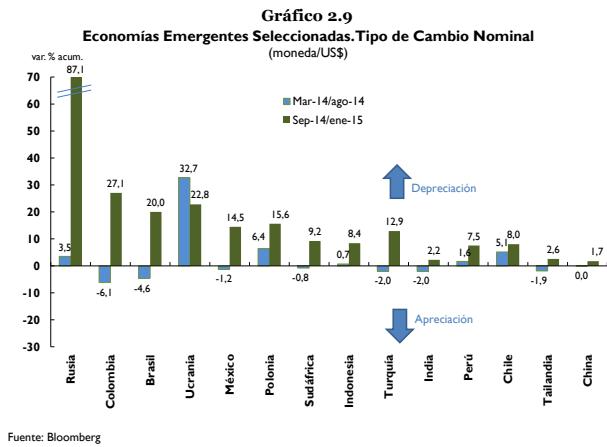
Fuente: Bloomberg

de los mercados de trabajo en contextos de perspectivas más favorables de los empresarios y los consumidores e inflación acotada y descendente. Esta última dinámica se potenció recientemente ante la caída del precio de las materias primas —en particular del petróleo—, influyendo sobre las expectativas inflacionarias, las que podrían implicar incluso que el inicio de los ciclos alcistas de tasas de interés en estos países se atrasé, o que los desarrollos se den con una menor intensidad a la actualmente prevista (ver Gráfico 2.5)⁴.

La Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) decidió finalizar su programa de compras de activos en octubre de 2014 y, según interpretaciones de analistas especializados, daría inicio al ciclo alcista en las tasas de interés de referencia para la política monetaria norteamericana hacia el segundo semestre de 2015. Esto contrastó con los anuncios de nuevos programas de envergadura de compra de activos por parte del Banco Central Europeo (BCE) y del Banco de Japón (BoJ, por su sigla en inglés). En este contexto, el dólar estadounidense registró una significativa apreciación frente a las principales monedas del mundo, tendencia que se mantendría si se materializara el escenario macroeconómico internacional esperado por el consenso de los analistas internacionales para 2015 (ver Gráfico 2.6).

En los países emergentes el crecimiento económico siguió moderándose, afectado por el escaso dinamismo de las transacciones comerciales internacionales. También incidió sobre este desempeño la disminución de los precios de las materias primas (ver Gráfico 2.7). A partir del segundo semestre de 2014 se produce una caída en el precio del petróleo y, en mayor o menor medida, en el resto de los productos primarios. Factores comunes tales como la apreciación del dólar, la financiarización de las materias primas —que convierte a estos bienes en activos de inversión sujetos a mayor influencia de las tasas de interés—, y una menor demanda global explicarían este comovimiento. Sin embargo, la disminución del precio internacional del petróleo a partir del segundo semestre de 2014 —de casi 50%— fue la que más contribuyó como nuevo factor de incertidumbre sobre la economía internacional. La mayor oferta global sería un factor muy importante para explicar la significativa disminución

⁴ En otros países avanzados también se registraron modificaciones recientes en la política monetaria. Tras la caída de los precios de los *commodities*, las autoridades económicas de Canadá y Australia dispusieron reducciones en sus tasas de interés de referencia. Por otra parte, en Suiza —en el marco de la adopción de nuevas medidas cambiarias— se determinó un rango objetivo de tasas de interés negativas entre -0,25% y -1,25%.



en comparación con el resto del precio de los productos primarios (ver Apartado 1).

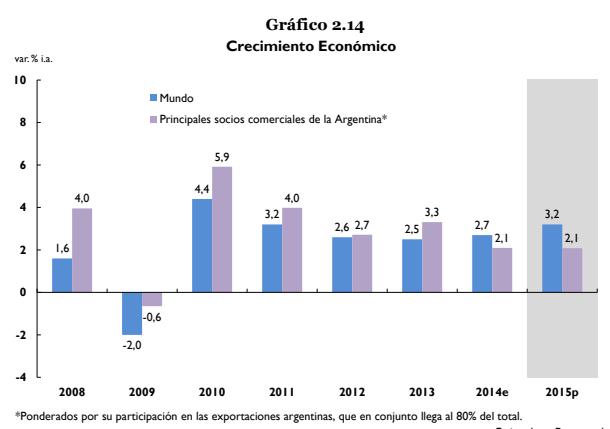
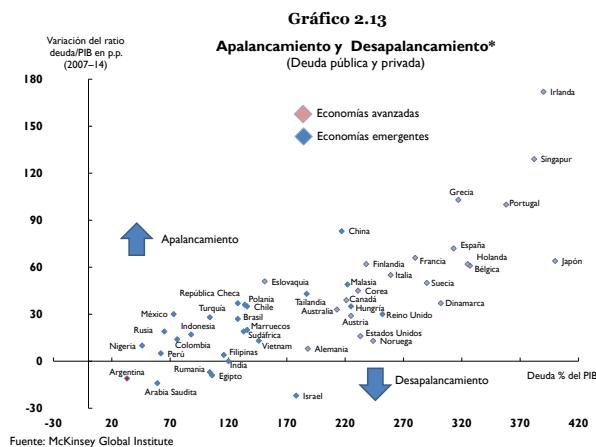
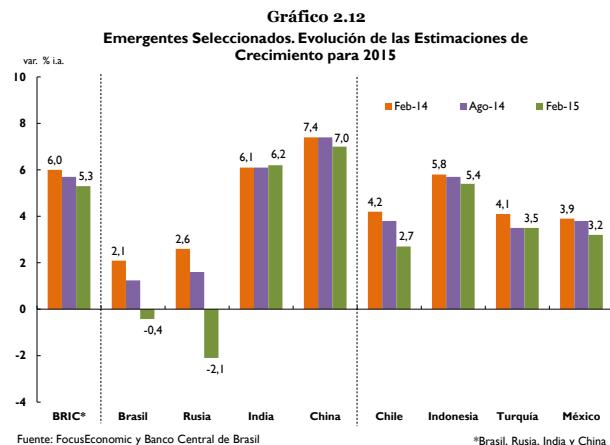
En lo que respecta a los productos agropecuarios, entre los factores propios que presionaron a la baja a sus cotizaciones se destaca la oferta global récord, asociada mayormente a extraordinarias cosechas. Este desempeño se revirtió parcialmente dado el clima menos favorable para el desarrollo de los cultivos de soja, maíz y trigo en las regiones productoras más significativas del mundo (ver Sección 7).

Las monedas de los principales países emergentes registraron importantes depreciaciones, especialmente las de economías exportadoras netas de materias primas y de aquellas con elevada dependencia del financiamiento externo (ver Gráfico 2.9 y Sección 8). De esta manera, continuaron registrándose intervenciones en los mercados con el fin de contener variaciones excesivas de las valuaciones de las monedas.

Las materias primas agrícolas continuarían ubicándose en 2015 en niveles cercanos a los de fines de 2014, por lo que en promedio registrarían una baja en relación a los valores del año previo; aunque aún presentarían, de todas formas, cotizaciones históricamente elevadas. En tanto, dada la incidencia del precio del petróleo sobre las cadenas de valor, resulta esperable una desaceleración de la inflación mundial, por lo que podrían verse afectadas las políticas monetarias en economías que enfrentan ciertas presiones deflacionarias, como la zona del euro y Japón.

Distintos análisis tienden a divergir sobre cuál puede ser el efecto final esperable de la caída del precio del petróleo. Según estimaciones de organismos especializados, la caída del precio del petróleo impactaría positivamente⁵ sobre la expansión de la actividad global, en la medida en que las principales economías del mundo son importadoras netas de combustibles y energía. En efecto, los principales demandantes netos de petróleo crudo representan 51% del PIB mundial, al tiempo que las de los oferentes netos más significativos equivale sólo al 13% del Producto global (ver Gráfico 2.10). La baja del valor del crudo implicaría un mayor ingreso disponible para los demandantes netos que, de no verse compensado por reducciones de precios de otros principales productos de exportación, favore-

⁵ El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima un crecimiento global adicional de entre 0,3 puntos porcentuales (p.p.) hasta 0,7 p.p. en relación al escenario base (sin reducción de precios del petróleo). Para más detalle ver: <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/12/22/seven-questions-about-the-recent-oil-price-slump/>.



cería el aumento de la demanda agregada. Simultáneamente, una baja sostenida de los precios del petróleo y sus derivados resultará en un shock de oferta positivo para la economía mundial en la medida en que se traslade a menores costos de energía para la producción y el transporte. Así, esta configuración de precios implicaría una importante redistribución global de ingresos desde los países exportadores netos de materias primas hacia los importadores netos— especialmente entre oferentes y demandantes netos de petróleo—.

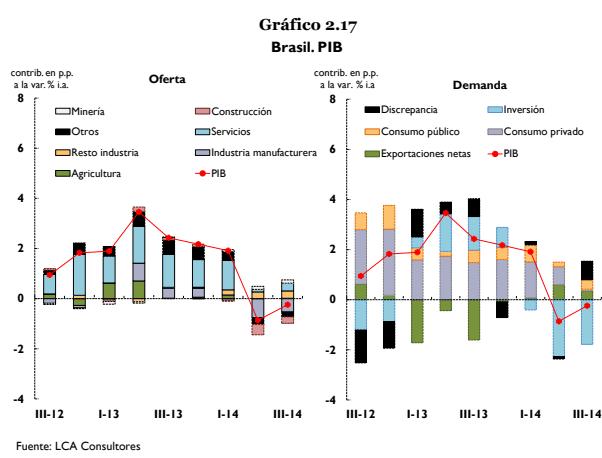
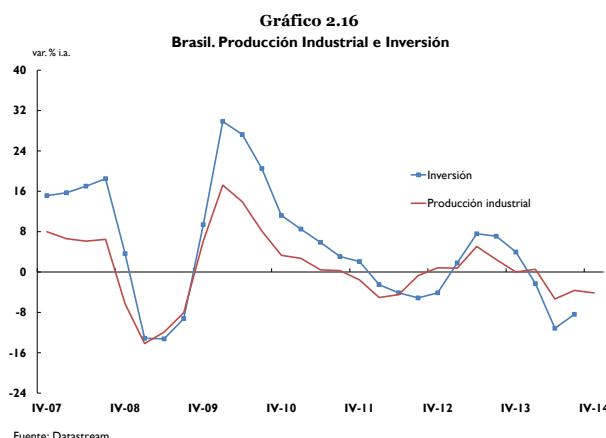
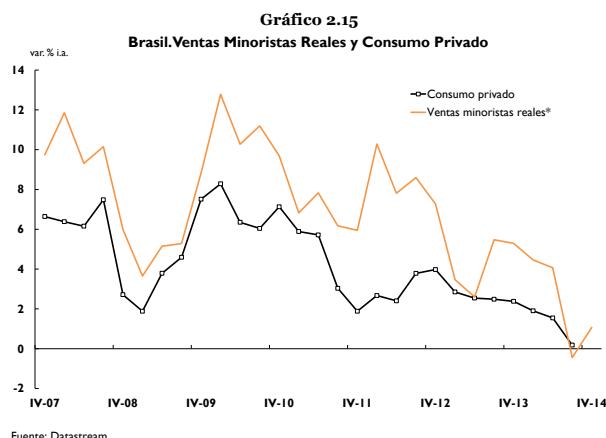
No obstante, otros análisis contemplan también el hecho de que se verificaría una presión adicional a los incipientes fenómenos deflacionarios observados en varias economías avanzadas. De esta forma las tasas reales de interés crecientes serían un factor que desestimularía el crecimiento en esas regiones. Asimismo, los menores precios de las materias primas incrementarán la vulnerabilidad financiera de las economías productoras y exportadoras netas de materias primas con elevadas deudas denominadas en dólares y se acotarían o ralentizarían las inversiones de empresas del sector hidrocarburífero en el mundo. Rusia y Venezuela serían exponentes centrales de esta situación.

En este marco, volvieron a verse afectados los flujos de capitales orientados hacia los países en desarrollo, afianzando las perspectivas de condiciones menos laxas para el financiamiento externo de los mismos durante 2015, aunque en un contexto de aún bajas tasas de interés internacionales por la amplia liquidez global⁶. Así, se prevé que se mantengan las divergencias en el accionar de los bancos centrales de los países en desarrollo, donde las naciones más dependientes del ahorro externo seguirían sosteniendo sus tasas de interés de referencia de política monetaria por encima de las vigentes un año atrás (ver Gráfico 2.11).

En este escenario, las expectativas de crecimiento por parte de los analistas internacionales se redujeron para la mayoría de los países emergentes, destacándose las correcciones para Rusia y los países de América latina (ver Gráfico 2.12).

Entre los factores que condicionarían este escenario de expansión global se destacó la perspectiva de políticas monetarias en sentidos opuestos entre las principales economías avanzadas, que podría incrementar la volatilidad en los mercados financieros.

⁶ Las estimaciones de los principales analistas del mercado prevén que la tasa de interés de referencia de la política monetaria estadounidense finalice 2015 en torno a 1%, su menor nivel desde 2004, excluyendo los años post crisis *sub-prime*.

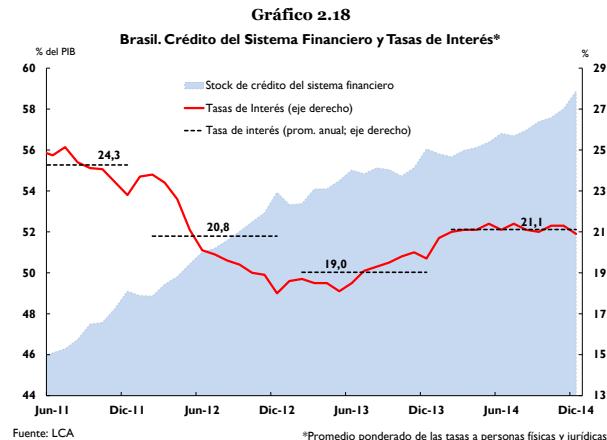


ros internacionales. En tanto, factores puntuales que afecten de manera importante a la cotización del petróleo también tenderían a aumentar la volatilidad financiera internacional o impactar adversamente sobre los mercados de bonos soberanos y corporativos. Este efecto se potencia en el contexto actual en el que los altos y crecientes niveles de endeudamiento —tanto en economías avanzadas como emergentes— constituyen un riesgo global. Dentro de los factores que podrían imprimir volatilidad al precio del crudo se destacan las eventuales decisiones de los países miembros de la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) o la interrupción del suministro por conflictos geopolíticos en Medio Oriente y el este de Europa (ver Gráfico 2.13)⁷. Estas condiciones se agravan para aquellas economías con débiles fundamentos macroeconómicos, destacándose algunos países de la zona del euro —por la importancia relativa en la economía mundial de esta región— dados los elevados niveles de desempleo, la amenaza deflacionaria y la heterogeneidad en el desempeño de los países miembros.

En este contexto, en el caso específico de los países en desarrollo que presentan mayor vulnerabilidad externa (por ejemplo a partir de una elevada dependencia del financiamiento proveniente del exterior) podrían evidenciarse ajustes adicionales en la valuación de sus monedas que limitarían su capacidad para estimular la demanda interna. También resultan preocupantes los elevados niveles de endeudamiento no bancario en algunas naciones emergentes —fundamentalmente del sector privado no financiero— y los elevados precios de los activos que se generaron tras un prolongado período de abundante liquidez. Por su parte, las mayores tasas de interés podrían conducir gradualmente a deterioros fiscales en los países más endeudados, conduciendo en algunos casos a la definición de políticas fiscales contractivas que empeoren las expectativas de expansión mundial. En tanto, la desaceleración de economías de gran porte —especialmente de China, Brasil y Rusia— podrían contribuir a un menor ritmo de expansión económica global.

⁷ Algunos analistas especializados sugieren que los elevados niveles de deuda y el pronunciado proceso de apalancamiento que se verificó en los años posteriores a profundización de la crisis financiera internacional en 2007/2008, a partir de los bajos costos de financiamiento, obstaculizarían la capacidad de los bancos centrales de las principales naciones avanzadas para normalizar su política monetaria sin afectar a la economía real. En tanto, el rápido crecimiento de los niveles de deuda en China —en particular, vinculado al sector inmobiliario, al desarrollo del *shadow banking* y al endeudamiento de los gobiernos locales— restringiría la capacidad del país asiático para compensar la desaceleración del crecimiento a largo plazo de las economías avanzadas.

2.2 Principales Socios Comerciales



Al igual que a nivel global, la perspectiva de crecimiento económico para 2015 para el conjunto de los principales socios comerciales de Argentina resulta similar a la del año pasado al preverse una moderada expansión de 2,1%. De esta manera, se mantiene la previsión de un crecimiento más acentuado respecto al exhibido en los años previos (ver Gráfico 2.14).

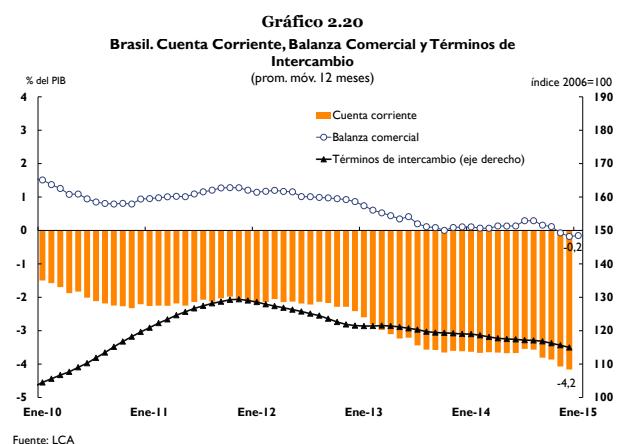
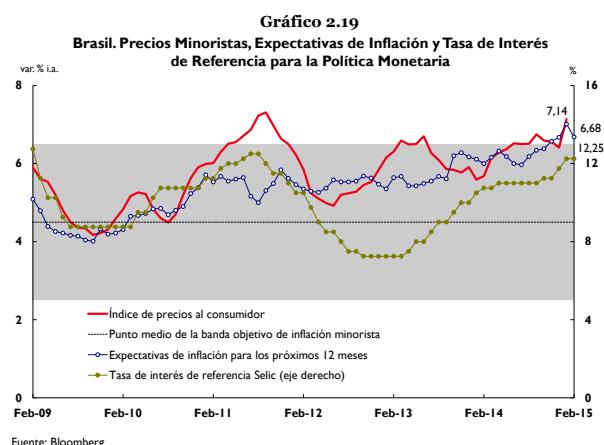
Brasil

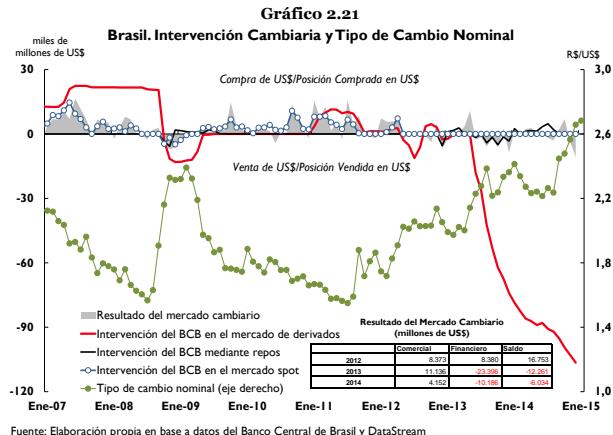
Brasil volvió a registrar durante el segundo semestre de 2014 un frágil desempeño de la actividad económica, a partir de la continua desaceleración del Consumo privado y de la persistente disminución de la Inversión (ver Gráficos 2.15 y 2.16). La caída en el gasto interno estuvo influenciada por el mayor costo de financiamiento —afectado tanto por la suba de la tasa de interés de referencia, en un marco de mayores presiones inflacionarias, como por condiciones de financiamiento externo menos favorables—. El Consumo y la Inversión también se vieron limitados por el escenario de incertidumbre generado por el proceso electoral que tuvo lugar en 2014.

Por el lado de la oferta agregada, la merma interanual del nivel de actividad se explicó, básicamente, por la contracción de la industria manufacturera y de la construcción, a lo que se sumó la significativa menor contribución de los servicios (ver Gráfico 2.17).

Si bien el crédito al sector privado continuó moderándose, sostuvo tasas nominales de expansión relativamente elevadas (10,2% i.a. en diciembre). Cabe destacar que el stock de crédito bancario al sector privado presenta una relación elevada respecto del Producto en su comparación con otras economías emergentes (en torno a 55%; ver Gráfico 2.18). Aunque los niveles de morosidad son bajos, un aumento de las tasas de interés en conjunción con una ausencia de reactivación de la economía podrían deteriorar las condiciones de estabilidad financiera.

La inflación minorista creció 7,14% i.a. en enero, por encima del límite superior del rango establecido por el Banco Central de Brasil (BCB; 4,5% ± 2 p.p.) y alcanzó su ritmo de expansión más alto desde septiembre de 2011, fundamentalmente, debido





Resultado del mercado cambiario (miles de US\$)

Intervención del BCB en el mercado de derivados

Intervención del BCB mediante repos

Intervención del BCB en el mercado spot

Tipo de cambio nominal (eje derecho)

Comercial Financiero Saldo

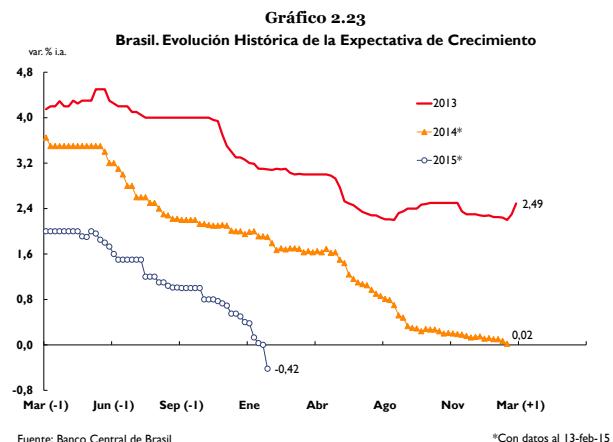
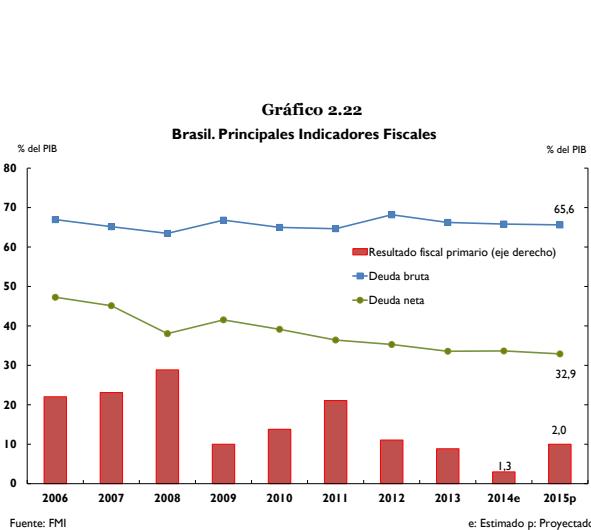
2012 8.373 8.380 16.753

2013 11.136 23.396 -12.261

2014 4.152 16.155 -20.306

Ene-07 Ene-08 Ene-09 Ene-10 Ene-11 Ene-12 Ene-13 Ene-14 Ene-15

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Brasil y DataStream



Fuente: Banco Central de Brasil

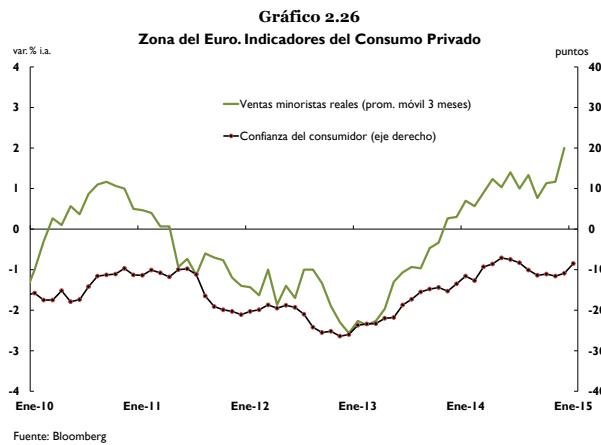
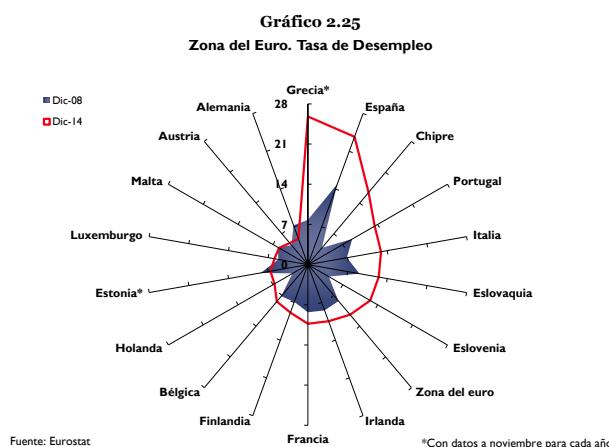
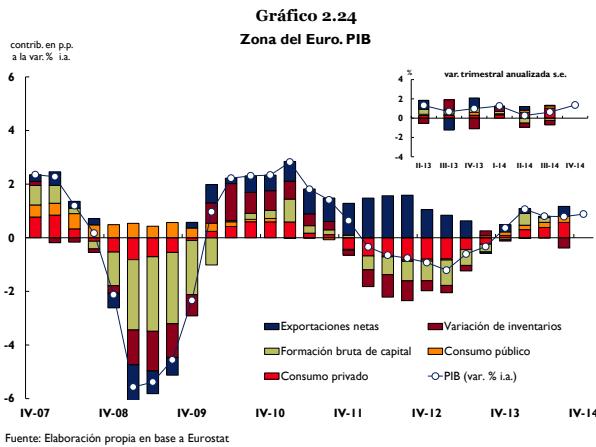
a subas en los valores de la electricidad y el transporte. La expectativa para los próximos 12 meses se mantuvo por encima del límite superior de la banda de tolerancia del BCB en un escenario en el que se espera, entre otros factores, una mayor incidencia por actualización de precios administrados y subas impositivas (ver Gráfico 2.19). En este marco, y pese a la debilidad de la actividad económica, la autoridad monetaria decidió elevar nuevamente su objetivo de tasa de interés de referencia del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC) hasta 12,25% (nivel próximo a los valores máximos de los últimos años). Cabe señalar que el consenso de los analistas internacionales relevados por el BCB prevé que la política monetaria brasileña continúe avanzando hacia un sesgo más contractivo durante 2015, estimando que la tasa de interés se ubique en 12,5% a finales del año.

El mercado de trabajo continuó registrando muy bajos niveles de desempleo. No obstante, comenzaron a observarse señales de debilitamiento, en particular en cuanto a la destrucción neta de empleos y la caída de la Población Económicamente Activa (PEA).

El resultado comercial se ubicó en torno al equilibrio en 2014 a partir de una disminución conjunta de las exportaciones y de las importaciones⁸. Así, tras el significativo deterioro registrado durante 2013, el saldo deficitario de la Cuenta corriente se mantuvo relativamente estable en 2014, en torno al valor récord de 4,2% del Producto en el acumulado de los últimos 12 meses a diciembre de 2014 (ver Gráfico 2.20). En la Cuenta capital y financiera se registraron ingresos netos de Inversión extranjera directa (IED; que representaron algo menos de tres cuartas partes del déficit de Cuenta corriente) y otros tipos de inversión y préstamos del exterior. El saldo de la Balanza de pagos de 2014 resultó superavitario.

El ingreso neto de divisas en concepto de transacciones comerciales se ubicó en US\$4.152 millones en 2014, implicando una caída interanual de US\$6.984 millones. Por su parte, las transacciones financieras exhibieron un déficit de US\$10.186 millones, US\$13.210 millones inferior al de 2013. De esta manera, el resultado cambiario deficitario se redujo en 2014 a la mitad que el año previo.

⁸ Cabe destacar que el volumen de importaciones de combustibles tiene un impacto negativo considerable sobre el saldo de la balanza comercial, por lo que la reciente caída del precio internacional del petróleo influiría positivamente sobre el sector externo de esta economía en adelante.



El escenario internacional menos favorable para el conjunto de las emergentes, junto con algunos de los factores locales citados, condujeron a una mayor depreciación de la moneda frente al dólar. Así, el real se desvalorizó 13% durante 2014. En este contexto, BCB continuó con su programa de intervenciones regulares a través de *swaps* de tipo de cambio y *repos* de monedas⁹ (ver Gráfico 2.21).

Las perspectivas para 2015 están condicionadas por un contexto de políticas monetaria, financiera y fiscal más restrictivas. En efecto, a la suba en la tasa de interés de referencia se sumó la reciente reducción del gasto público y el aumento de impuestos para recomponer las cuentas fiscales, luego de evidenciar durante el año pasado el menor resultado primario consolidado de los últimos 14 años (ver Gráfico 2.22). Asimismo, la incertidumbre relacionada con posibles restricciones de disponibilidad de agua y energía hidroeléctrica afectarían los planes de inversión. Además, persisten los riesgos asociados al significativo déficit externo, en un marco de incertidumbre en los principales mercados financieros internacionales que podría redundar en condiciones menos favorables para el acceso al crédito.

El deterioro del escenario para 2015 fue capturado en la persistente reducción de las proyecciones de crecimiento para el año (ver Gráfico 2.23).

Zona del euro

La actividad económica de la zona del euro continuó estancada, creciendo sólo 0,9% i.a. en el cuarto trimestre de 2014, acumulando una suba similar durante el año pasado (ver Gráfico 2.24). Se siguió observando una significativa heterogeneidad entre los países miembros de la unión monetaria¹⁰. En tanto, los indicadores adelantados de oferta y demanda sugieren que se sostendría un crecimiento acotado del nivel de actividad en los próximos meses.

En este contexto, la tasa de desocupación se mantuvo en niveles elevados al ubicarse en diciembre en 11,4% de la Población Económicamente Activa (PEA), 0,4 p.p. por debajo del registro de igual período del año previo. Por su parte, Grecia y España

⁹ A fines de 2014 el BCB anunció la extensión del programa de licitaciones de *swaps* cambiarios hasta fines de marzo de 2015, reduciendo a su vez las ofertas de compras diarias desde US\$200 millones hasta US\$100 millones. En la actualidad existe incertidumbre acerca de cómo continuará la política de intervención cambiaria del BCB a partir del segundo trimestre de 2015.

¹⁰ Alemania y Francia continuaron impulsando el crecimiento regional con subas de sus niveles de actividad económica en 2014 de 1,5% y 0,2%, respectivamente, al tiempo que otros países mostraron incluso contracciones, destacándose —por su incidencia en la zona del euro— el caso de Italia (-0,4%).

Gráfico 2.27
Zona del Euro. Indicadores de Actividad Industrial

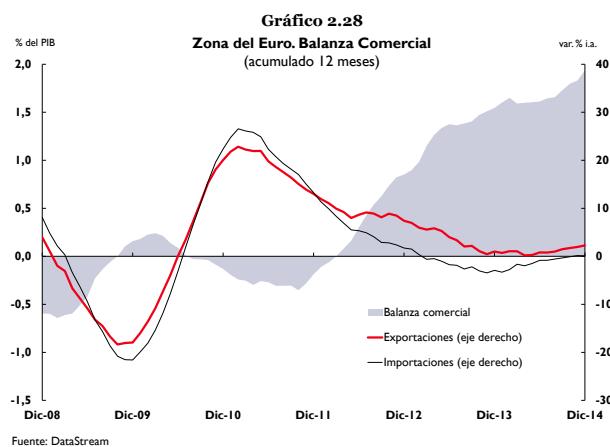
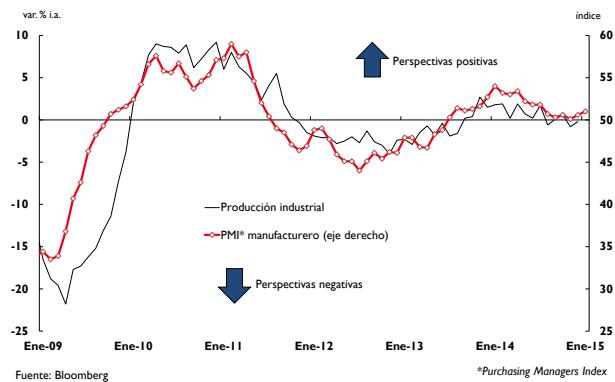
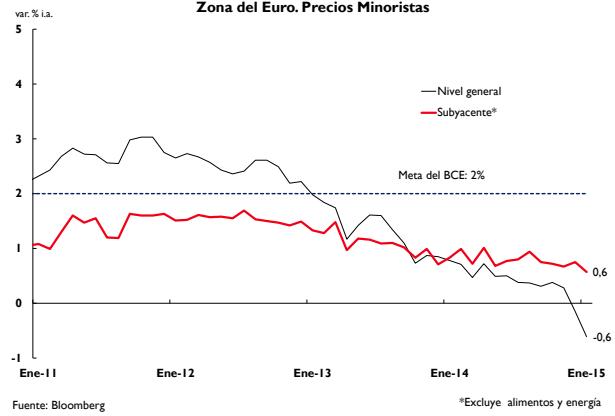


Gráfico 2.29
Zona del Euro. Precios Minoristas



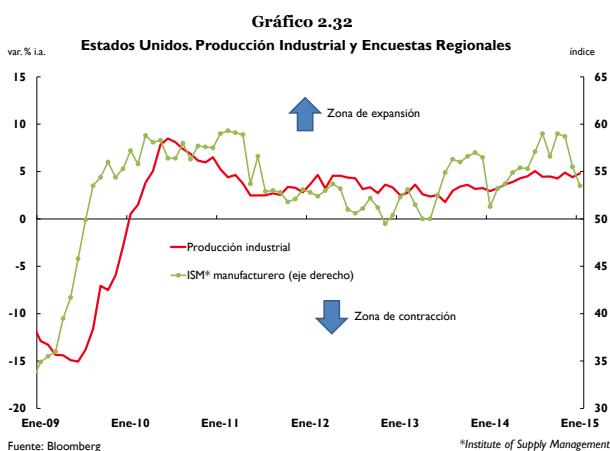
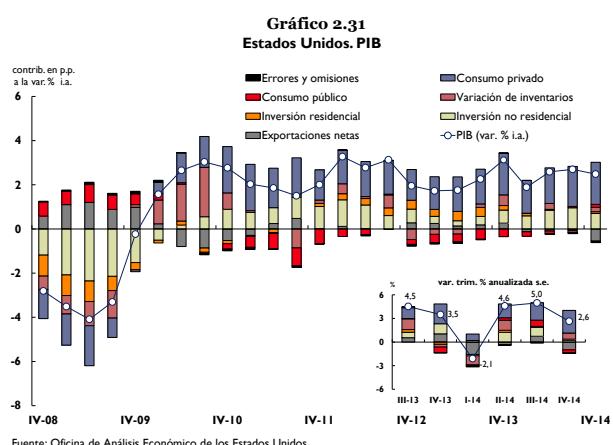
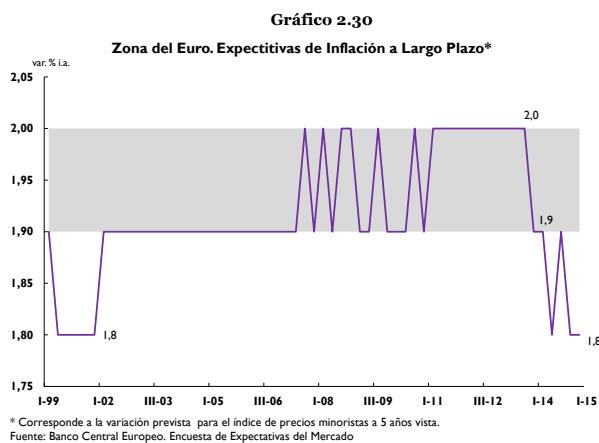
siguen siendo los países con mayores niveles de desempleo, con tasas de 25,8% y 23,7%, respectivamente (ver Gráfico 2.25).

Las frágiles condiciones del mercado laboral y la sostenida contracción del crédito a los consumidores continuaron limitando la expansión del gasto de las familias. En efecto, en los últimos meses las ventas minoristas reales sostuvieron un acotado ritmo de crecimiento, sólo levemente superior al que se verificó a lo largo del primer semestre de 2014, con una expansión de 2,0% i.a en el último trimestre del año. En tanto, en un marco en el que la confianza de los consumidores se mantuvo prácticamente sin cambios, se espera que el Consumo privado continúe con un magro desempeño (ver Gráfico 2.26).

El aporte del Consumo público a la expansión del PIB continuaría siendo modesto, a partir de la continuidad de medidas de ajuste fiscal —aunque menos estrictas desde inicios de 2014—. En tanto, la expansión de la Inversión permanecerá condicionada por la evolución del crédito a las empresas, que hasta el momento siguió siendo desfavorable (a pesar de las nuevas reducciones en la tasa de interés de la facilidad de depósito por parte de la autoridad monetaria). Además, la perspectiva de que persista un escenario de estancamiento en la región, en conjunción con el recrudecimiento de las tensiones con Rusia, impactaron negativamente sobre la confianza de los empresarios.

Desde la perspectiva de la oferta, la producción industrial registró una caída de 0,2% i.a. en diciembre. En tanto, el *Purchasing Managers Index* (PMI) manufacturero —que mide las perspectivas de los gerentes de compras sobre el sector—, se deterioró durante el segundo semestre de 2014, aunque aún señala que el sector continuará en alza (ver Gráfico 2.27).

En relación al intercambio comercial, el aumento de las exportaciones se aceleró en los últimos 12 meses, mientras que las importaciones crecieron por primera vez desde marzo de 2013. Esta trayectoria permitió que el superávit comercial se ubique en torno a 1,9% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses a diciembre, en tanto que explicó la mayor parte de la mejora del resultado del superávit de la Cuenta corriente, que representó 2,4% del PIB en los últimos 4 trimestres a septiembre de 2014 (ver Gráfico 2.28).



La caída en los valores de la energía incrementaron los riesgos de que la región se mantenga en deflación. En efecto, los precios minoristas verificaron una merma de 0,6% i.a. en enero y la inflación subyacente —que excluye alimentos y energía— se mantuvo en torno a 0,6% i.a (ver Gráfico 2.29). En tanto, las expectativas de inflación de mediano plazo alcanzaron los valores mínimos en más de 10 años (ver Gráfico 2.30).

En este escenario de estancamiento económico, de persistencia de elevados niveles de desempleo en la mayoría de las naciones y crecientes riesgos de deflación, la autoridad monetaria decidió profundizar el sesgo expansivo de su política monetaria (ver Apartado 4).

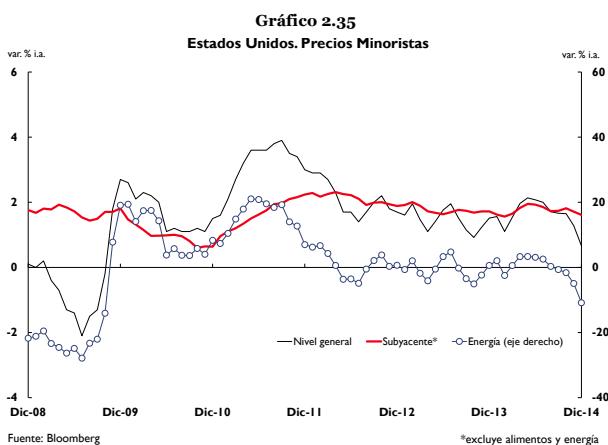
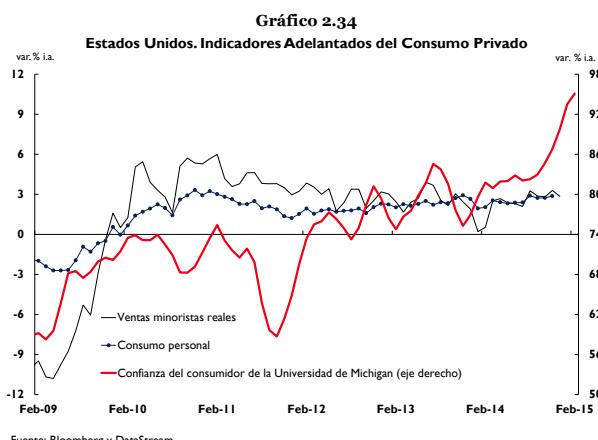
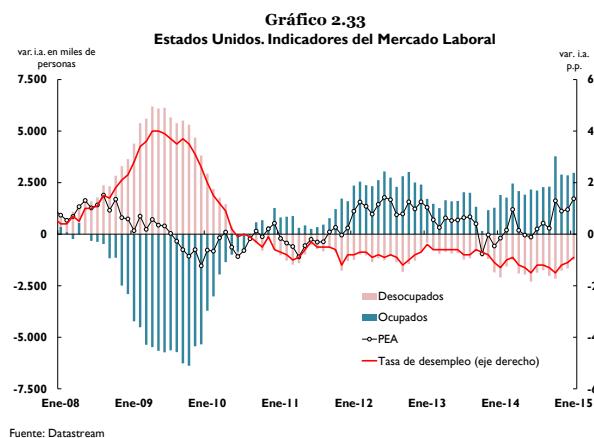
Desde el punto de vista fiscal, se estima que el déficit del sector público de la zona continúe reduciéndose, hasta alcanzar 2,5% del PIB en 2015, 0,4 p.p. por debajo del registrado el año pasado. Cabe señalar que el ajuste fiscal en los países de la región continuará teniendo un carácter heterogéneo.

Por último, 2015 estará surcado por la evolución de la crisis política en Grecia y los potenciales efectos sobre el resto de las economías de la zona del euro (ver Sección 8).

Estados Unidos

El ritmo de expansión de la economía norteamericana se desaceleró en el cuarto trimestre de 2014. Sin embargo, se mantuvo como el más dinámico dentro del grupo de los principales países avanzados, al verificar un incremento de 2,6% trimestral anualizado sin estacionalidad (s.e.) entre octubre y diciembre y acumular un aumento de 2,4% i.a. para 2014. La moderación estuvo explicada, fundamentalmente, por el aporte negativo de las Exportaciones netas, mientras que el Consumo privado y la Inversión residencial mantuvieron sus contribuciones positivas (ver Gráfico 2.31).

Por el lado de la oferta, en los meses recientes la actividad industrial sostuvo su dinamismo al crecer 4,8% i.a. en enero, al tiempo que las perspectivas de expansión se mantuvieron favorables en los últimos meses (ver Gráfico 2.32). Por su parte, el sector de la construcción continuó con un desempeño moderado, reflejado también en menores incrementos de los precios de las viviendas. Sin embargo, el índice de la *National Association of Home Builders* (NAHB) —que mide las perspectivas de



los empresarios sobre el sector— permanece entre los valores más elevados de los últimos años, por lo cual, de mantenerse esta tendencia, las expectativas seguirían siendo positivas para el corto plazo.

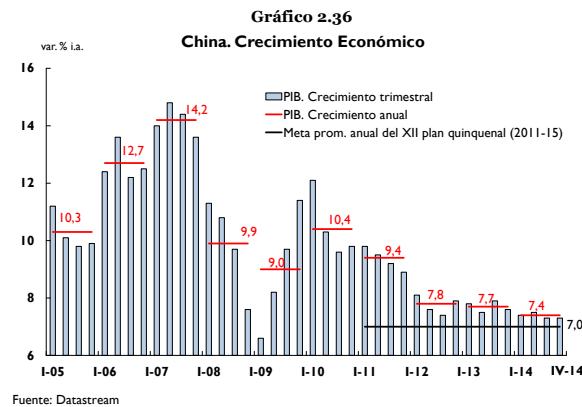
El mercado laboral siguió mejorando, alcanzando en 2014 el mayor ritmo de creación de empleo en más de 10 años (en torno a 2,9 millones de puestos de trabajo). Esto permitió la absorción del aumento de los trabajadores activos y la disminución de 1,6 millones de personas desempleadas. Así, en enero de 2015 la tasa de desempleo fue de 5,7%, 0,9 p.p. por debajo del registro de igual período del año anterior (ver Gráfico 2.33).

Las mejores condiciones laborales, la expansión del crédito, la recuperación de los precios de los activos financieros y la reciente caída en los valores de la energía —que se refleja en un mayor ingreso disponible de los hogares— constituyen factores de impulso al Consumo privado. Esto fue capturado por el índice que mide las perspectivas de los consumidores, que se ubicó entre los valores más altos de los últimos años (ver Gráfico 2.34).

En los meses más recientes, las exportaciones exhibieron una desaceleración en su tasa de expansión, afectadas por la apreciación de la moneda, al tiempo que las importaciones verificaron la tendencia opuesta. Como resultado, se incrementó ligeramente el déficit comercial, que representó 2,9% del PIB en 2014, a pesar de la mejora en la balanza comercial energética —que se ubicó en torno a -1,1% del PIB— a partir de la mayor oferta de crudo en los Estados Unidos y la caída en su cotización internacional.

En diciembre el índice de precios al consumidor creció 0,7% i.a., alcanzando su menor tasa de incremento desde octubre de 2009, fundamentalmente, a partir de la abrupta caída en los valores de la energía (ver Gráfico 2.35). En efecto, el índice de precios subyacente —que excluye alimentos y energía— aumentó 1,6% i.a.

En un marco de inflación levemente por debajo del objetivo de 2% anual, pero con indicadores positivos del mercado laboral y del nivel actividad, la Fed finalizó su programa de adquisición de títulos del tesoro en octubre de 2014 y dio indicios de que iniciará su ciclo alcista de las tasas de interés de referencia para la política monetaria durante el año en curso (ver Apartado 4).



En materia fiscal, según las estimaciones del Monitor Fiscal del Fondo Monetario Internacional (FMI) de octubre de 2014, este año se mantendría el sesgo contractivo de la política fiscal, previéndose que el déficit del sector público represente 4,3% del PIB en 2015, 1,2 p.p. por debajo del estimado en el año previo, proyectándose que el ratio deuda pública/PIB se reduzca por primera vez tras el inicio de la crisis financiera internacional de 2007-2008 en 0,5 p.p. hasta 105,1% del PIB.

China

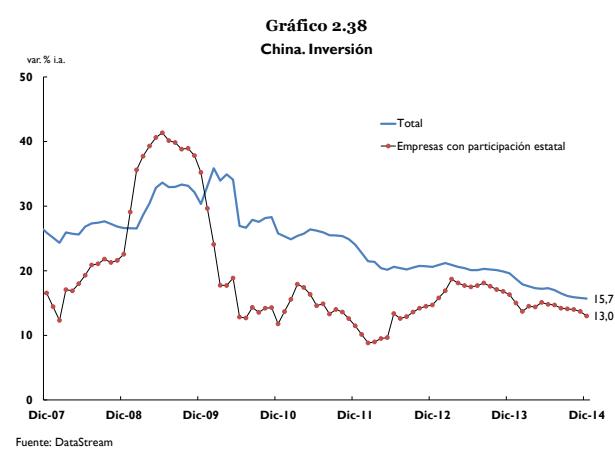
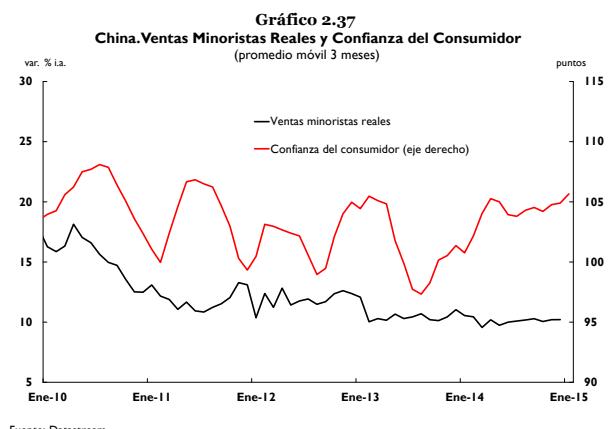
En un contexto de implementación de reformas económicas basadas en mayor medida en mecanismos de mercado, durante el cuarto trimestre de 2014 la actividad económica de China se incrementó 7,4% i.a. La moderación de la expansión se explicó por una desaceleración del ritmo de incremento del Consumo y de la Inversión. En 2014 el crecimiento del PIB fue de 7,4%, levemente inferior a la meta oficial de 7,5% (ver Gráfico 2.36).

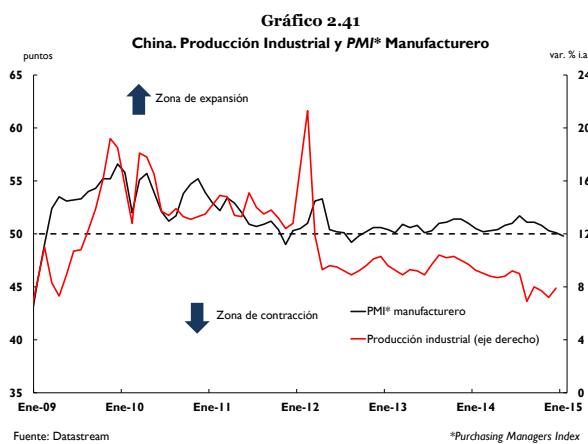
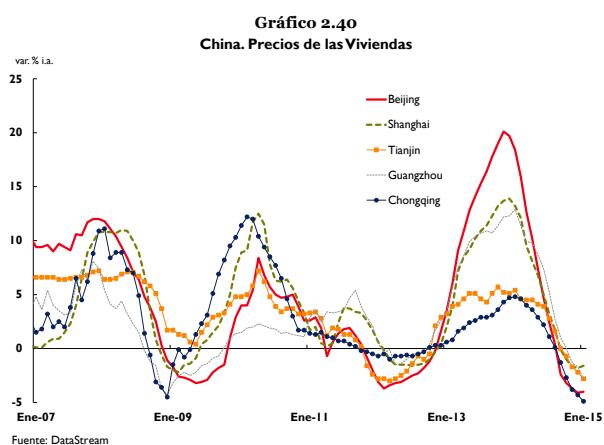
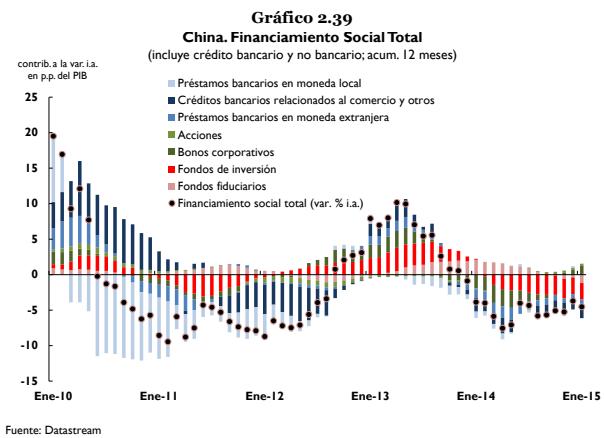
Las ventas minoristas reales subieron en torno a 10% i.a. hacia fines de 2014, por debajo de los últimos años, pero a un ritmo relativamente estable en los meses recientes (ver Gráfico 2.37).

El menor dinamismo de la Inversión (componente que representa aproximadamente la mitad del PIB), estuvo asociado al desempeño del gasto en capital de las empresas con participación estatal (ver Gráfico 2.38).

Sobre este comportamiento continuaron incidiendo los esfuerzos de contención del crédito (bancario y no bancario) por parte de las autoridades económicas, con el objetivo de limitar el endeudamiento excesivo y prevenir la formación de burbujas en precios de activos —especialmente en el sector inmobiliario—. En este sentido, la nueva caída interanual en términos del PIB en enero del financiamiento social total —que mide la liquidez de la economía, incluyendo préstamos, bonos y otros instrumentos no tradicionales—, sugiere que las condiciones de acceso al crédito siguen siendo más restrictivas (ver Gráfico 2.39).

El menor dinamismo en los préstamos fue un factor clave para acotar las subas de los valores de las viviendas. En efecto, la construcción habría perdido impulso recientemente dada la debilidad de la demanda inmobiliaria, reflejándose en una fuerte desaceleración del aumento de los precios de las vi-





¹¹ Las autoridades económicas chinas adoptaron una serie de estímulos fiscales y crediticios, tales como exoneraciones impositivas para las pequeñas y medianas empresas, la dinamización de obras de infraestructura, y la modificación de encajes bancarios para orientar mayores créditos hacia las economías regionales y al sector rural, aunque en principio hasta el momento sólo habrían tenido un impacto limitado.

¹² Ver el Apartado 1 del **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** de Agosto de 2014.

viendas desde inicios de 2014 que incluso pasó a registrar caídas interanuales en la segunda parte del año, continuando con esa tendencia a inicios de 2015 (ver Gráfico 2.40).

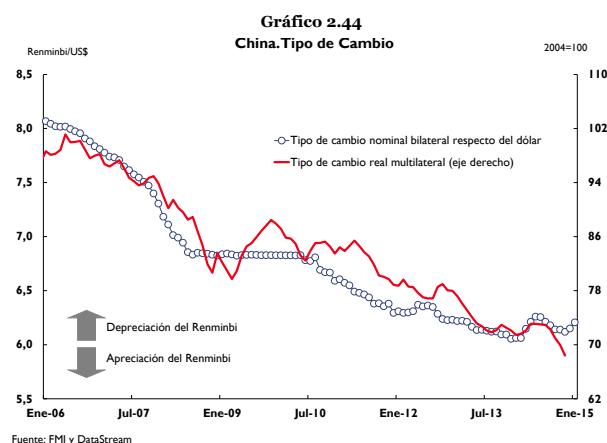
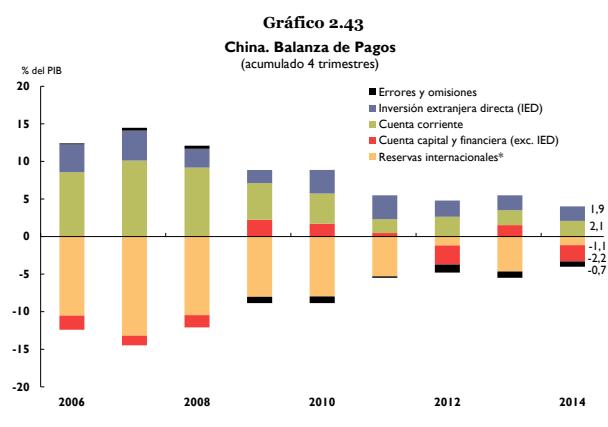
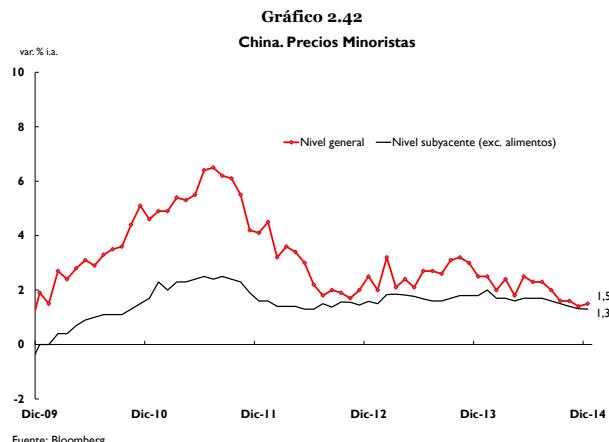
Por el lado de la oferta, la desaceleración del nivel de actividad se explicó, parcialmente, por el menor dinamismo de la producción industrial. En este sentido, en diciembre la actividad manufacturera se expandió 7,9% i.a., uno de los menores niveles de los últimos años (ver Gráfico 2.41).

Cabe destacar que para sostener el ritmo de crecimiento planteado como meta oficial para el año, se implementaron algunas medidas de estímulo sectoriales¹¹, que permitieron compensar los efectos de las políticas implementadas en materia de regulación financiera macroprudencial¹². Asimismo, el Banco Popular de China aplicó una política monetaria con mayor sesgo expansivo. En particular redujo la tasa de interés de referencia para la política monetaria, aunque según declaraciones posteriores no se efectuarían nuevas modificaciones en el corto plazo.

La política monetaria se encuadra en un escenario donde, la inflación minorista se estabilizó en el margen en torno a sus mínimos de los últimos años, posicionándose en 1,5% i.a. en diciembre (ver Gráfico 2.42). Así, la suba de los precios se mantuvo por debajo de la meta de inflación de las autoridades (3,5% i.a.), y considerando los menores valores de las materias primas en general y del petróleo en particular, redundarían en un beneficio para la economía china —principal importadora neta de materias primas a nivel global—.

En lo que respecta al comercio exterior, el valor de las compras al exterior continuó expandiéndose a un ritmo más acotado (0,6% i.a. en los últimos 12 meses acumulados a diciembre). Por su parte, las ventas externas recuperaron algo de dinamismo al crecer 6% i.a. en igual período. De este modo, el saldo comercial exhibió una mejora en 2014, representando aproximadamente 3,9% del Producto.

Esta dinámica del comercio exterior implicó un aumento del saldo superavitario de la Cuenta corriente, que en 2014 representó 2,1% del PIB. Por su parte, la Cuenta capital y financiera (excluyendo



Inversión extranjera directa; IED) mostró un déficit (2,2% del PIB), básicamente por los egresos netos de capitales de corto plazo. De todas maneras, la IED continúa siendo uno de los principales componentes de los ingresos netos de fondos a China. Así, el resultado de la Balanza de pagos permitió al país seguir acumulando reservas internacionales (ver Gráfico 2.43).

En noviembre las autoridades de China y de Hong Kong anunciaron una serie de reformas para liberar los mercados de capitales, en el marco de un programa denominado Shanghái/Hong Kong Stock Connect. En esta línea, los inversores chinos podrán comprar acciones en la bolsa de Hong Kong, al tiempo que a los inversores internacionales se les permitirá adquirir títulos en el mercado de Shanghái sin necesitar licencia por parte de las autoridades chinas¹³.

En un contexto de apreciación generalizada del dólar, en 2014 el renminbi se depreció cerca de 3% frente a la moneda norteamericana, constituyendo el primer incremento anual del tipo de cambio bilateral desde 2005 (ver Gráfico 2.44).

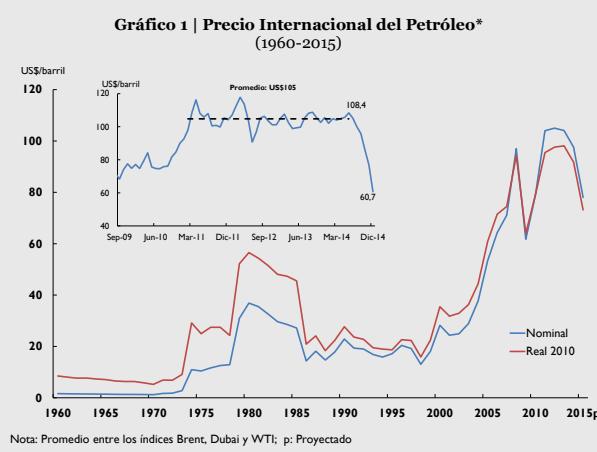
Para 2015 los organismos internacionales y analistas especializados prevén un crecimiento económico de aproximadamente 6,8%, al tiempo que los analistas especulan que el gobierno se plantearía en marzo una meta de expansión en torno a 7% para el año. Cabe señalar que el escenario de menores precios de materias primas en general y del petróleo en particular tendría un impacto positivo sobre la economía china dada su posición de importadora neta de productos primarios. Al respecto, se destaca que el FMI estima que la caída del valor del crudo podría redundar en un incremento adicional del Producto de China de entre 0,4 p.p. y 0,7 p.p.

¹³ Este nuevo plan despertó gran interés entre los analistas internacionales, quienes prevén que podría redundar en un fuerte ingreso de flujos de capitales al país asiático, aunque señalan que la oferta de títulos todavía no brinda muchas opciones para diversificar los portafolios de los accionistas. Recientemente se verificó una fuerte caída en el mercado de valores de Shanghái luego de que la Comisión de Regulación de los Mercados de China (CSRC, por su sigla en inglés) impusiera restricciones al apalancamiento para la adquisición de acciones. Según algunos analistas, estas medidas tendrían como objetivo mitigar la especulación en el mercado, ante los riesgos de la eventual formación de una burbuja financiera.

Apartado 1 / Factores estructurales y coyunturales detrás de la reciente caída del precio internacional del petróleo

Luego de casi cuatro años de relativa estabilidad en la cotización del petróleo crudo¹⁴, en niveles cercanos a los US\$100 por barril, el precio de este producto se redujo prácticamente a la mitad de dicho valor desde junio de 2014. En la actualidad se ubica cerca de los mínimos de los cinco años previos. Sobre este desempeño influyeron factores comunes a la baja generalizada de los precios de los *commodities*, tales como la apreciación del dólar estadounidense y el menor dinamismo de la actividad mundial —que limitó el crecimiento de la demanda de productos energéticos y de metales y minerales¹⁵—. Sin embargo, en la inesperada y abrupta caída en el valor del petróleo crudo que se verificó durante el segundo semestre de 2014 confluyeron otros factores tanto monetarios, como financieros y reales (ver Gráfico 1).

Una mejor comprensión de las causas de este fenómeno resulta imprescindible para la definición de posibles escenarios futuros dada la incidencia de este insumo energético sobre las cadenas de valor. Asimismo, este comportamiento tiene consecuencias a escala mundial en términos de crecimiento económico, redistribución de ingresos, precios, resultados fiscales y flujos comerciales y financieros.



¹⁴ En base al Índice de Precios del Banco Mundial, compuesto por el precio promedio simple del Brent —que se extrae de yacimientos offshore del Mar del Norte—, el West Texas Intermediate (WTI) —de los Estados Unidos— y Dubai —de Medio Oriente—.

¹⁵ El índice de precios del agrupado de metales y minerales del Banco Mundial disminuyó un 7% en el segundo semestre de 2014.

La mayoría de los analistas especializados —los cuales no previeron el año pasado esta fuerte caída— en la actualidad sostiene que el factor dominante en la explicación de la disminución se asoció a cambios en las condiciones de oferta. En menor medida, según estas fuentes, la disminución podría deberse a una combinación de causas adicionales: la debilidad de la demanda global; la revalorización del dólar; los menores riesgos geopolíticos en naciones productoras de hidrocarburos y la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)¹⁶ de no recortar la producción. Desde otras perspectivas se sostiene que la creciente “financiarización”¹⁷ asociada a que los bienes primarios se convirtieron en un activo de inversión financiera sumó volatilidad a la cotización del crudo.

El Banco de Pagos Internacionales (BIS, por su sigla en inglés) señaló recientemente que las variaciones en la producción y en el consumo parecieran ser insuficientes para explicar semejante corrección del precio, la cual estaría asociada también a una cuestión financiera. De modo análogo al de otros activos financieros, el petróleo se habría visto influido por cambios en las expectativas sobre las futuras condiciones del mercado (como por ejemplo la decisión de no recortar la producción por parte de la OPEP). Asimismo, el organismo resaltó que la caída del precio del petróleo elevó los riesgos de liquidez y solvencia del sector, en un marco de significativo incremento de la deuda corporativa petrolera. Como consecuencia, con el objetivo de mantener los flujos de fondos, la disminución del precio del petróleo genera incentivos a las empresas a no recortar los niveles de producción y a incrementar sus posiciones vendidas en los mercados de futuros. Ello estimularía mayores caídas en las cotizaciones del crudo.

Respecto a los factores estructurales¹⁸ del sector, se observan modificaciones importantes, tanto de la

¹⁶ Grupo de las principales naciones petroleras que coordina sus políticas de producción a través de un sistema de cuotas de extracción para cada uno de sus miembros. Creado en 1960, actualmente está conformado por Angola, Arabia Saudita, Argelia, Ecuador, Emiratos Árabes Unidos, Irán, Irak, Kuwait, Libia, Qatar y Venezuela.

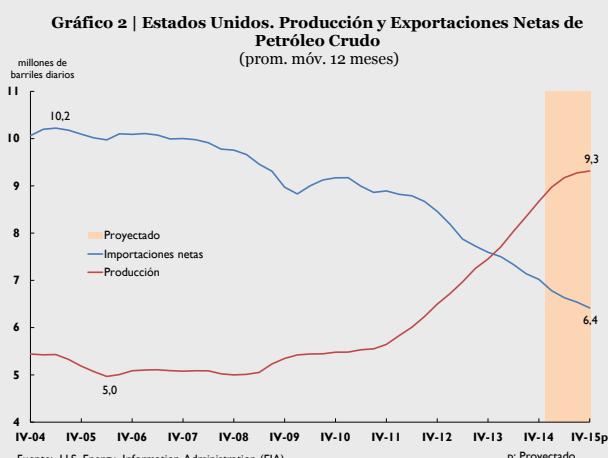
¹⁷ Posiciones especulativas y de arbitraje en los mercados de activos financieros.

¹⁸ Para mayor detalle de la estructura del mercado global de petróleo ver Apartado “Evolución Reciente de los Precios Inter-

oferta como de la demanda, que permitieron, entre otras cosas, disminuir la fuerte dependencia que presentaban algunas economías de la importación de petróleo crudo.

En los últimos años el auge en la producción no convencional de petróleo por fuera de la OPEP modificó los patrones de las transacciones comerciales globales. En particular, se hizo sentir la mayor importancia del *shale oil* en los Estados Unidos¹⁹, y de otras fuentes alternativas de energía —principalmente gas natural²⁰ y biocombustibles²¹.

En el segundo semestre de 2014, la producción de crudo de los Estados Unidos alcanzó los 9,1 millones de barriles por día. Ello equivale a un incremento del 82% respecto a los 5 millones que se producía en igual período de 2005. Si bien esta economía no exporta crudo, las importaciones netas se redujeron 35% en 10 años, generando un excedente de producción global²² (ver Gráfico 2).



Pese a que más del 43% de la producción mundial de crudo se concentra en la OPEP —con Arabia Saudita representando casi un tercio—, los Estados Unidos incrementaron su participación sobre el total respecto a tan sólo 5 años atrás en 3,2 puntos porcentuales (p.p.), seguido por Irak (+0,9 p.p.) y Rusia (+0,7 p.p.; ver Gráfico 3).

nacionales del Petróleo". **Panorama Global de Commodities** de Octubre de 2014.

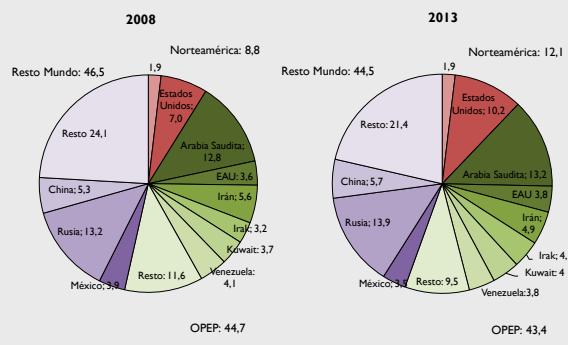
¹⁹ Y, en menor grado, el aumento de la oferta no convencional proveniente de las arenas bituminosas canadienses.

²⁰ Para mayor detalle de la estructura del mercado global de gas natural ver Apartado “Evolución de los Precios Internacionales de Gas Natural”. **Panorama Global de Commodities** de Agosto de 2014.

²¹ De todas formas, según el Banco Mundial, los biocombustibles sólo representan el equivalente del 1,5% del consumo mundial de petróleo, aportando los Estados Unidos el 44% de la producción mundial.

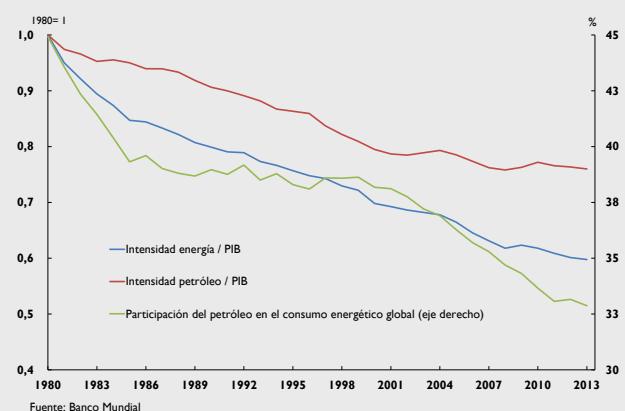
²² La OPEP concentra el 60% de las exportaciones mundiales, seguido por Rusia (12%), y en menor medida, Canadá, Noruega, Reino Unido y México.

Gráfico 3 | Estructura de la Producción Mundial de Petróleo



Por el lado de la demanda, se observa una gradual disminución de la importancia relativa del petróleo en la economía mundial. El cambio en la demanda se explica, por un lado, por el uso tecnológico más eficiente en el consumo de energía —especialmente en transporte— y la mayor participación en el crecimiento de sectores menos intensivos en energía. Por otra parte, la sustitución por otras fuentes alternativas de energía, entre los que se destacan el gas natural y el reciente desarrollo de la industria de biocombustibles también contribuyó a que el petróleo disminuyera su participación en el consumo energético (ver Gráfico 4).

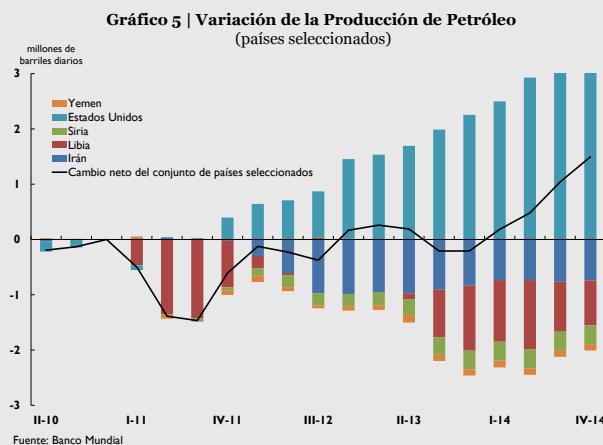
Gráfico 4 | Intensidades de la Energía y el Petróleo en el PIB y Participación del Petróleo en el Consumo Energético Global (1980-2013)



Respecto a los factores coyunturales del sector, también confluyeron elementos que afectaron tanto a la oferta como a la demanda de crudo.

A partir del segundo semestre de 2014, por el lado de la oferta, se visualizó un aumento sorpresivo en la actividad extractiva. Este aumento se debió a la recuperación de algunas economías que habían reducido su producción como consecuencia de conflictos políticos. Se destacan los casos de Li-

bia²³, Irak y Nigeria, países que aumentaron la producción a niveles superiores a los previos a los conflictos. En tanto, y en contraste con otras ocasiones, la OPEP no implementó medidas para contraer la producción con el objetivo de limitar las caídas del precio internacional del crudo²⁴. De este modo se observó un incremento neto de la oferta global a partir del segundo trimestre de 2014 (ver Gráfico 5).



En tanto, la debilidad de la demanda mundial —particularmente ante la moderación del ritmo de expansión de las economías emergentes (cuyo crecimiento es relativamente más intenso en el uso de energía²⁵)—, condujo a presiones adicionales a la baja en la cotización del petróleo. Según el análisis difundido por la Agencia Internacional de Energía (IEA, por sus siglas en inglés) la debilidad de la demanda explicaría entre un 20% y un 30% de la caída reciente de los precios del crudo.

²³ Si bien el aumento de la producción de Libia se revirtió en noviembre de 2014, no alcanzó a compensar el significativo incremento registrado entre junio y octubre.

²⁴ Incluso con anterioridad a la decisión del cartel adoptada a fines de noviembre de mantener el límite de producción colectiva en 30 millones de barriles por día, Arabia Saudita e Irak redujeron los precios de sus ventas externas de crudo destinadas a clientes asiáticos. De esta forma, estos miembros de la OPEP privilegiaron no ceder cuotas de mercado frente al avance de la producción norteamericana. Al respecto, algunos técnicos resaltan que una eventual reducción de la producción por parte de la OPEP podría resultar ineficaz para afectar el precio de ser compensada por otros productores de países no miembros de la Organización. A Arabia Saudita le sería demasiado costoso continuar sosteniendo su rol como el productor de mayor capacidad disponible, dispuesto a ajustar en mayor medida su producción con el objetivo de estabilizar los precios internacionales dentro de una banda deseada. Bajo este argumento, a menos que los recortes sean compartidos por otros productores no pertenecientes a la OPEP, no se espera que el cambio de estrategia se modifique en el corto plazo.

²⁵ Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), la participación del consumo de petróleo en el PIB es del 3,8% en los Estados Unidos, del 5,4% en China y del 7,5% en la India e Indonesia en cada caso.

En 2014 la producción mundial de petróleo se expandió fundamentalmente en países no pertenecientes a la OPEP (Estados Unidos, Canadá y Rusia), y, en menor medida, en algunos países de la OPEP. Esta última expansión compensó de sobremanera las interrupciones no planificadas de sus miembros, superando la cuota establecida por el cartel de 30 millones de barriles diarios (mb/d). De este modo, la producción mundial se incrementó en 2 mb/d, en tanto que la demanda sólo creció 1 mb/d.

En diciembre, y en este contexto de exceso de oferta se conocieron las proyecciones actualizadas de la Administración de Información Energética de los Estados Unidos (EIA, por su sigla en inglés): las mismas indicaban que, a pesar de la caída de los precios, los Estados Unidos continuarían con su ritmo de extracción no convencional de crudo, lo que motivó expectativas de un mayor excedente mundial de petróleo. De esta manera, la caída del precio del crudo se aceleró aún más, disminuyendo 21% sólo en el último mes de 2014.

Finalmente, la apreciación generalizada del dólar contribuyó a la reducción de los precios del crudo expresados en esa moneda —efecto que también impactó sobre el resto de los *commodities*— (ver Gráfico 6). El Banco Mundial estimó que un 10% de apreciación del dólar se asocia con una disminución entre 3% y 10% del precio del petróleo.

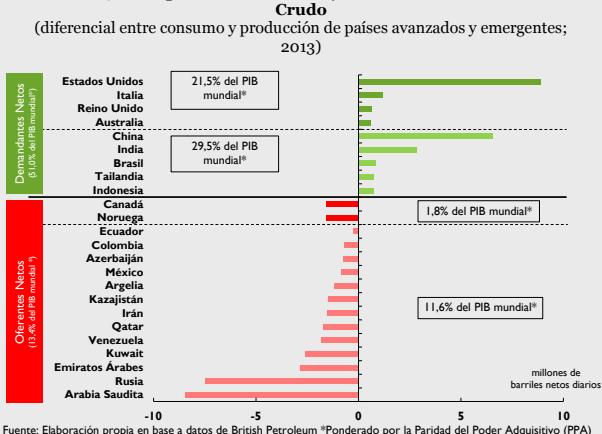


Hacia adelante, se estima que el descenso de los precios del petróleo generará diversos efectos sobre la economía mundial. Por un lado, podría favorecer el crecimiento global²⁶, produciendo a su vez significativos efectos redistributivos entre los países

²⁶ El FMI estima un aumento del PIB mundial entre 0,3% y 0,7% en 2015, en comparación con un escenario sin caída de los precios de petróleo, a partir del impulso a la demanda de un mayor ingreso disponible en los países importadores netos de crudo.

importadores y exportadores de este producto. Los menores precios impactarían negativamente en economías de países que son actualmente oferentes netos de petróleo, como Rusia, Irán, Nigeria y Venezuela, los cuales podrían ver afectados sus ingresos fiscales y los valores de sus exportaciones, así como sus flujos de capital. Por otra parte, mejoraría la situación de aquellos países demandantes netos, entre los que se cuentan las principales economías avanzadas y emergentes como los Estados Unidos, la zona del euro, Japón, China e India. Esta mejora podría darse como resultado de una reducción de las presiones inflacionarias y del incremento de los ingresos disponibles de sus poblaciones (ver Gráfico 7). También influiría positivamente sobre las cuentas externas de estos países al reducir los valores de las importaciones energéticas, al tiempo que, en algunos casos, reduciría los costos fiscales de los subsidios energéticos vigentes.

Gráfico 7 | Principales Demandantes y Oferentes Netos de Petróleo



Fuente: Elaboración propia en base a datos de British Petroleum *Ponderado por la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA)

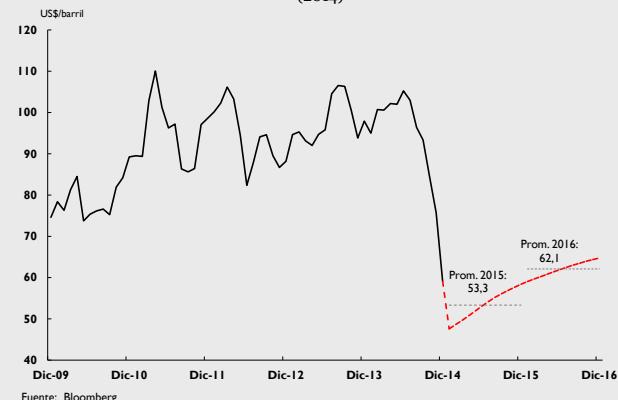
Asimismo, se espera que los bajos precios del petróleo ejerzan presión sobre los precios de otros mercados y tengan un impacto generalizado sobre los valores de toda la cadena productiva global, dada su relevancia en la estructura de costos de los distintos sectores. Los precios más bajos del petróleo reducen los costos de la energía en general —principalmente energía eléctrica, naftas y del gas natural en Europa y Asia²⁷—; y el petróleo es materia prima para diversos sectores, entre los que se destacan en particular el transporte, la petroquímica, la industria del papel, la metalúrgica y la actividad agropecuaria. El impacto sobre la inflación general varía entre los distintos países, dependiendo de la intensidad energética de cada economía, del momento del ciclo, así como del grado de trasbasamiento de las caídas en los costos hacia los

²⁷ En Asia, y en menor medida en Europa, el precio del gas es fijado a través de contratos de largo plazo indexados, al menos parcialmente, a la cotización del petróleo, mientras que en los Estados Unidos se establece a través del mercado en el centro del comercio de Henry Hub.

precios de venta de los bienes. Esto último dependerá del grado de competencia del mercado y de las características regulatorias de la economía en cuestión. Estas consideraciones resultan de particular preocupación para la zona del euro y Japón, ya que podrían implicar mayores riesgos de deflación e influir en la determinación de sus políticas monetarias (ver Apartado 4). Asimismo, las tasas reales de interés crecientes —por una caída más que proporcional de la inflación— serían un factor que desestimularía el crecimiento en esas economías.

En cuanto a la definición de posibles escenarios futuros, cabe destacar el elevado grado de incertidumbre que se registra en los mercados y entre los diversos expertos del sector privado y de organismos internacionales. Según se desprende de la evolución de los contratos financieros a futuro, durante 2015 el precio del petróleo se ubicaría en torno a US\$53 por barril, en coincidencia con algunas estimaciones que plantean que los precios tenderán a estabilizarse entre US\$50 y US\$60 por barril (ver Gráfico 8). Los miembros de la OPEP proyectan un aumento gradual del precio, dado que estiman que la demanda de petróleo se recuperaría a partir de la segunda mitad de 2015, cuando los mayores importadores de petróleo, como India o China, comiencen a aprovechar los bajos precios.

Gráfico 8 | Precio del Brent y Futuros (2014)



Si bien no pueden descartarse episodios que afecten significativamente al precio del petróleo en el corto plazo, como la interrupción del suministro en algún país por conflictos geopolíticos o nuevas decisiones de la OPEP, la mayor incertidumbre se centra en el mediano plazo. La producción no convencional de este hidrocarburo podría dejar de ser rentable frente a un escenario de precios en baja dados sus elevados costos de extracción, lo que

conduciría a menores inversiones en infraestructura necesaria para el desarrollo de la actividad²⁸.

En conclusión, la inesperada y abrupta caída en el valor del petróleo crudo que se verificó durante el segundo semestre de 2014 fue el resultado de la combinación de factores tanto estructurales como coyunturales con implicancias sobre la oferta y la demanda de ese mercado. La predominancia de los cambios estructurales que sustentan un exceso de oferta indica que probablemente la caída del precio del crudo tenga efectos de larga duración. Si bien se estima que el menor precio de este producto tendrá un efecto positivo en términos de crecimiento económico global, también podría originar consecuencias indeseadas. Estos resultados negativos podrían generar problemas en los flujos financieros, las posiciones fiscales y externas de algunos países e impactarían fuertemente en el endeudamiento corporativo sectorial. Esta situación conllevaría un riesgo adicional para la estabilidad financiera mundial.

²⁸ La hipótesis sostiene que los países exportadores de petróleo convencional sacrificarían ingresos a corto plazo con el objetivo de mantener la hegemonía a mediano plazo. En este caso, el resultado dependerá de la respuesta de la inversión a caída de la rentabilidad.

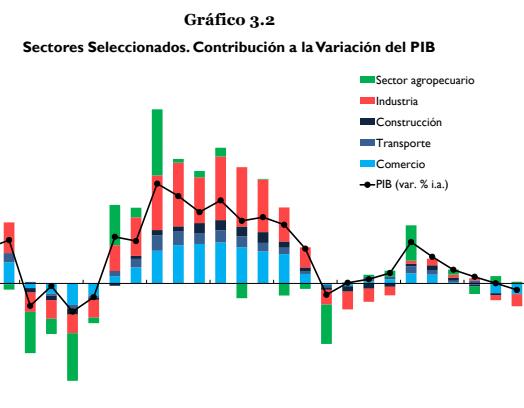
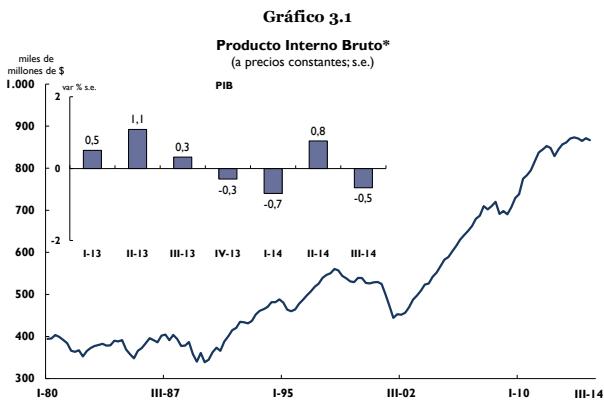
3 Actividad Económica

La actividad económica disminuyó levemente en el tercer trimestre de 2014 (-0,8% interanual —i.a.—; -0,5% respecto al trimestre anterior, sin estacionalidad), dejando un nivel de Producto en los primeros nueve meses del año pasado similar al de 2013. Contribuyeron a esta evolución un menor gasto interno y la continua retracción de las ventas al resto del mundo, fundamentalmente a Brasil. El Consumo privado cayó 1,4% i.a. y sustrajo 1 punto porcentual a la variación i.a. del Producto, al igual que la Formación bruta de capital, que disminuyó 4,7% i.a., a partir de la merma en el gasto en Equipo durable de producción (-12,3% i.a.), en particular de Material de transporte. El Consumo público moderó su expansión a 1% i.a. Las Exportaciones de bienes y servicios a precios de 2004 recortaron su caída a 8,4% i.a., mientras que las Importaciones acentuaron la baja a 15,2% i.a., resultando en un aporte positivo de las Exportaciones netas al PIB.

Dentro de la oferta, la producción de bienes disminuyó 1,3% i.a. en el tercer trimestre, en un contexto de crecimiento del sector agropecuario, estabilización de la construcción y caída de la industria—en particular del sector automotor—. Los servicios ralentizaron su crecimiento, producto de la reducción en la actividad comercial y el transporte.

Los indicadores parciales adelantados dan señales mixtas sobre la evolución del gasto interno en el cuarto trimestre del año pasado, al tiempo que se mantuvo la tendencia en términos generales de las variables vinculadas a la demanda externa, por lo que se estima que el PIB habría finalizado 2014 en niveles similares a los de 2013.

Para los próximos meses se espera un repunte de la demanda externa, a partir del moderado crecimiento económico previsto para los principales socios comerciales de Argentina, no obstante ellos registrarán nuevamente en 2015 una expansión inferior a la exhibida en años pasados. En tanto, la permanencia de las políticas públicas, que impactarían positivamente sobre la inversión, y la mejora prevista de los ingresos, producto de los incrementos salariales y las políticas de ingreso hacia los sectores de menores recursos, permitirán alentar a la actividad económica a partir de la mayor dinámica del gasto interno.



*Los datos desde 2004 son PIB base 2004=100, hacia atrás se realizó un empalme con las variaciones de la serie PIB 1993=100 - PIB Orlando J. Ferreres.
Fuente: INDEC y Orlando J. Ferreres.

3.1 Demanda

La actividad económica, capturada por el PIB base 2004, disminuyó levemente en el tercer trimestre (-0,8% interanual —i.a.—). Este desempeño fue consecuencia del deterioro de la demanda externa, principalmente desde Brasil, y del menor gasto interno, destinado tanto al consumo como a la inversión.

Como resultado, el PIB se mantuvo estable entre enero y septiembre (ver Gráfico 3.1). Una medición más amplia del crecimiento económico también refleja el significativo incremento de la riqueza generada por nuestro país en los últimos veinte años (ver Apartado 2).

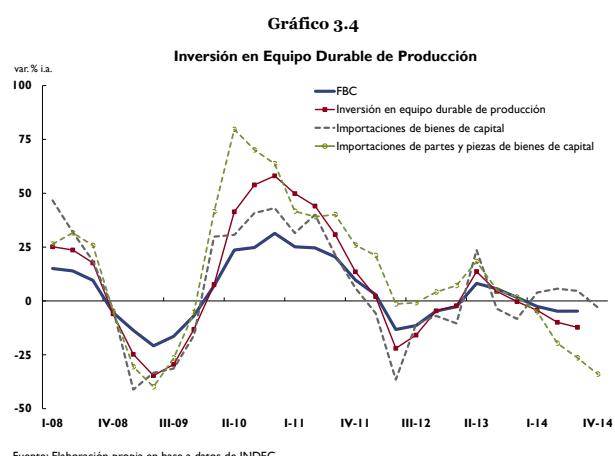
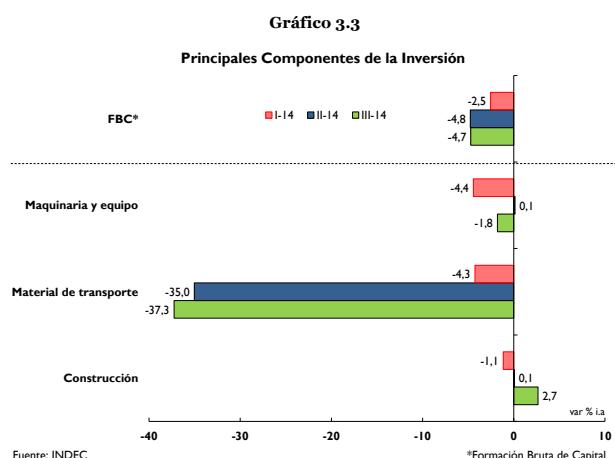
En tanto, los indicadores parciales adelantados correspondientes al cuarto trimestre dan señales mixtas para la evolución de la demanda interna y anticipan una disminución de las exportaciones, por lo que se estima que el PIB habría finalizado 2014 en niveles similares a los de 2013.

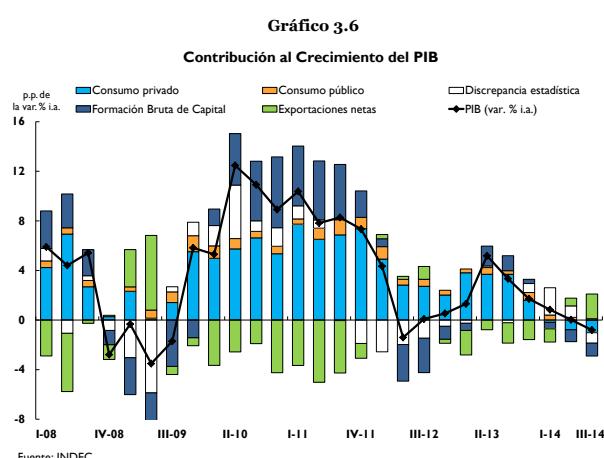
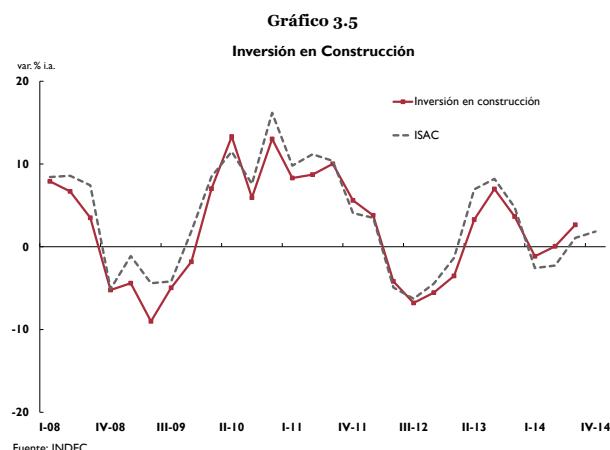
Inversión

Continuando con la tendencia de la primera mitad de 2014, la Formación Bruta de Capital (FBC) se redujo 4,7% i.a. en el tercer trimestre y acumuló una caída de 4,1% entre enero y septiembre (ver Gráfico 3.3). Como resultado, la inversión se situó en 21,1% del PIB en el tercer trimestre, en un nivel algo similar al correspondiente a igual período del año previo.

La caída de la FBC en el trimestre respondió a la merma en la inversión en Equipo durable de producción. Dentro de ésta se observó una baja tanto en Maquinaria y equipo (-1,8% i.a.) como en Material de transporte (-37,3% i.a.), de origen nacional y también del exterior. Por su parte, la inversión en Construcción exhibió una mejora de 2,7% i.a. entre julio y septiembre, tras mostrarse estable en los tres meses previos. Según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), esta dinámica habría sido resultado del desempeño favorable de las obras principalmente privadas, como las construcciones petroleras y las viviendas.

Los indicadores parciales adelantados disponibles señalaron que se habría mantenido la tendencia de los componentes de la FBC en el cuarto trimestre. Las importaciones en cantidades de Bienes de capital se redujeron aproximadamente 3% i.a. entre octubre y diciembre, mientras que las compras al exterior de Piezas y accesorios para bienes de capital





mostraron una baja cercana al 39% i.a. en igual período, vinculada en parte a la evolución del sector automotor (ver Subsección Oferta; ver Gráfico 3.4). Por su parte, el ISAC señaló que la actividad de la construcción volvió a registrar una mejora en el cuarto trimestre y se ubicó por encima del nivel observado en igual período de 2013 (+1,8% i.a.; ver Gráfico 3.5).

El Banco Central continuó estimulando la oferta de crédito, con el fin de vigorizar la inversión (ver Sección 9). En particular, permanecieron las políticas focalizadas en el financiamiento productivo, de largo plazo y se acentuó la orientación hacia las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs), a través de la Línea de Crédito a la Inversión Productiva. A su vez, siguieron operando las disminuciones de exigencia de Efectivo Mínimo y de exigencia de encajes en pesos para las entidades que hayan acordado financiación a MiPyMEs. También se mantuvieron los incentivos para dinamizar las transacciones con los Certificados de Depósito para Inversión (CEDIN)²⁹. En igual sentido, el Gobierno Nacional dio continuidad al Programa de Crédito Argentino (PRO.CRE.AR), orientado a la construcción, y al Fondo para el Desarrollo Económico Argentino (FONDEAR)³⁰, destinado a financiar inversiones en sectores estratégicos para el desarrollo, en actividades con elevado contenido tecnológico y a la generación de valor agregado en economías regionales³¹.

Consumo

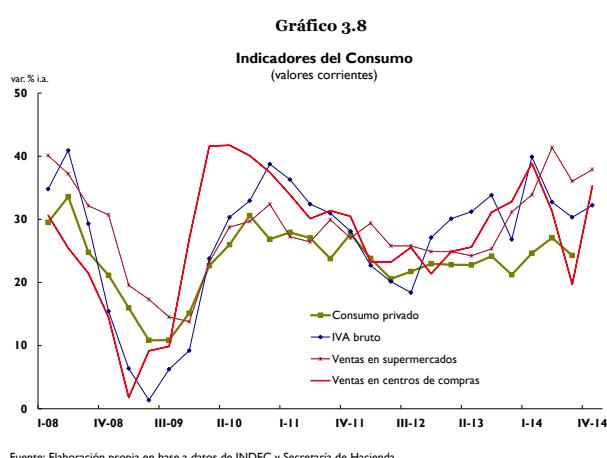
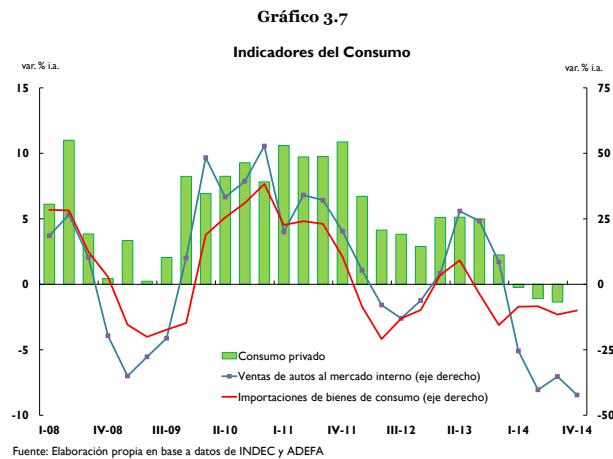
El Consumo privado exhibió una retracción de 1,4% i.a. entre julio y septiembre de 2014 y, dada su elevada participación, sustrajo 1 punto porcentual (p.p.) a la variación interanual del Producto en el período (ver Gráfico 3.6). Como resultado, en los primeros nueve meses de 2014 acumuló una merma de 0,9% i.a. Por su parte, el Consumo público moderó su tasa de variación, al crecer 1% i.a.

Los indicadores parciales adelantados trasmiten señales mixtas sobre la evolución del Consumo privado en el cuarto trimestre. Las ventas de autos nuevos en el mercado local cayeron 42,3% i.a. entre octubre y diciembre, al tiempo que las cantidades importa-

²⁹ Con el objetivo de estimular el uso del instrumento, se determinó que las entidades financieras podrán cobrar por el desempeño de tareas vinculadas a los CEDIN por los siguientes conceptos y valores, sobre el importe equivalente en pesos: 1) suscripción y emisión por cuenta y orden del BCRA hasta el 1%; 2) verificación de su aplicación hasta el 0,3%; y 3) servicio de pago hasta el 0,2%.

³⁰ Resolución del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas N° 353 que reglamentó al Decreto N° 606/14.

³¹ El nuevo fondo servirá para satisfacer las necesidades de financiamiento de grandes empresas y PYMES de todo el país a través de diversos instrumentos financieros como préstamos, aportes de capital en sociedades, bonificaciones de tasas de interés o aportes no reembolsables. Por ejemplo, para inversiones productivas se financiará hasta un 80% del monto total del proyecto a una Tasa Nominal Anual (TNA) del 14% para Pequeñas y Medianas Empresas (PyME) por un plazo de hasta 84 meses y del 19% para grandes empresas hasta 24 meses y luego tasa variable equivalente a LEBAC a 90 días, con tope mínimo de 14% y máximo de 25%.



das de Bienes de consumo volvieron a reducirse en dicho período, en 6,7% i.a. (ver Gráfico 3.7).

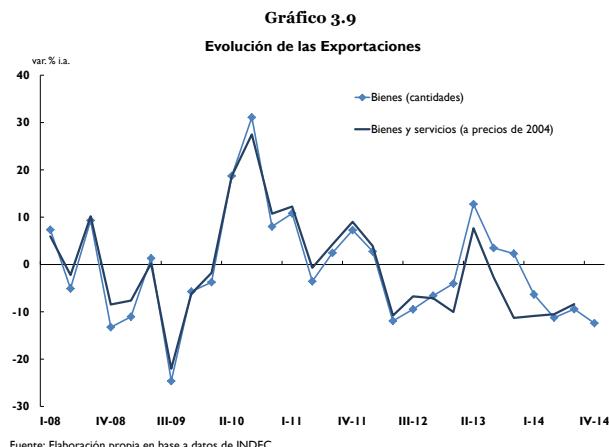
En tanto, las ventas en supermercados en términos nominales aceleraron su ritmo de suba a 37,9% i.a. en el cuarto trimestre, al igual que las ventas en centros de compras, cuya facturación se elevó 35,3% i.a. (ver Gráfico 3.8). También crecieron con más fuerza las ventas de electrodomésticos, en torno a 45% i.a. nominal en el último cuarto de 2014.

En el desempeño del consumo privado influyó la evolución de los ingresos de las familias, apalancados por las subas de las remuneraciones. De acuerdo al INDEC, el Índice de Salarios Nivel General creció cerca de 35% i.a. entre octubre y diciembre –3 puntos porcentuales por encima del promedio del primer semestre–, producto del impacto de las mejoras salariales (ver Sección 7). También habría impactado en igual sentido sobre los recursos de los hogares, la continuidad de las políticas de ingresos destinadas a los sectores más vulnerables y la implementación de medidas orientadas a instaurar condiciones crediticias más favorables para las familias.

Dentro de las primeras se destaca el aumento en mayo pasado de las asignaciones familiares –y en particular de la Asignación Universal por Hijo (AUH)– que implica para los sectores de menores ingresos un alza interanual en la segunda mitad de 2014 del 40% por este concepto, y la suba –en el marco de la aplicación de la Ley de Movilidad Previsional– de las jubilaciones y pensiones de 11,31% en marzo y de 17,21%, en septiembre. Adicionalmente, se destaca la puesta en marcha en septiembre último de la segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional³², con el objetivo de lograr la universalización de la cobertura del sistema previsional (ver Sección 4).

En cuanto a las políticas crediticias, el BCRA dispuso en junio pasado un régimen de tasas de interés máximas para préstamos a personas físicas, esencialmente personales y prendarios automotores, con el propósito de limitar el costo del crédito. Como resultado, se observó una baja en torno a 9 p.p. de la tasa de interés promedio de los préstamos personales durante el segundo semestre de 2014 (ver Sección 9). Paralelamente, el Gobierno Nacional extendió el Programa de Crédito Automotriz (PRO.CRE.AUTO), destinado a financiar, a tasas subsidiadas, la adqui-

³² Ley N° 26970.



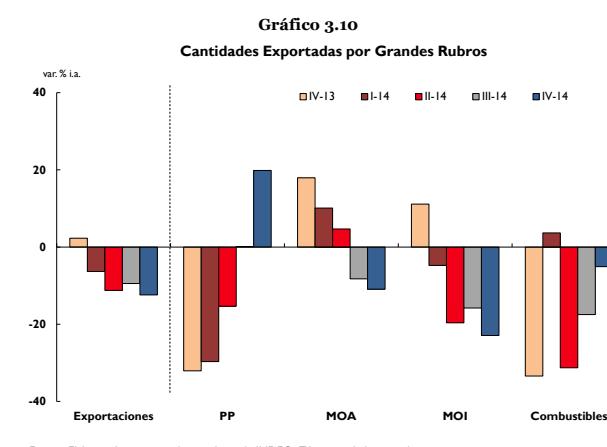
sición de vehículos nuevos de fabricación nacional³³. Adicionalmente, en septiembre se implementó el programa Ahora 12 para la compra de bienes y servicios en doce cuotas sin interés a través de tarjetas de crédito en los locales adheridos de todo el país. El programa, vigente hasta el primero de marzo de 2015, permite la compra de productos de industria nacional de sectores de línea blanca, motos, bicicletas, muebles, indumentaria, calzado, materiales para la construcción y turismo. Para ello, el BCRA dispuso una deducción de la exigencia de efectivo mínimo, del 16% de las financiaciones.

Junto con las políticas antes mencionadas, favorecerán a la dinámica del consumo en los próximos meses la exención en el pago de ganancias del medio aguinaldo de diciembre para los trabajadores de menores ingresos; un incremento de las jubilaciones y pensiones de 18,26% en marzo próximo; los resultados de las negociaciones salariales y el incremento en el Salario Mínimo Vital y Móvil, con una primera suba en septiembre pasado de 22,2% y un nuevo aumento en enero de 2015 de 7,2% (ver Sección 7).

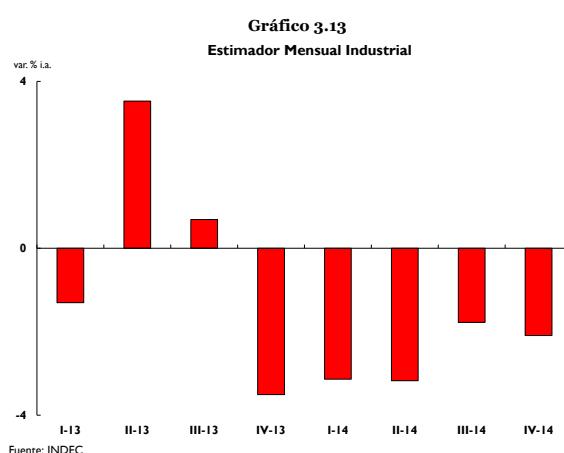
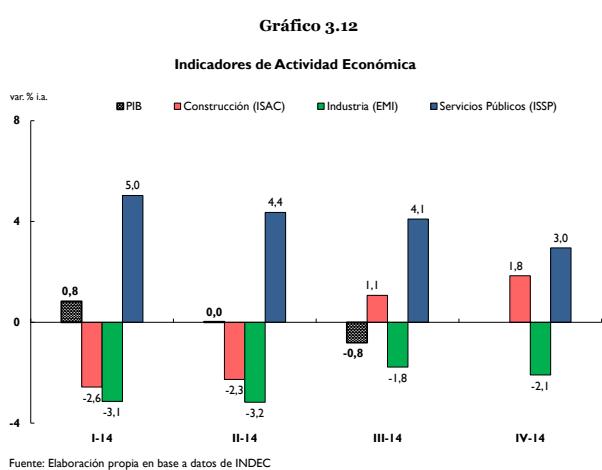
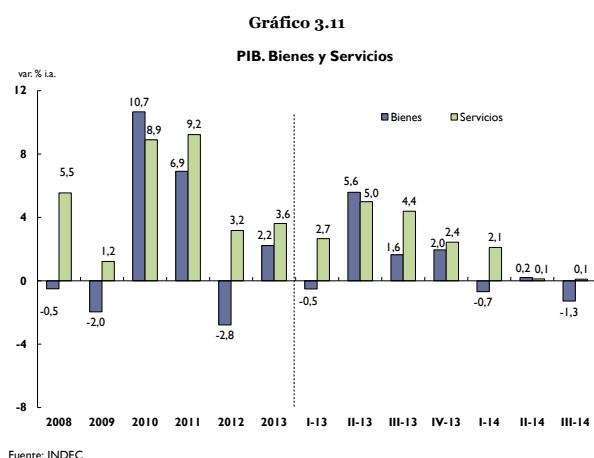
Exportaciones

Las exportaciones de bienes y servicios medidas a precios de 2004 recortaron la caída a 8,4% i.a. en el tercer trimestre y acumularon una retracción de 9,9% i.a. en los primeros nueve meses de 2014 (ver Gráfico 3.9). La baja de las exportaciones de bienes en el tercer trimestre fue producto principalmente de los menores envíos al exterior de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), al tiempo que también impactó la menor cantidad exportada de Combustibles y energía. En tanto, se stabilizaron los embarques de Productos Primarios (PP; ver Gráfico 3.10).

Los datos de Índice de Precios y Cantidad de Comercio Exterior señalan para el cuarto trimestre una merma de las ventas de bienes al exterior cercana del 12,4% i.a. (ver Sección 5). Las exportaciones de MOI fueron las principales responsables de dicha disminución, al acentuar su retracción a aproximadamente 23% i.a entre octubre y diciembre de 2014. La caída fue generalizada dentro de este rubro, destacándose los menores envíos del sector químico, de las manufacturas de metal, de aparatos, máquinas y materiales eléctricos y de textiles y confecciones. Los volúmenes exportados de MOA cayeron en torno a



³³ Se trata de un préstamo a “sola firma” del Banco Nación con un subsidio de 4 p.p. anuales de la TNA, a cargo de la Secretaría de Transporte. El programa prevé una TNA fija los primeros 36 meses y variable a partir del mes 37 y hasta la cuota 60. Mediante el mismo se puede financiar hasta el 90% del valor del vehículo.



11% i.a., producto de los menores embarques de preparados de carnes y pescados, de lácteos y de grasas y aceites. Las cantidades vendidas de Combustibles también se redujeron en el período (en torno a 5,1% i.a.), a partir de los menores despachos de carburantes y lubricantes.

Los envíos de PP fueron la excepción, con un aumento cercano a 20% i.a. en el cuarto trimestre, resultado del alza en las exportaciones de cereales, hortalizas y legumbres y pescados y mariscos.

3.2 Oferta

Durante el tercer trimestre la provisión de servicios se mantuvo relativamente estable en términos interanuales: el aumento de la intermediación financiera, entre otros, fue compensado por la caída en el comercio y el transporte (ver Gráfico 3.11). La producción de bienes disminuyó 1,3% i.a., en un contexto de crecimiento del sector agropecuario, estabilización de la construcción y caída de la industria (ver Gráfico 3.12).

Las estadísticas sectoriales disponibles para el cuarto trimestre dan cuenta de un aumento de la actividad en la construcción y del sector agropecuario, al tiempo que la industria continuó en baja. Los servicios se mantuvieron en terreno positivo.

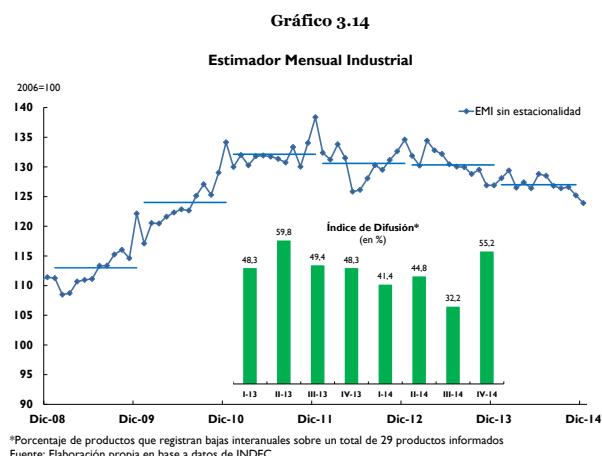
Industria

La actividad industrial, de acuerdo a Cuentas Nacionales, se redujo 1,5% i.a. en el tercer trimestre de 2014 y acumuló una baja de 1% i.a. en los primeros nueve meses del año pasado.

El Estimador Mensual Industrial (EMI) anticipa un recorte del nivel de actividad durante el cuarto trimestre, al disminuir 2,1% i.a. en este lapso (ver Gráfico 3.13).

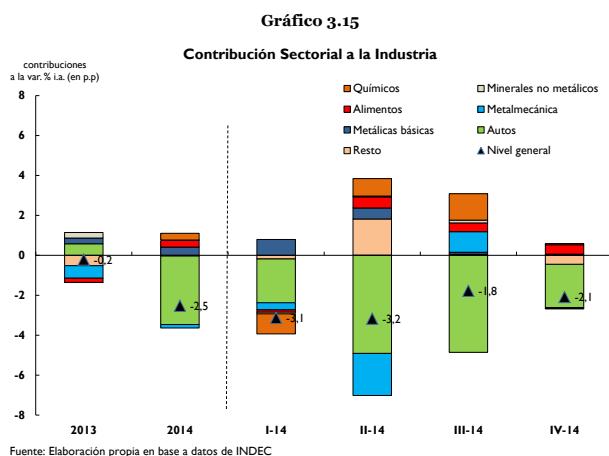
El comportamiento de la industria obedeció a una caída difundida entre los productos, aunque estuvo vinculada principalmente al desempeño del sector automotor (ver Gráfico 3.14).

La industria alimenticia fue el sector que contribuyó positivamente con más fuerza en la actividad industrial. Exhibió una suba de 2,4% i.a. en el cuarto trimestre y aportó 0,5 p.p. a la variación interanual del EMI (ver Gráfico 3.15). Este comportamiento fue difundido al interior del bloque, destacándose las subas en la molienda de cereales y oleaginosas, en la

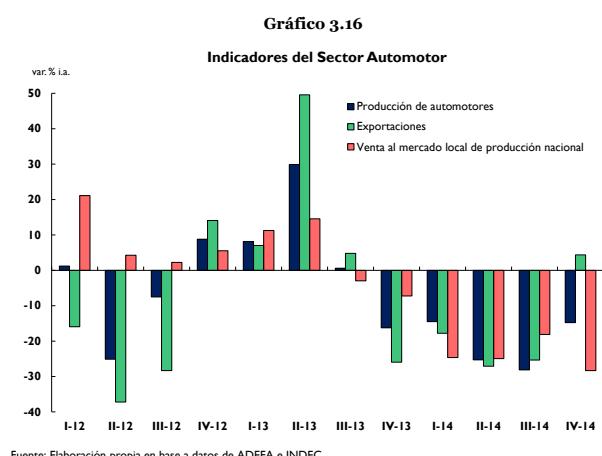


*Porcentaje de productos que registran bajas interanuales sobre un total de 29 productos informados

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



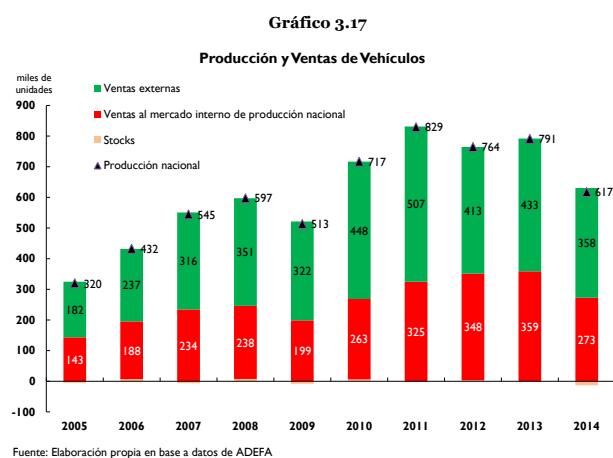
elaboración de bebidas y en la producción de carnes rojas y blancas, que compensaron la caída en los lácteos, entre otros.

La industria de metálicas básicas se mantuvo en ascenso en el cuarto trimestre (+0,7% i.a.), apalancada por la producción del acero crudo. La elaboración de sustancias y productos químicos también exhibió un crecimiento en el cuarto trimestre del año pasado que fue de 0,4% i.a. Favorecieron a este comportamiento la elaboración de productos farmacéuticos, químicos básicos y detergentes y productos de higiene personal, mientras que cayeron los agroquímicos y las materias primas plásticas y caucho sintético.

La refinación de petróleo evidenció un comportamiento dispar en los trimestres del año pasado, cerrando 2014 con un nivel de actividad similar al del año previo. Ante esta situación, a fines de diciembre, el Gobierno Nacional estableció, entre otras medidas, un plan con el fin de estimular los niveles de producción y exportación y lograr el autoabastecimiento de hidrocarburos. Dentro del mismo se incluyó un programa de incentivos a la producción, que consiste en otorgar la suma de 3 dólares adicionales por cada barril de petróleo producido si es que se sostienen o aumentan los niveles del último trimestre de 2014. Adicionalmente, producto de la caída del precio internacional del petróleo, el Gobierno dispuso reducir los derechos de exportación para el petróleo crudo y sus derivados con el fin de garantizar los niveles actuales de rentabilidad del sector y dinamizar las inversiones en el mismo.

La industria automotriz, si bien evidenció una mejora en el margen en parte por efecto de base de comparación, se redujo 14,8% i.a. en el cuarto trimestre y sustrajo 2,2 p.p. a la variación interanual del EMI (ver Gráfico 3.16). Según se desprende de los datos suministrados por la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA), la fabricación de vehículos alcanzó las 156 mil unidades durante el cuarto trimestre y totalizó 617 mil unidades en 2014. Si bien la producción alcanzada en el año implica una disminución de 211 mil vehículos en relación al máximo logrado en 2011, continúa siendo históricamente elevada (ver Gráfico 3.17).

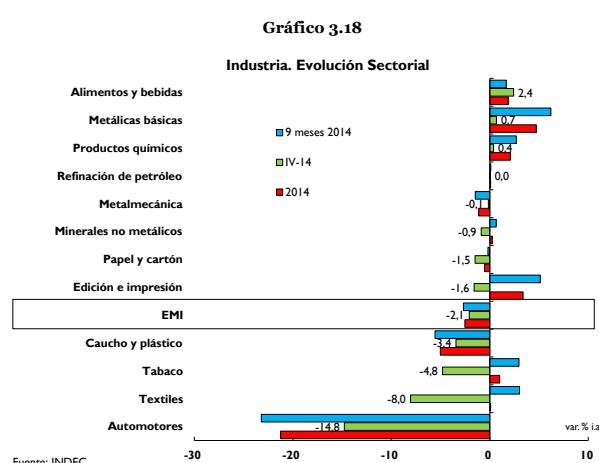
La dinámica de la producción automotriz respondió al desempeño tanto de la demanda externa como interna. Las exportaciones, que representan el 58% de la producción, se recuperaron el último cuarto del año pasado (+4,4% i.a.) pero acumularon en 2014 una caída de 17,4% i.a. Brasil, país al que se destina



en promedio el 85% de estas ventas al exterior, redujo las compras de autos argentinos 18,3% i.a. el año pasado (-2,5% i.a. en el cuarto trimestre). Por su parte, la demanda de autos nacionales en el mercado interno sufrió una retracción de 28,3% i.a. en el trimestre y de 23,9% i.a. en el año.

El desempeño del sector automotor impactó sobre sectores relacionados. La industria de caucho y plástico redujo su producción 3,4% i.a. en el último trimestre, mientras que la metalmecánica estabilizó su ritmo de crecimiento interanual a finales de año.

El nivel de actividad de los textiles, los minerales no metálicos, la producción de papel y cartón y el sector de edición e impresión en el último trimestre guardó correspondencia con la evolución del nivel general de la actividad económica (ver Gráfico 3.18).

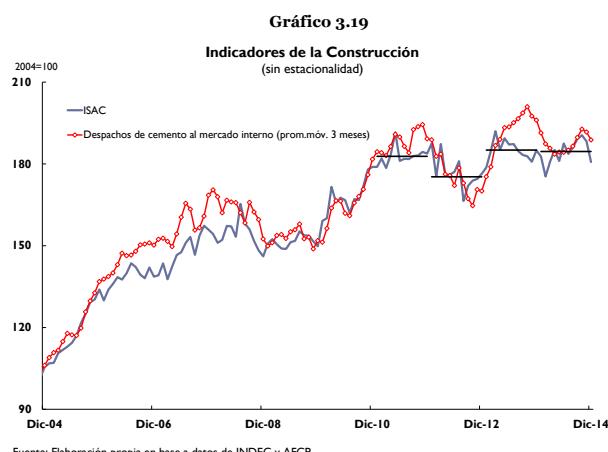


La Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) en la industria en general se ubicó en promedio en 72,6% entre octubre y diciembre y en 70,8% en 2014. De este modo, la UCI registró una variación interanual de -1,6 p.p. en el trimestre y de -1,9 p.p. en el año con respecto a 2013. La industria automotriz, el sector de caucho y plástico y la metalmecánica fueron los que registraron las mayores bajas en el año.

Construcción

La construcción mejoró su desempeño en el tercer trimestre, al registrar similares niveles de producción respecto de un año atrás. De este modo, la merma se redujo a 1,4% i.a. entre enero y septiembre del año pasado.

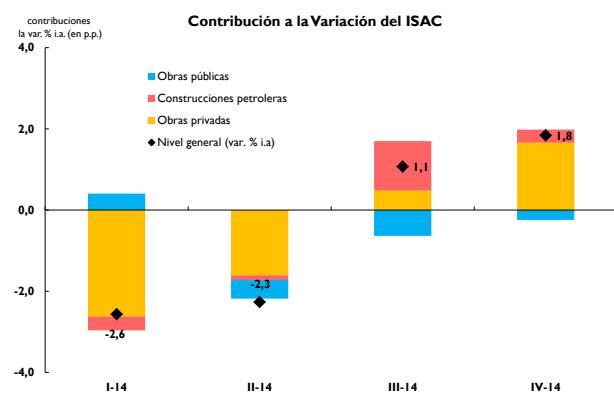
Según el ISAC, la actividad sectorial continuó mejorando en el cuarto trimestre. En este sentido, el indicador creció 1,8% i.a. entre octubre y diciembre, luego de elevarse 1,1% i.a. en los tres meses previos. En tanto, los despachos de cemento al mercado interno recortaron la caída a 3,5% i.a. (vs. 4,1% i.a. en el tercer trimestre; ver Gráfico 3.19).



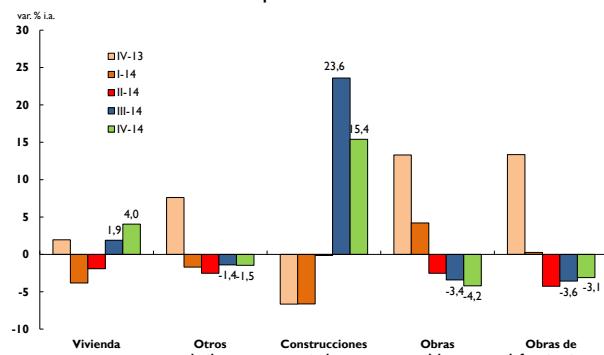
La dinámica favorable del sector en el último cuarto de 2014 habría respondido al desempeño de las construcciones fundamentalmente privadas (ver Gráfico 3.20). En particular, la edificación de viviendas creció con más fuerza que en los tres meses previos, 4% i.a., mientras que las obras con destino comercial e industrial cayeron nuevamente, 1,5% i.a. Las construcciones petroleras exhibieron un alto crecimiento, mientras que las obras de infraestruc-

Gráfico 3.20

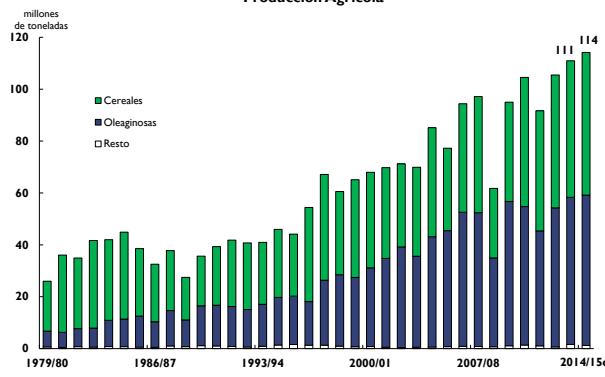
Contribución a la Variación del ISAC



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Gráfico 3.21
Bloques de la Construcción

Fuente: INDEC

Gráfico 3.22
Producción Agrícola

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

e: Estimado

tura se redujeron 3,1% i.a. y las obras viales lo hicieron en 4,2% i.a. (ver Gráfico 3.21).

Sector Agropecuario

La actividad agropecuaria se incrementó 2% i.a. en el tercer trimestre y acumuló una suba de 0,4% i.a. en los primeros nueve meses de 2014. El desempeño en el trimestre obedeció al crecimiento de la actividad agrícola, mientras que la producción pecuaria disminuyó debido al comportamiento de la faena bovina y de la producción de leche, más allá del aumento de la actividad del sector aviar.

Durante el cuarto trimestre se mantuvo la dinámica sectorial observada en el tercero. La expansión de la agricultura estuvo ligada a las tareas de la campaña 2014/15. De acuerdo a las últimas proyecciones del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca (MAGyP)³⁴ y considerando las favorables condiciones climáticas que se están evidenciando para el desarrollo de los cultivos, la campaña en curso lograría un nuevo récord de producción cercano a 114 millones de toneladas; ello significa un incremento de 2,9% con respecto al ciclo previo (ver Gráfico 3.22). Este aumento obedecería fundamentalmente a una suba en la producción de trigo y de soja (ver Apartado 3).

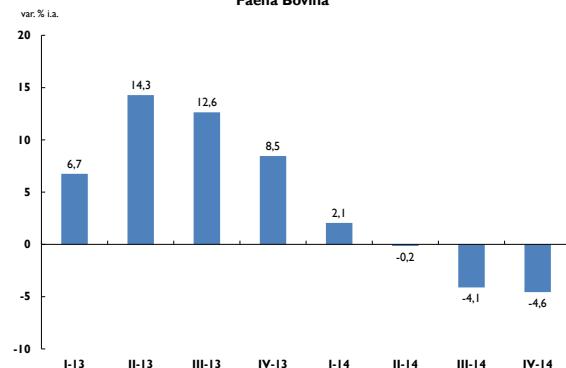
Según el MAGyP la cosecha de trigo habría finalizado con una producción de 13,9 millones de toneladas, resultando en un alza de 51,1% con respecto a la campaña pasada. Este incremento obedecería a una suba de los rindes y, principalmente, al aumento de la superficie implantada con el cereal a 5,26 millones de hectáreas (+44,1%). Por su parte, la cebada cervecera caería a 2,9 millones de toneladas (-38,4%), como consecuencia de una baja en la superficie y en los rindes.

Con respecto a la soja, el organismo oficial estimó un incremento del área sembrada a 20 millones de hectáreas (+1,1%). En tanto, para el maíz proyectó una superficie sembrada de 5,4 millones de hectáreas, lo que implica una merma de 11,8% con respecto a la del ciclo precedente.

La faena de ganado vacuno cayó 4,6% i.a. entre octubre y diciembre (ver Gráfico 3.23). Si se considera la evolución de los pesos de los animales, se observó una disminución en las toneladas de carne producida que llegó a 6,2% i.a. en el último cuarto de 2014.

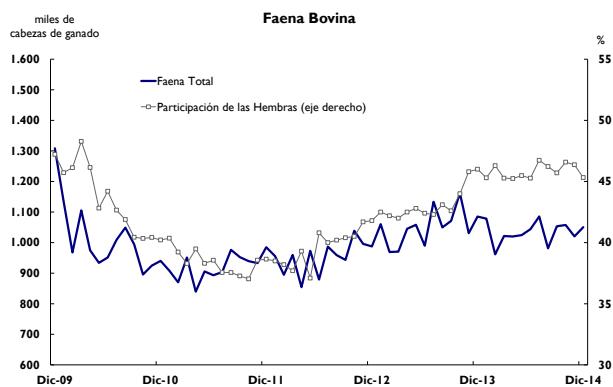
³⁴ Informe Mensual del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca de enero de 2015.

Gráfico 3.23
Faena Bovina



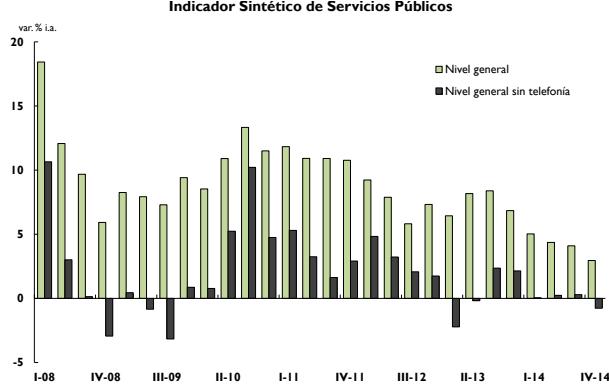
Fuente: Instituto de Promoción de la Carne Vacuna

Gráfico 3.24
Faena Bovina



Fuente: Instituto de Promoción de la Carne Vacuna

Gráfico 3.25
Indicador Sintético de Servicios Públicos



Fuente: INDEC

Este escenario fue acompañado de una caída del consumo en el mercado interno —al cual se destina aproximadamente el 93% de la producción—, tanto en toneladas totales (-2,9% i.a.) como por habitante (-7,6% i.a.; a 59,9 kg. per cápita por año). Las cantidades exportadas se recuperaron (+24,4% i.a.). Por otro lado, cabe mencionar el incremento observado en la participación de las hembras en la faena, que de sostenerse en el tiempo generará una menor oferta de cabezas vacunas en los próximos años (ver Gráfico 3.24). Por su parte, la producción de leche se habría reducido en el último cuarto de 2014, según se desprende de la información sectorial del EMI que cayó 2,4%. La producción se habría visto afectada por las fuertes lluvias registradas en las principales cuencas, que complicaron la logística y la entrada a los lotes para pastorear.

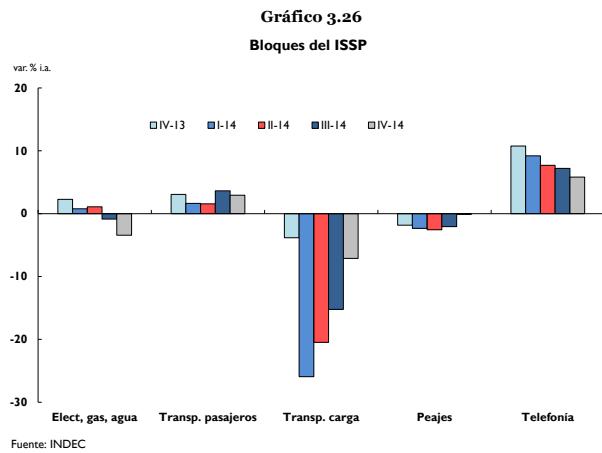
La faena de aves aceleró su crecimiento a 3,9% i.a. en el cuarto trimestre, tras elevarse 1,6% i.a. en el tercero. Este crecimiento habría estado alentado por el alza en torno a 3,5% i.a. del consumo interno en el último cuarto de 2014 —cuando se situó en aproximadamente 40,9 kg. por habitante por año—, mientras que las toneladas exportadas permanecieron en baja (-29% i.a.).

Servicios

La producción de servicios se mantuvo estable en términos interanuales en el tercer trimestre —con una variación de 0,1% i.a.— y registró un alza de 0,8% i.a. en los primeros nueve meses de 2014. La ralentización del crecimiento de este sector en el trimestre obedeció fundamentalmente a la caída en el comercio y el transporte, a pesar del crecimiento registrado por la intermediación financiera, entre otros.

Para el último cuarto de 2014, los indicadores parciales disponibles exhiben un menor ritmo de expansión que en los períodos anteriores. En particular, el Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) se incrementó 3% i.a. entre octubre y diciembre, luego de elevarse 4,1% i.a. en el tercer trimestre y 4,7% i.a. en la primera mitad del año (ver Gráfico 3.25).

Entre los componentes del ISSP, la telefonía redujo su ritmo de expansión a 5,8% i.a. pero siguió siendo la principal responsable del incremento del índice (ver Gráfico 3.26). El aumento obedeció fundamentalmente al incremento en las llamadas realizadas por telefonía celular y en el envío de mensajes de



texto. Dentro de la telefonía fija, nuevamente se incrementaron las llamadas internacionales y las interurbanas, mientras que las comunicaciones urbanas permanecieron en baja.

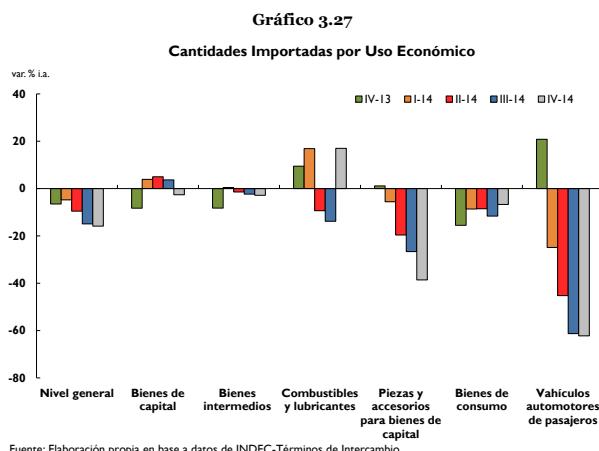
El transporte de pasajeros se mantuvo en alza en el último cuarto de 2014 —en torno a 3% i.a.—, favorecido por el incremento en la aeronavegación comercial de cabotaje, mientras que los vehículos pasantes por las estaciones de peajes se stabilizaron en términos interanuales en igual período (-0,1% i.a.).

El transporte de cargas volvió a retraerse, 7,1% i.a., en línea con el desempeño de la industria y del comercio exterior. En tanto, el suministro de electricidad, gas y agua se redujo 3,4% i.a., en respuesta al consumo de gas natural y a la demanda de energía eléctrica que compensaron el aumento del agua potable.

Importaciones

Las compras externas de bienes y servicios medidas a precios de 2004 cayeron 15,2% i.a. entre julio y septiembre y acumularon una disminución de 10,5% i.a. en los primeros nueve meses de 2014. A excepción de los Bienes de capital, la merma en la importación de bienes fue generalizada a los diversos usos en el tercer trimestre (ver Gráfico 3.27).

De acuerdo a los datos disponibles de Índice de Precios y Cantidad de Comercio Exterior, las cantidades importadas de bienes se redujeron en torno a 16% i.a. en el cuarto trimestre. En esta dinámica volvió a incidir en gran medida la merma en la adquisición al exterior de Vehículos automotores de pasajeros, de aproximadamente 62% i.a., y de Piezas y accesorios para bienes de capital, cercana a 39% i.a. A diferencia de los períodos previos, las importaciones de Bienes de capital disminuyeron aproximadamente 3% i.a. en el último cuarto de 2014 y las importaciones de Combustibles y lubricantes se elevaron 17% i.a. (ver Sección 5).



Apartado 2 / El Índice de Riqueza Inclusiva

Durante las últimas dos décadas la gran mayoría de las economías del mundo se expandió considerablemente, tal como lo refleja la medición tradicional y ampliamente difundida del Producto Interno Bruto (PIB). No obstante, existe creciente evidencia de que el progreso económico conseguido a escala global fue a costa de un alto precio en términos socioeconómicos y ambientales. Poco a poco, se fueron materializando las preocupaciones por desarrollar indicadores alternativos o complementarios al PIB a fin de medir tanto la calidad como la sustentabilidad inter-temporal del crecimiento y brindar una visión más integral del bienestar. Los índices de Desarrollo Humano y de Calidad del Crecimiento constituyeron un importante avance en dicha materia³⁵.

Recientemente se logró plasmar un criterio innovador que permite cuantificar el desempeño económico de los países en relación a su potencial y abarcar dimensiones no captadas por los indicadores convencionales. Se trata del Índice de Riqueza Inclusiva (IRI)³⁶ definida en sentido amplio como el agregado de tres componentes: 1) el **capital humano**, que involucra cuatro grandes conceptos: educación, habilidades, conocimiento tácito o implícito y salud; 2) el **capital producido**, compuesto por construcciones, maquinaria y equipo e infraestructura y 3) el **capital natural**, formado por la dotación de recursos renovables (la tierra cultivable y de pastoreo, los bosques y la riqueza marítima) y los no renovables (combustibles fósiles y minerales)³⁷.

El IRI fue presentado oficialmente por primera vez ante la Conferencia sobre Desarrollo Sostenible (Río+20) de las Naciones Unidas el 18 de junio de

³⁵ El *Human Development Index* (HDI) creado en los años noventa por el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo se integra con tres variables: la esperanza de vida al nacer; la educación y el PIB per cápita en términos de paridad de poder adquisitivo. El *Quality Growth Index for Developing Countries* (QGI) del Fondo Monetario Internacional incluye conceptos como igualdad de oportunidades, protección del empleo y disminución de la pobreza y pone énfasis en indicadores de estabilidad política y desarrollo financiero para medir la calidad del crecimiento de los países.

³⁶ El *Inclusive Wealth Index* surgió por la iniciativa conjunta de la Universidad de las Naciones Unidas (*International Human Dimensions Programme* –UNU IHDP– *Environment Programme* –UNEP–) en colaboración con el Instituto de la UNESCO Mahatma Gandhi de Educación para la Paz y el Desarrollo Sostenible, ASCENSO (África), el gobierno de Malasia, Grupo de Alta Tecnología, la Ciencia a la Acción (S2A), el Gobierno de Japón, y respaldada por la Alianza de Ciencia y Tecnología para la Sostenibilidad Global.

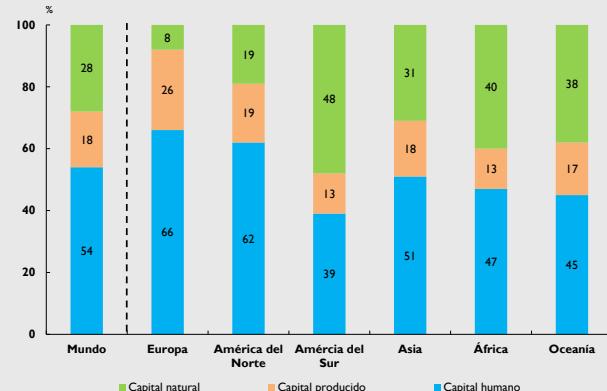
³⁷ Existen numerosas críticas respecto a considerar a las personas como activos económicos bajo el término de “capital humano”. Sin ignorar la validez de estas críticas, en este apartado se decidió conservar los términos empleados en el informe.

2012 con una compilación de los datos en dólares constantes³⁸ de 20 países, para el período 1990-2008. En la segunda y más reciente publicación, de diciembre de 2014, se extendió el análisis a 140 naciones, se perfeccionaron las mediciones y se actuallizaron las cifras hasta 2010.

Al brindar información sobre los *stocks*, el IRI permite evaluar si la dotación de recursos productivos totales de un país es suficiente para generar los flujos futuros de consumo³⁹. Según se desprende del último informe, entre 1990 y 2010 menos de la mitad de los 140 países evaluados se ubicaron en una trayectoria sostenible de crecimiento, implicando que el resto de las economías estaban consumiendo por encima de su capacidad de producción de largo plazo.

En Europa en general, y en Europa occidental en particular, los recursos naturales representan una baja proporción de su patrimonio total (8% y 2%, respectivamente). Por el contrario, el grueso de la riqueza natural está disperso por el resto de las regiones, con mayor concentración en América del sur, en algunas islas de Oceanía⁴⁰ y en África central. El informe también muestra que cuanto más avanzados son los países, mayor es la porción relativa de capital humano (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Composición de la Riqueza Inclusiva (1990-2010)



Fuente: Universidad de Naciones Unidas (*Inclusive Wealth Report 2014*)

En Argentina, la composición del IRI está en línea con la de los países de ingreso medio-alto. Los 3,1 billones de dólares constantes de riqueza inclusiva

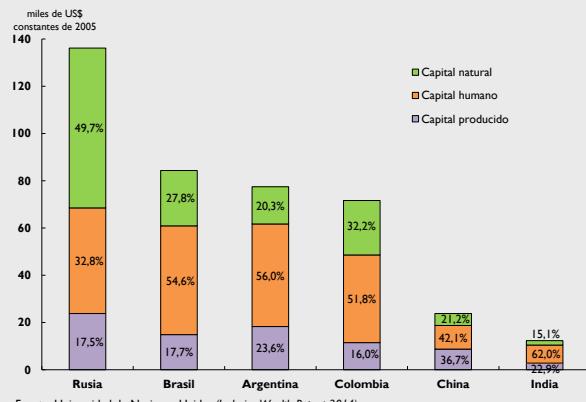
³⁸ En dólares Geary-Khamis (unidad monetaria con el mismo poder adquisitivo que el dólar en los Estados Unidos en 2005).

³⁹ El marco conceptual del índice se basó en un conjunto de trabajos que vincularon el valor actual neto de las posibilidades de consumo futuras, con la valoración de los recursos totales de una economía (para mayores detalles ver, entre otros: Dasgupta y Maler, 2000; Dasgupta, 2009, Arrow et al. 2012; Hulten, 1992, Heal and Kriström, 2005).

⁴⁰ Fiji y otras (región conocida como Melanesia).

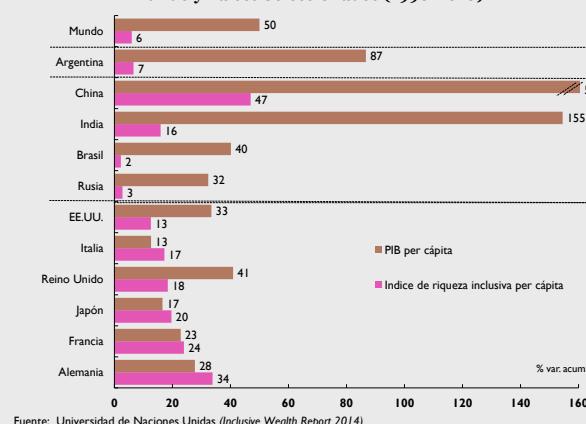
total de 2010, equivalentes a US\$77.449 per cápita, están constituidos en un 56% por capital humano, un 24% por capital producido y el 20% restante por recursos naturales. En términos per cápita, el IRI de Argentina es similar al de Brasil y Colombia, pero con mayor relevancia del Capital Humano y Producido (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Composición de la Riqueza Inclusiva per Cápita
Países Seleccionados (2010)



Analizando su evolución mundial, el IRI enciende señales de alerta desde el punto de vista ecológico. También pone de relieve la necesidad de profundizar dentro del análisis de la sustentabilidad del crecimiento, en el diseño de las políticas de promoción de inversiones. En efecto, mientras que el PIB global creció alrededor de 50% entre 1990 y 2010, una vez contabilizado los cambios en los stocks de capital humano, producido y natural, la riqueza a nivel global se expandió en el período apenas un 6%, por debajo del incremento poblacional (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | PIB y Riqueza Inclusiva
Mundo y Países Seleccionados (1990-2010)

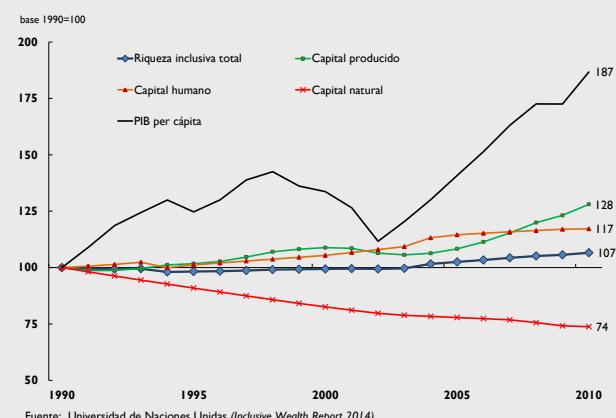


La gran diferencia entre la expansión del Producto y la del IRI entre 1990 y 2010 se explica básicamente por una fuerte pérdida de recursos naturales en un contexto de expansión moderada del capital humano. Así, el stock natural se consumió cerca del 30% a nivel agregado, como consecuencia de una

gran deforestación y un exagerado uso de energías no renovables⁴¹. En tanto, el progreso del capital humano fue preponderante en todos los países considerados, con un avance de 8% a escala mundial y una contribución del 55% de las ganancias totales en términos de riqueza, indicando la eficacia de las inversiones en educación y en salud. Por su parte, el capital producido, cuya tasa de cambio es capturada por los sistemas tradicionales de Cuentas Nacionales, creció a un ritmo similar al del Producto.

Argentina compartió dicha dinámica, con un crecimiento sostenido en el IRI que se acentuó a partir del año 2003. El capital humano fue el componente que más contribuyó al alza de la riqueza nacional, aportando 8,8 puntos porcentuales (p.p) al incremento total⁴² (ver Gráfico 4).

Gráfico 4 | Argentina. Evolución de la Riqueza Inclusiva Per Cápita



Desde una comparación internacional, de los 140 países incluidos en el análisis, 128 exhibieron tasas de variación del IRI positivas durante el período analizado. Cuando se lo contabiliza en términos per cápita, la cantidad de países que generaron riqueza en esas dos décadas se reduce a 85, incluyendo Argentina (+7%), quien se ubica por encima de Brasil (+2%). China y España están entre los primeros puestos (con 47% y 46% de suba, respectivamente) en tanto que en el extremo opuesto, con retracciones en sus niveles de riqueza, se encuentran países ca-

⁴¹ Cabe destacar que el trabajo no contempla los hallazgos de recursos energéticos convencionales y no convencionales posteriores a 2010.

⁴² Dado que el análisis de los datos llega hasta el año 2010, excluye los descubrimientos energéticos posteriores, que para el caso de Argentina, en materia de recursos no convencionales, resultan de gran relevancia. Entre ellos se destacan los recursos de *Shale Oil* en la formación Vaca Muerta por 150 millones de barriles equivalentes de petróleo (b.e.p.); la certificación por parte de Ryder Scott de recursos contingentes en Vaca Muerta por 1.525 millones de b.e.p. —recursos prospectivos por 21.167 millones de b.e.p.— y el hallazgo de formaciones en Neuquén que implican recursos de petróleo y gas no convencional por 927 millones de b.e.p. Por otro lado, los datos de Argentina no incluyen minerales, por lo que la riqueza natural real sería superior a la reportada en el informe.

racterizados por la utilización intensiva de energías no renovables, como Qatar y Emiratos Árabes Unidos.

Con respecto al capital humano, varios trabajos empíricos lo señalan como el componente de mayor potencial como fuente de riqueza, al ser el conocimiento un activo crucial en la era actual. Dentro del IRI, el factor humano se considera en sentido amplio e involucra tanto a la experiencia como a otros aspectos vinculados a la motivación, la conducta, la cultura y la salud emocional de los individuos. El aprendizaje se da tanto a través de los canales formales (sistemas educativos convencionales) como de los informales y también a lo largo de toda la vida, de modo que el estado de la salud y la esperanza de vida de una población inciden sobre la calidad del capital humano. En cuanto a la metodología de cálculo, el trabajo integra distintas técnicas, algunas basadas en los costos y otras en los ingresos⁴³.

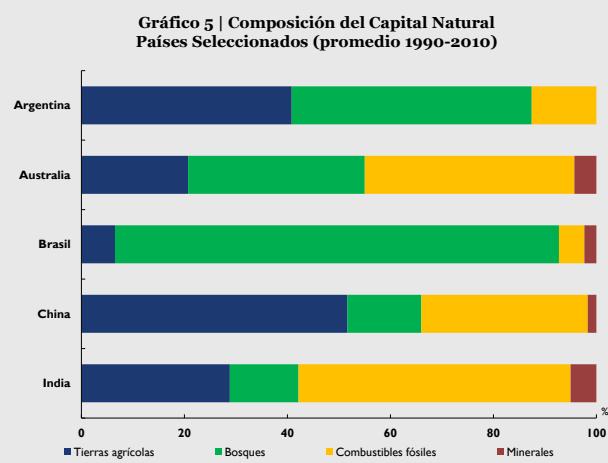
El capital humano per cápita de Argentina tiene un valor similar a los de Brasil y México, y es superior por ejemplo a los de Colombia, Perú, Bolivia, Indonesia, China e India. Las naciones más ricas en esos términos cuentan con entre 5 y 7 veces el acervo de capital humano de Argentina. Entre ellas se encuentran los Estados Unidos, Reino Unido, Francia, Alemania, Japón, Australia e Italia.

El *stock* de capital producido, el tipo de capital para el cual existe información mucho más detallada y exhaustiva, contribuyó con el 32% de la riqueza inclusiva global. En Argentina, entre 1990 y 2010 acumuló un incremento en términos per cápita de 28%, una tasa superior a las evidenciadas en Brasil y Rusia, pero inferior a la observada en el grupo de los países más avanzados del mundo (los Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Francia, Japón e Italia), en los que en promedio avanzó alrededor de 52% en el mismo lapso. El crecimiento del capital producido se aceleró en nuestro país durante la última década, aumentando en términos per cápita un 21% entre 2003 y 2010.

Para la valoración del capital natural el estudio de las Naciones Unidas consideró, entre otras variables, a las hectáreas de tierras cultivables y de pastoreo, la cosecha y la calidad de los cultivos producidos, la tasa de rentabilidad de las tierras, la cantidad de bosques, producción de madera, la cantidad y cali-

dad del agua, las reservas y los niveles de producción de combustibles fósiles y de minerales.

En cuanto a la evolución de la riqueza natural entre 1990 y 2010, Argentina quedó relativamente mejor posicionada. Se ubica en el puesto 46 de 140 países, donde sólo 13 registraron guarismos positivos. Asimismo, resulta interesante resaltar la diversidad del patrimonio natural de nuestro país, con una gran valoración de los bosques y las tierras agrícolas cultivables, comparativamente más armónica que en otros países (ver Gráfico 5).



Si bien el IRI se encuentra aún en una etapa experimental, viene a complementar los indicadores de sustentabilidad del crecimiento económico, brindando valiosa información acerca de la base productiva de las naciones y de las interrelaciones entre los distintos componentes de dicha base. Así, el nuevo índice integra y estandariza cuestiones relativas al cuidado del medio ambiente y al bienestar de los individuos.

⁴³ Ver Barro R. y Lee, J. (2010). *A New Data Set of Educational Attainment in the World, 1950-2010*. *Journal of Development Economics*, 104, 184-198; Jorgenson D. y Fraumeni B. (1989 y 1992) *The Accumulation of Human and Nonhuman Capital, 1948-84* National Bureau of Economic Research; Liu G. (2011) *Measuring the Stock of Human Capital for Comparative Analysis: An Application of the Lifetime Income Approach to Selected Countries*. OECD, working paper #41, entre otras.

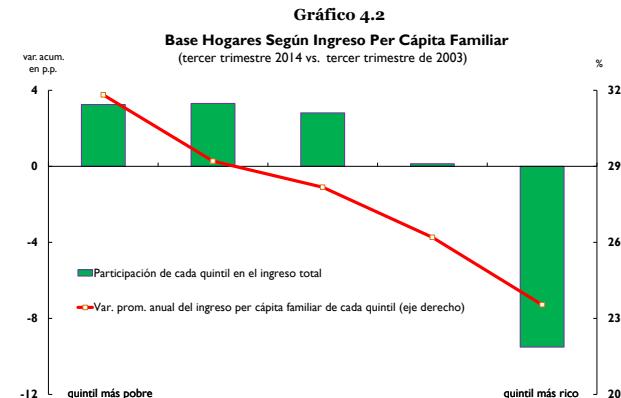
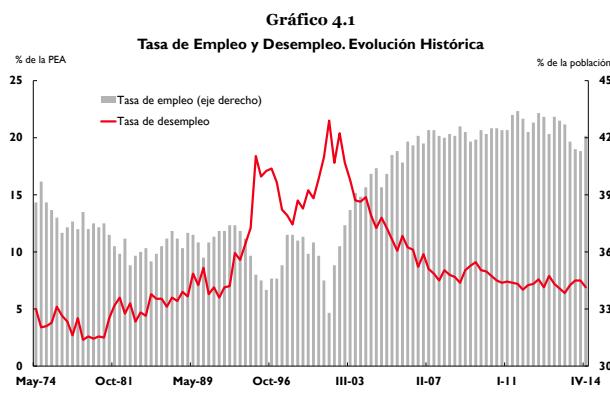
4 Condiciones socio-económicas

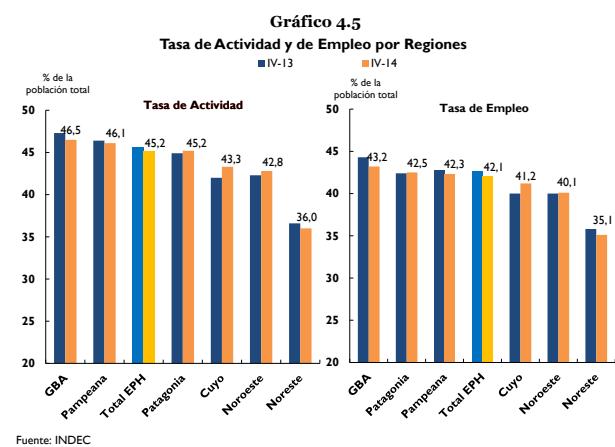
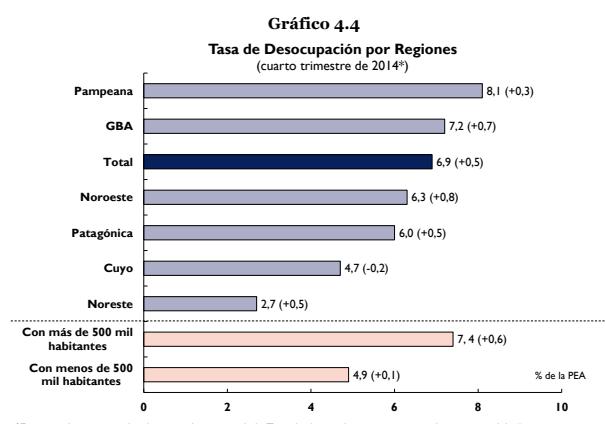
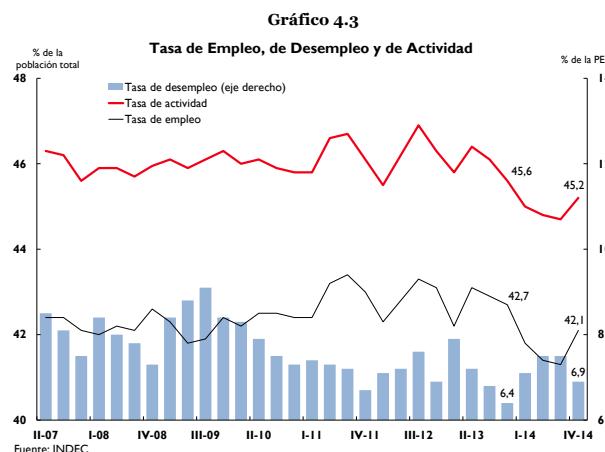
En el cuarto trimestre de 2014, la Tasa de desocupación se ubicó en 6,9% de la Población Económicamente Activa (PEA), significando una suba de 0,5 puntos porcentuales (p.p.) en términos interanuales (i.a.). Tanto la reducción en la Tasa de empleo hasta 42,1% de la población como la menor participación de la fuerza laboral contribuyeron a la evolución de la Tasa de desempleo.

La Tasa de subocupación también se incrementó en relación a su nivel de un año atrás, producto del desempeño de la subocupación demandante. De esta manera, la Tasa de desempleo abierto (compuesta por los desocupados y los ocupados de tiempo parcial que buscan activamente empleo) pasó de 11,5% de la PEA en el cuarto trimestre de 2013 a 13% un año después. Por su parte, aumentó el peso relativo de los empleados formales sobre el resto de los asalariados, reduciéndose la Tasa de informalidad hasta el 33,6% (-1 p.p. i.a.) en el tercer trimestre de 2014.

El desempeño de la actividad económica local se reflejó en una ralentización del ritmo de creación de nuevos puestos de trabajo registrados. Si bien en el ámbito del sector público el nivel de empleo formal creció a una tasa promedio de 4,1% i.a. entre enero y septiembre de 2014, la ocupación registrada por el sector privado se mantuvo prácticamente en sus niveles de un año atrás. Ello obedeció a la destrucción de puestos de trabajo formales en la industria, las actividades empresariales e inmobiliarias y la construcción, compensada por la generación de empleo registrado en algunas ramas ligadas a la producción de servicios.

Los salarios nominales de la economía finalizaron 2014 con un alza de 33,7% i.a., por encima del alza registrada un año atrás en línea con los mayores incrementos pautados por varios sindicatos en paritarias. Las condiciones en términos de distribución del ingreso se sostuvieron a partir de la profundización de las políticas activas tendientes a sostener la cantidad y calidad del empleo y la transferencia pública de ingresos hacia los sectores económicos más vulnerables. En particular se destacó la puesta en marcha a partir de septiembre de 2014 de la segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional, que permitiría en dos años alcanzar la universalización de la asistencia. Esto estuvo acompañado de la actualización de los haberes en el marco de la Ley de Movilidad Jubilatoria. Asimismo, se elevaron los montos de las asignaciones por escolaridad, de la Asignación Universal por Hijo y el Salario Mínimo, Vital y Móvil.





4.1 Principales Indicadores del Mercado Laboral⁴⁴

En el cuarto trimestre de 2014 la Tasa de desocupación se ubicó en 6,9% de la Población Económicamente Activa (PEA), según la información disponible de la EPH que releva 31 aglomerados urbanos (ver Gráfico 4.1). De este modo, se elevó 0,5 puntos porcentuales (p.p.) en relación a la tasa observada a fines del año anterior, en un marco en que se verificaron descensos en las Tasas de actividad⁴⁵ y de empleo⁴⁶ (ver Gráfico 4.3)⁴⁷.

El aumento del desempleo respecto de un año atrás fue generalizado en términos regionales, respondiendo mayormente a la dinámica observada en el Gran Buenos Aires (GBA), donde la desocupación fue de 7,2% de la PEA. En tanto, en los Aglomerados del Interior del País (AIP) el incremento del desempleo fue de menor cuantía, alcanzando el 6,6% de la PEA.

Asimismo, en el interior del país se verificó un aumento de la desocupación en todas las regiones, con excepción de Cuyo donde se registró una leve disminución en su Tasa hasta 4,7%. La suba en la Tasa de desempleo de la región del Noroeste fue la que mayor incidencia tuvo en la evolución de esta variable, seguida por el alza del desempleo en la Patagonia y en el Noreste (ver Gráfico 4.4).

El incremento del desempleo evidenciado a nivel regional respondió a dinámicas disímiles del mercado laboral. Mientras que en el Noroeste y en la Patagonia dicho desempeño se enmarca en un contexto de aumento de la participación de la fuerza laboral superior al alza del empleo; en el GBA, en la región Pampeana y en el Noreste ambas variables se redujeron en relación a un año atrás (ver Gráfico 4.5).

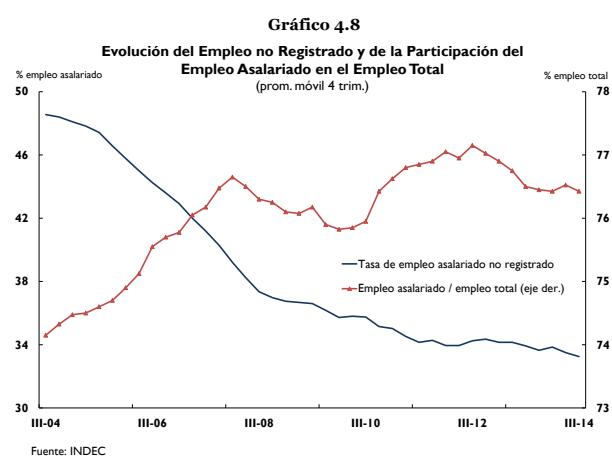
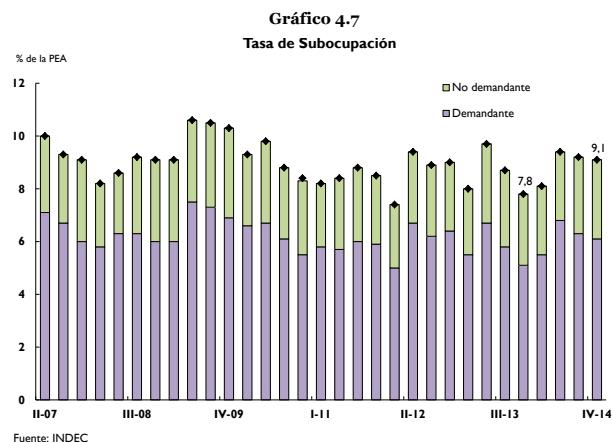
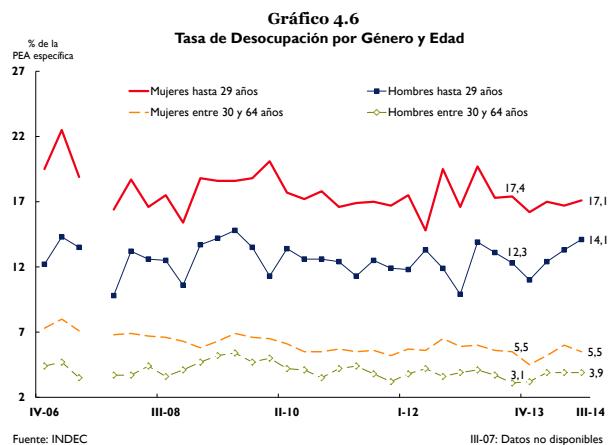
Analizando la información por tramos de edad, disponible al tercer trimestre de 2014, las tasas de desocupación más elevadas se registraron entre los jóvenes —personas de hasta 29 años de edad— y

⁴⁴ Cabe señalar que a partir del cuarto trimestre de 2013 el INDEC comenzó un proceso de migración de los datos a fin de actualizar las estimaciones de la población de referencia de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) con el Censo Nacional de Población, Hogares y Vivienda (CNPHV) de 2010. En el proceso de transición, la población de referencia de la EPH resulta de una combinación entre las proyecciones basadas en los CNPHV 2001 y 2010. De esta manera, hasta tanto no se difundan las estadísticas del mercado de trabajo en la misma base, no es correcto realizar comparaciones entre los niveles.

⁴⁵ Cociente entre la PEA y la población total.

⁴⁶ Cociente entre la población ocupada y la población total.

⁴⁷ Si bien podrían existir diferencias en las tasas estimadas en base a un censo y otro, cabe señalar que según surge del ejercicio difundido por el INDEC para el año 2013, dichas diferencias serían marginales. Tomando ello en consideración y con el objetivo de analizar las principales tendencias del mercado laboral, se efectúan comparaciones interanuales de las tasas oficiales.



dentro de ellos en las mujeres (17,1% vs. 14,1% en hombres), característica que se observa también en otras economías. En cuanto a la evolución temporal de esta variable, se verificó un descenso interanual en el segmento femenino (-0,3 p.p. i.a. en el tercer trimestre), mientras que hubo una suba de 1,8 p.p. i.a. del desempleo entre los jóvenes de sexo masculino. En tanto, la desocupación en el segmento de edad entre 30 y 64 años se mantuvo en el mismo nivel que un año atrás para las mujeres, al tiempo que mostró un aumento de 0,8 p.p. i.a. para los hombres (ver Gráfico 4.6). El desempleo de los jefes de familia se ubicó en 4,1% de la PEA, 0,6 p.p. por encima del tercer trimestre de 2013.

Con el objetivo principal de facilitar la inserción laboral de los jóvenes, grupo etario que presenta los mayores niveles de desempleo, el Banco Mundial aprobó recientemente un nuevo proyecto para Argentina por US\$425 millones que busca promover que los jóvenes en condiciones socio-económicas vulnerables consigan un empleo de calidad a través de capacitación, entrenamiento laboral, intermediación y otros servicios de empleo. Apoyará la expansión y fortalecimiento de las iniciativas destinadas a dichos fines entre las que se encuentra el Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROG.R.ES.AR.)⁴⁸. A un año de su implementación, en enero de 2014, dicho programa asistió a unos 570 mil beneficiarios, de los cuales el 44% fueron universitarios y terciarios, el 29%, secundarios y el 27% restante estudiantes primarios.

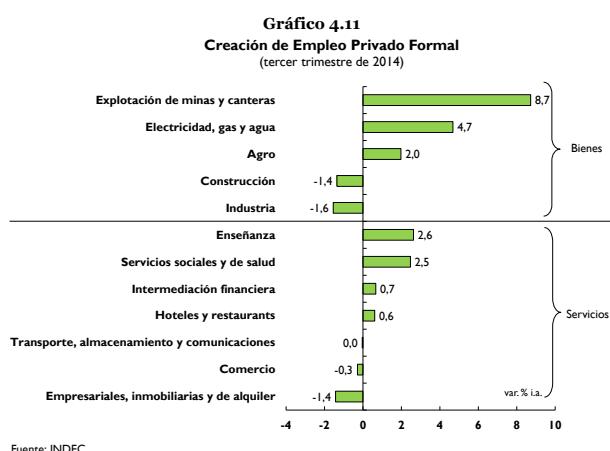
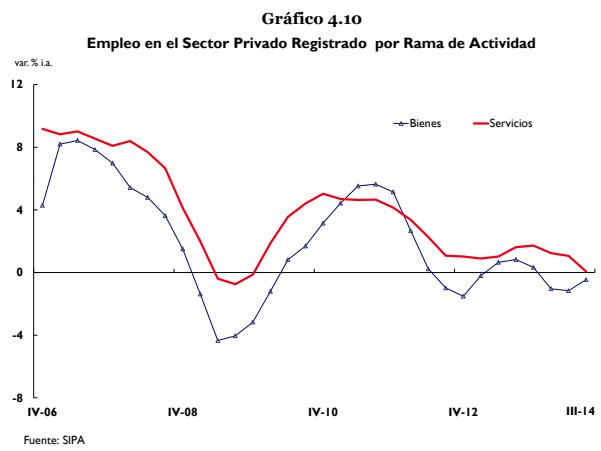
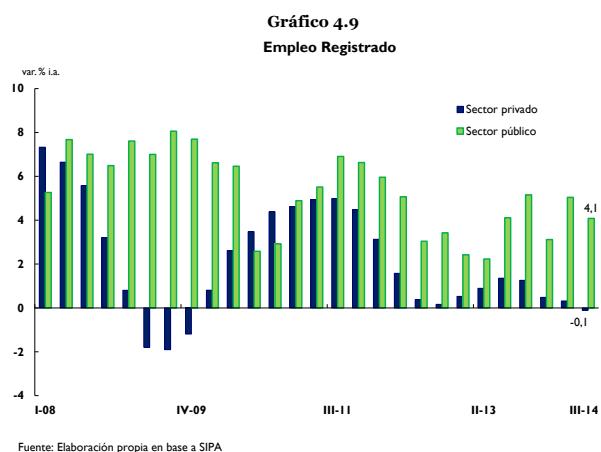
En cuanto a la calidad del trabajo en el cuarto trimestre del año, la Tasa de subocupación aumentó respecto de los niveles de un año atrás, al ubicarse en 9,1% de la PEA —por encima del 7,8% registrado en el cuarto trimestre de 2013—, como consecuencia del incremento de la Tasa de subocupación demandante⁴⁹ hasta 6,1% PEA (+1 p.p. i.a.), mientras que la Tasa de subocupación no demandante⁵⁰ se situó en 3,0% (+0,3 p.p. i.a.; ver Gráfico 4.7). De esta manera, en el último cuarto de 2014 la Tasa de desocupación abierta (desocupados + subocupados demandantes) aumentó 1,5 p.p. i.a. y se ubicó en 13% de la PEA.

Por su parte, los trabajadores asalariados representaron alrededor del 76% del total del empleo. Den-

⁴⁸ Destinado a jóvenes nativos o naturalizados de entre 18 y 24 años, que estudian en instituciones de gestión pública y se encuentran desocupados o trabajando informalmente, o bien en la economía formal y sus ingresos o los del grupo familiar no supera el Salario Mínimo Vital y Móvil. Se implementa mediante una ayuda económica mensual de \$600 para que puedan iniciar, retomar o sostener sus estudios en cualquier nivel educativo.

⁴⁹ Cociente entre el número de subocupados que busca activamente empleo y la PEA.

⁵⁰ Cociente entre el número de subocupados que no busca empleo y la PEA.



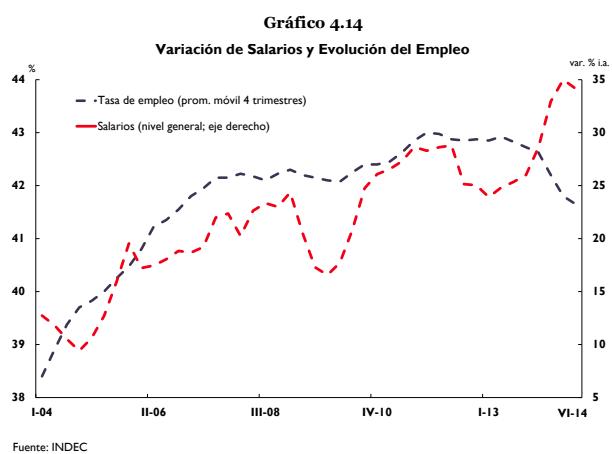
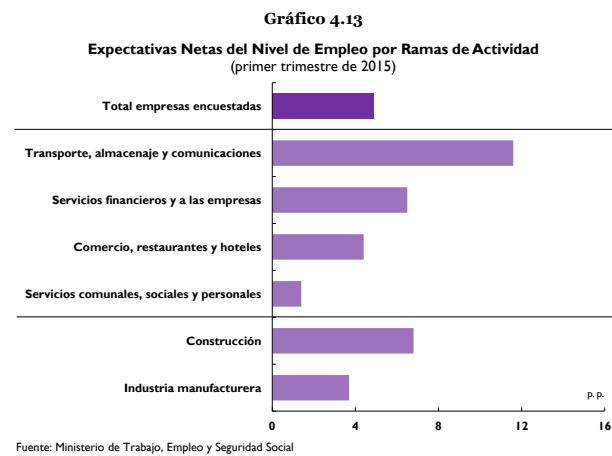
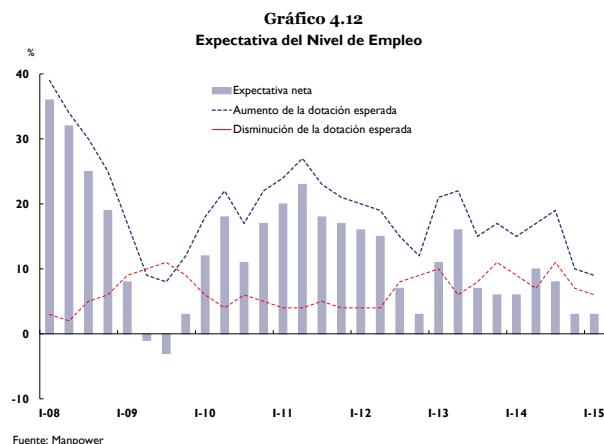
tro de éstos, el porcentaje de trabajadores sin descuentos jubilatorios alcanzó al 33,1% de los asalariados (ver Gráfico 4.8). La Tasa de informalidad disminuyó 1,0 p.p. i.a. durante el tercer trimestre, volviéndose a ubicar en torno a los niveles más reducidos de los últimos años.

Los datos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) dan cuenta de una desaceleración en el ritmo de aumento del empleo registrado. Tras crecer a una tasa promedio de 1,5% i.a. a lo largo de 2013, en los primeros 9 meses de 2014 se desaceleró el ritmo de creación de empleos registrados hasta 1,0% i.a. En el tercer trimestre el empleo registrado se expandió 0,7% i.a., impulsado por la expansión del sector público (+4,1% i.a.), mientras que el segmento privado se mantuvo estable con respecto a un año atrás (-0,1% i.a.; ver Gráfico 4.9).

Dentro del empleo privado y diferenciando por sectores de actividad, los productores de servicios mantuvieron estable el nivel de dotación respecto de un año atrás, mientras que se redujo 0,5% i.a. en el conjunto de las ramas productoras de bienes (ver Gráfico 4.10). Este comportamiento está en línea con el desempeño económico que registró cada actividad sectorial (ver Sección 4). Dentro de los servicios se destacan la creación de nuevos puestos laborales en Enseñanza (+2,6% i.a.) y en Servicios sociales y de salud (+2,5% i.a.), al tiempo que se verificó una disminución del empleo en las Actividades empresariales, inmobiliaria y de alquiler (-1,4% i.a.) y en Comercio (-0,3% i.a.). Por su parte, la Industria y la Construcción fueron los principales sectores afectados dentro de los productores de bienes, mientras que se observó un notorio incremento en la creación de puestos en el sector Exploración de minas y canteras (+8,7% i.a.; ver Gráfico 4.11).

Las encuestas realizadas a empleadores sobre la evolución de la demanda de personal en el corto plazo anticipan un escenario de estabilidad en los próximos meses. Según fuentes privadas⁵¹, la demanda de nuevas posiciones laborales para inicios de 2015 se mantendría en los niveles del último trimestre de 2014. La previsión neta —que sustrae al porcentaje de encuestados que espera un aumento en las contrataciones el porcentaje que prevé disminuciones— se ubicó en 3% (ver Gráfico 4.12). A nivel sectorial, para el primer trimestre de 2015,

⁵¹ Manpower: encuesta de expectativas de empleo realizada a una muestra representativa de más de 800 empleadores de todo el país a los que se les preguntó si preveían modificaciones en el nivel de empleo de su empresa en el trimestre que termina en marzo de 2015 en comparación con el trimestre inmediato anterior.



⁵² Elaborada por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social sobre una muestra de unas 2.400 empresas del sector formal de todas las ramas de actividad exceptuando las primarias, con 10 y más trabajadores, realizada en ocho centros urbanos del país durante el cuarto trimestre de 2014.

los planes de contratación más optimistas fueron reportados por el sector de la Administración Pública y de la Educación, donde la expectativa neta se ubicó en +13%, en ambos casos. Las previsiones más moderadas fueron las de los sectores de Agricultura y pesca y Construcción, al tiempo que resultaron negativas las expectativas de los entrevistados del sector de Comercio mayorista y minorista.

Por otra parte, la Encuesta de Indicadores Laborales⁵² reveló que el 87% de las empresas prevé mantener su dotación de trabajadores formales durante el primer cuarto de 2015, en tanto que un 9% de las compañías aseguró que los puestos de trabajo se incrementarán y sólo un 4% estimó que disminuirán. Los empresarios que se mostraron más optimistas en ese sentido fueron los del sector terciario, destacándose los servicios de Transporte, almacenaje y comunicaciones y los Servicios financieros, en los que la expectativa neta de aumento del nivel de empleo se ubicó en 12 p.p. y 7 p.p., respectivamente. En los rubros de la Construcción y de la Industria también se presentaron resultados favorables (ver Gráfico 4.13).

4.2 Ingresos

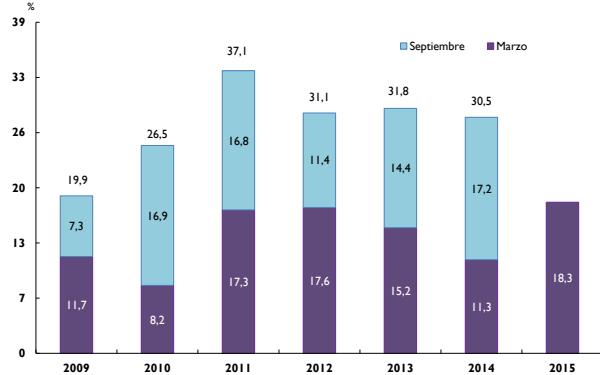
Los ingresos de las familias permanecieron en alza a lo largo de 2014, favorecidos por la continuidad de las políticas de ingresos destinadas a los sectores de menores recursos y la expansión del crédito, en un marco en el que las condiciones laborales reflejaron el menor dinamismo de la actividad económica.

Los salarios nominales de la economía, medidos a través el Índice de Salarios del INDEC, finalizaron el año 2014 con un alza de 33,7% i.a. (+7,8 p.p. por encima de la tasa registrada a fines de 2013), en el marco de acuerdos salariales que implicaron porcentajes de aumentos superiores a los del año previo (ver Gráfico 4.14 y Sección 7). A diciembre de 2014, las remuneraciones del sector privado se elevaron 33,7% i.a. y las del público a una tasa similar, de 33,9% i.a.

En lo que respecta a las políticas de transferencias de ingresos a los sectores de menores recursos, recientemente se anunció una actualización de los

Gráfico 4.15

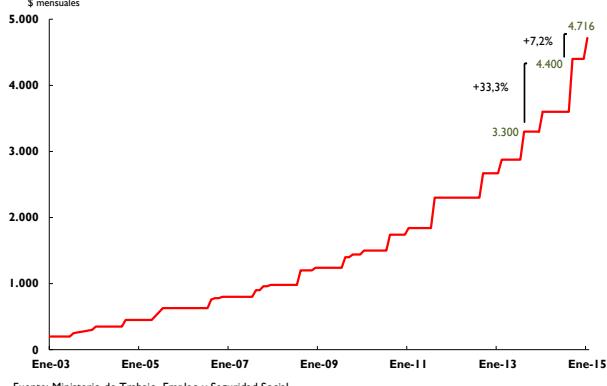
Evolución de los Coeficientes de Movilidad Previsional



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Min. de Trabajo, Empleo y Seg. Soci. ANSeS y Min. de Economía y Fin. Pùb.

Gráfico 4.16

Evolución del Salario Mínimo, Vital y Móvil



Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

haberes por jubilaciones y pensiones de 18,26% desde marzo próximo —el máximo incremento de los 13 otorgados en el marco de la Ley de Movilidad Previsional— tras implementarse un ajuste 30,5% i.a. en 2014 (11,31% en marzo y 17,21% en septiembre; ver Gráfico 4.15).

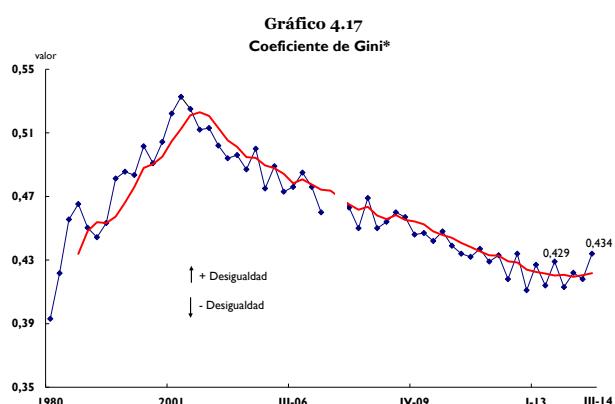
Asimismo, se encuentra en vigencia la segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional⁵³, que beneficiará a unas 500 mil personas. A diferencia de la moratoria anterior, que permitía aportes no ingresados hasta septiembre de 1993, ahora se pueden completar, hasta en 60 cuotas, los aportes por los años de servicio hasta 2003 de manera de cumplir los 30 años requeridos por ley. El sistema está abierto para los autónomos y monotributistas que hayan cumplido la edad mínima (60 años para mujeres y 65 para varones) o lo hagan dentro de los próximos dos años y también para aquellos que perciben cualquier otra prestación previsional con el haber mínimo. De esta manera, en dos años más —plazo durante el cual regirá esta nueva moratoria— se alcanzaría la universalización de la asistencia previsional, al elevar el nivel de cobertura desde el récord de 93,8% de la población objetivo que alcanzó en 2013.

La ampliación del alcance previsional y el impulso otorgado a los ingresos de la tercera edad se sumaron a otras políticas que el Gobierno Nacional implementó a lo largo de 2014. Entre ellas se destacan el incremento en los montos de las asignaciones familiares por hijo, que en junio alcanzó el 40% en el caso de la Asignación Universal por Hijo (AUH); el aumento de 200% en la asignación anual por escolaridad; la exención en el pago de ganancias del medio aguinaldo de diciembre para los salarios inferiores a los \$35.000 mensuales; y el incremento en el Salario Mínimo Vital y Móvil de 33,3% en 2014 y de 7,2% a partir de enero de 2015, hasta \$4.716 mensuales (ver Gráfico 4.16).

A partir de este año, además, se aplicará un incremento del 37,25% en la ayuda escolar anual por alumno, hasta los \$700, que beneficiará a 3,3 millones de niños de los cuales un 55,8% tienen entre 6 y 12 años y un 35,6%, entre 15 y 17 años.

El conjunto de políticas públicas orientadas a apuntalar los ingresos de los sectores más vulnerables y de aquellas destinadas a sostener y mejorar la calidad del empleo, permitieron mantener las mejoras conseguidas en la distribución del In-

⁵³ Ley N° 26970 promulgada el 10 de septiembre de 2014 mediante el Decreto N° 1556 del Poder Ejecutivo Nacional.



*Indicador de desigualdad que toma valores entre 0 (situación de perfecta igualdad) y 1 (total desigualdad)

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y SEDLAC para frecuencia anual

greso Nacional. Así, el coeficiente de Gini⁵⁴ se mantuvo entre los mínimos de al menos los últimos 20 años al ubicarse en 0,434 en el tercer trimestre de 2014, aunque mostrando cierto estancamiento en el ritmo de mejora desde 2013 (ver Gráfico 4.17).

⁵⁴ El coeficiente de Gini es una medida de distribución del ingreso. Es igual a cero si todas las unidades reciben lo mismo y se approxima a uno al incrementarse la desigualdad de la distribución. Corresponde al ingreso per cápita del grupo familiar.

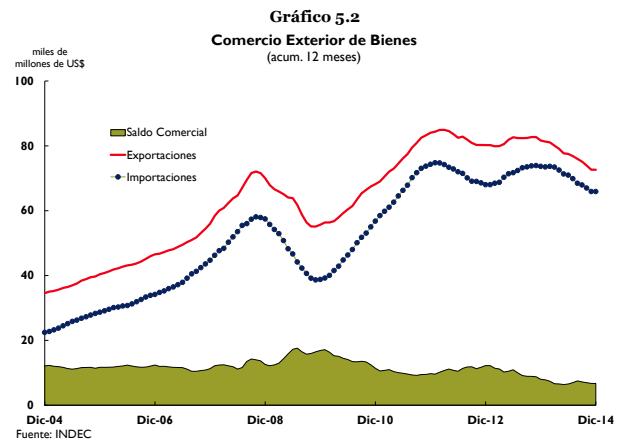
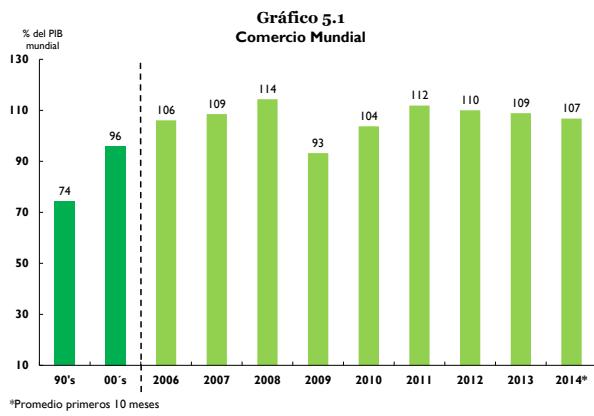
5 Sector Externo

Los flujos de comercio exterior de Argentina continuaron exhibiendo una tendencia descendente en el segundo semestre de 2014, en línea con la evolución del intercambio global de bienes y servicios. Las exportaciones finalizaron 2014 en US\$71.935 millones (-11,9% interanual —i.a.—), reflejando en mayor medida la merma en las cantidades. Contribuyeron principalmente a este resultado, dada su participación en la evolución de las ventas externas, el desempeño de las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y de los Productos Primarios; aunque la caída estuvo difundida a todos los rubros. En el caso de las MOI fue determinante el debilitamiento de la demanda externa desde Brasil, que afectó principalmente al sector automotriz. En lo relativo a los productos agropecuarios, el repunte en los despachos de cereales durante el último semestre no alcanzó a contrarrestar la caída de los meses previos, vinculada a la cosecha de trigo del ciclo 2013/14 y al retraso en la recolección del maíz, al tiempo que en la segunda parte de 2014 se acentuó la baja de los precios internacionales de las materias primas.

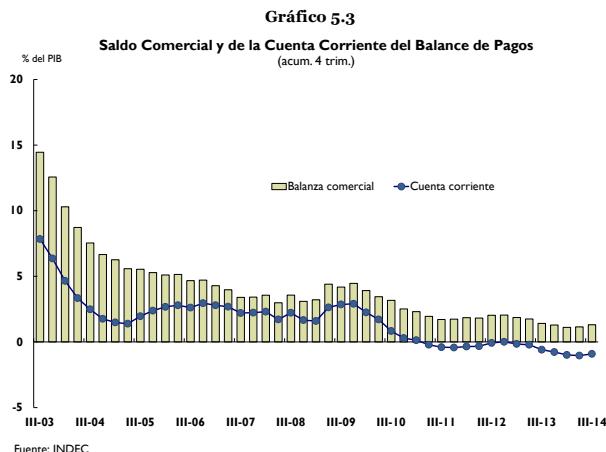
Las importaciones totalizaron US\$65.249 millones (-11,4% i.a.), desempeño vinculado en parte a la trayectoria de la actividad económica. Todos los usos de importación disminuyeron, con excepción de los Bienes de capital. Las adquisiciones de Piezas y accesorios para bienes de capital y de Vehículos automotores de pasajeros fueron las que más contribuyeron al resultado a nivel agregado. En el segundo semestre de 2014, las compras externas profundizaron la tendencia que mostraban desde principios de año. De este modo, según el Comunicado del Intercambio Comercial Argentino del INDEC, la balanza comercial habría presentado en 2014 un excedente de US\$6.686 millones, US\$1.319 millones por debajo del de 2013, manteniéndose como el principal sostén de la Cuenta corriente.

Durante los primeros nueve meses de 2014, la Cuenta corriente mostró un deterioro respecto de igual período de 2013, acumulando en los últimos doce meses hasta septiembre de 2014 un déficit equivalente a 0,9% del PIB. En tanto, la Cuenta capital y financiera tuvo un saldo positivo, dados los ingresos netos del sector público no financiero y del sector bancario.

La Deuda externa total (pública y privada) aumentó desde 22,3% del PIB en septiembre de 2013 hasta 26,5% un año después, principalmente por la incidencia del reajuste cambiario en la medición del Producto en términos de dólares.

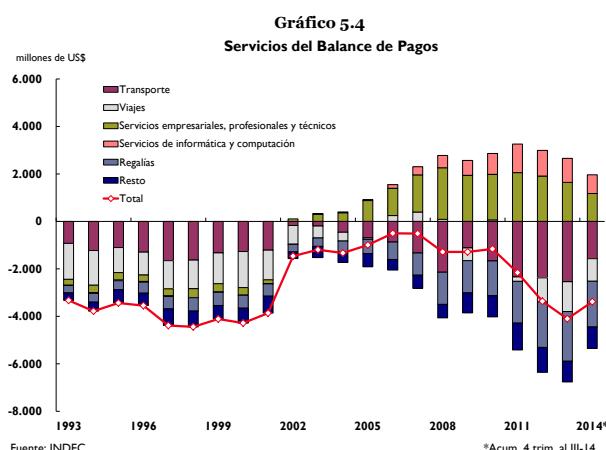


5.1 Cuenta Corriente



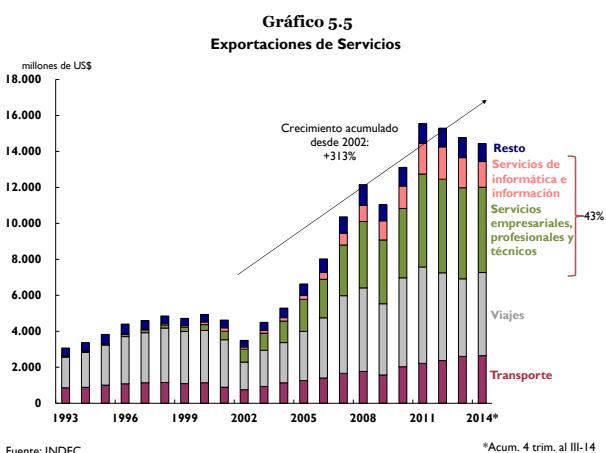
En el acumulado al tercer trimestre de 2014, la Cuenta corriente arrojó un saldo negativo de US\$3.266 millones, US\$208 millones por debajo del de igual período de 2013. Así, en los últimos 12 meses a septiembre del año pasado el resultado externo fue de -0,9% del PIB (ver Gráfico 5.3).

La evolución del saldo de la Cuenta corriente respondió fundamentalmente al desenvolvimiento de los volúmenes comercializados y, en menor medida, al deterioro de los Términos del Intercambio (-1,6% interanual –i.a.–), a partir de una caída de los precios de exportación junto con precios de importación relativamente estables, comportamiento en parte vinculado a la evolución de las cotizaciones internacionales de las materias primas (ver Sección 7).



La Balanza de servicios reales contribuyó positivamente a la evolución de la Cuenta corriente. La mejora de US\$718 millones se debió a una caída de los egresos en mayor cuantía que la disminución de los ingresos (ver Gráfico 5.4). En efecto, los egresos por servicios cayeron US\$1.042 millones (-7,4% i.a.), reflejando los menores pagos por transporte, vinculados al turismo y, en menor medida, a los fletes por la merma en las importaciones. Mientras que los ingresos se retrajeron US\$324 millones (-3,1% i.a.), afectados por las menores exportaciones de servicios de informática y computación y los empresariales, profesionales y técnicos, compensados en parte por el aumento del turismo receptivo y sus gastos en el país.

El desempeño del saldo por servicios turísticos estuvo influenciado por: 1) el cambio en los precios relativos (la modificación de la paridad cambiaria a fines de enero de 2014); 2) el incremento de la percepción del 20% al 35% sobre las compras de pasajes aéreos y paquetes turísticos a destinos internacionales y; 3) la percepción del 20% para la adquisición de moneda extranjera con fines turísticos a partir de diciembre de 2013⁵⁵. También disminuyó la salida neta por regalías.



Los servicios de informática e información y los empresariales, profesionales y técnicos aportaron positivamente al sumar en el acumulado de los primeros 9 meses de 2014 un ingreso neto por US\$1.224 millones de dólares. Las exportaciones de estos servicios basados en el conocimiento acumularon en un año hasta septiembre último un ingreso de US\$6.166 millones, el

⁵⁵ Resolución General AFIP N°3550.

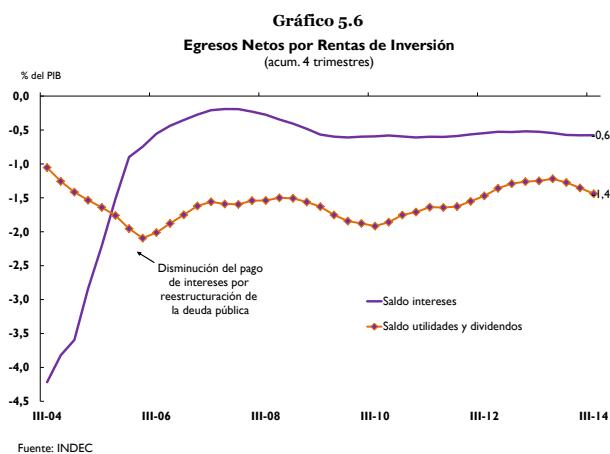
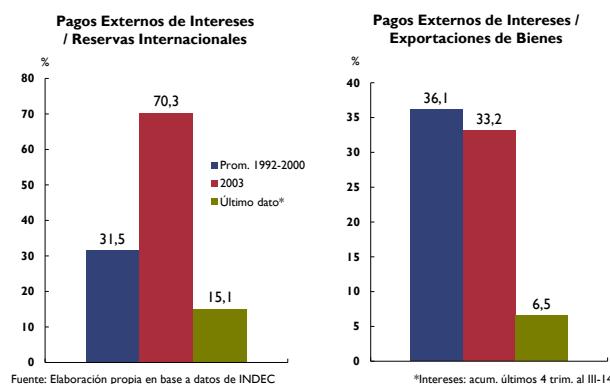
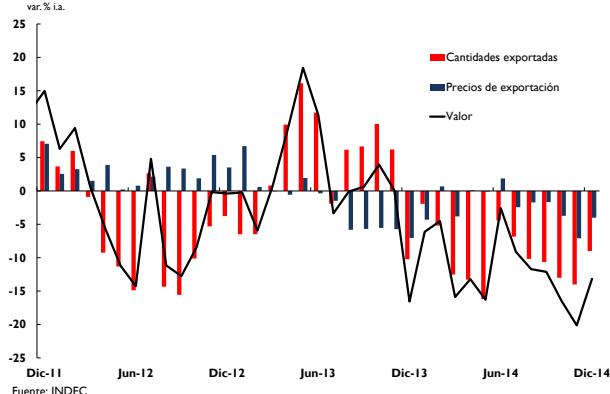


Gráfico 5.7

Gráfico 5.8
Precios y Cantidad de Exportación

43% del total de ingresos por servicios reales (ver Gráfico 5.5).

En los primeros nueve meses de 2014, el saldo de la Cuenta rentas se mantuvo estable respecto de igual período del año previo, al totalizar un déficit de US\$8.434 millones. Como viene sucediendo desde el 2006, el saldo negativo de las Rentas de inversión se explica principalmente por el devengamiento de Utilidades y dividendos, mientras que el débito neto de intereses continúa manteniéndose en niveles históricamente bajos (en torno a 0,6% del PIB; ver Gráficos 5.6 y 5.7).

5.1.1 Balanza Comercial⁵⁶

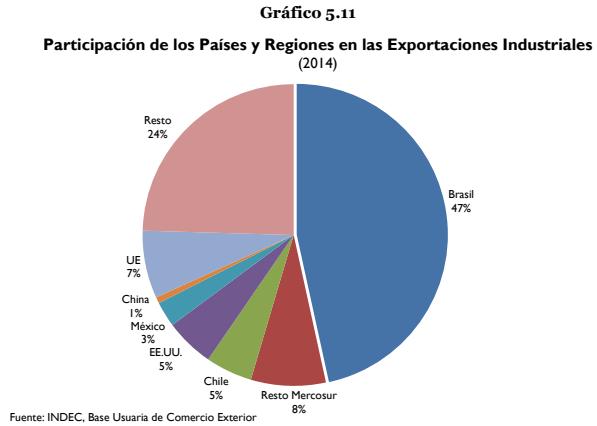
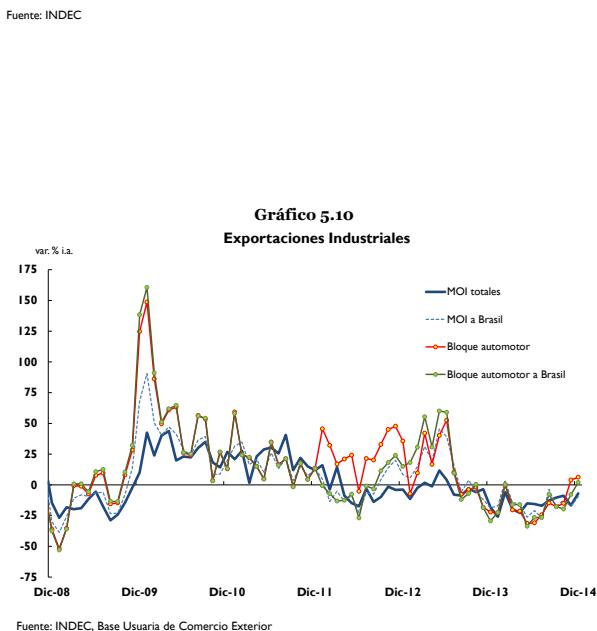
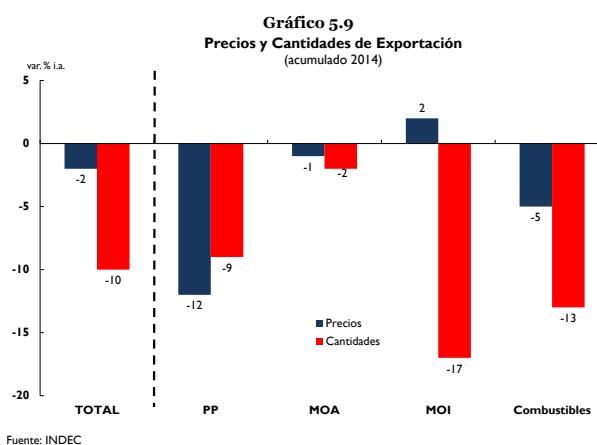
Acompañando el desempeño de los flujos de comercio mundial, el intercambio comercial argentino con el resto del mundo disminuyó en 2014 (-11,7% i.a.; ver Gráficos 5.1 y 5.2).

Las exportaciones totalizaron US\$71.935 millones en el año 2014, ubicándose 11,9% por debajo de 2013, evolución que respondió mayormente a la dinámica de las cantidades (-10% i.a.), con precios que acompañaron en igual sentido (ver Gráfico 5.8). Dada su participación en la canasta de exportación, las caídas en los valores exportados de las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y de los Productos primarios (PP) fueron los que contribuyeron mayormente al comportamiento a nivel agregado (ver Gráfico 5.9).

En 2014, las ventas externas de MOI cayeron 15,0% i.a. debido a una merma en las cantidades. Este comportamiento estuvo ligado a la debilidad de la demanda desde Brasil —destino que representa alrededor del 47% de las exportaciones industriales—, afectando mayormente al sector automotriz —al absorber el 80% del total de los envíos del complejo—. En efecto, el desempeño, principalmente del primer semestre, de las exportaciones de Material de transporte terrestre (-17,6% i.a. en el año) explicó casi la mitad de la contracción total de las MOI y estuvo motorizado fundamentalmente por los menores despachos hacia Brasil (ver Gráficos 5.10 y 5.11).

Los datos suministrados por la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA) sobre las cantidades exportadas de automotores también dan cuenta de una caída en los volúmenes enviados, impulsada por las menores compras de Brasil (-18,3% i.a.). Este comportamiento tiene su correlato en la retracción de los patentamientos

⁵⁶ Salvo indicación contraria, se hace referencia a los resultados publicados por el INDEC en el Comunicado de prensa sobre el Intercambio Comercial Argentino —ICA—.



tos (-6,9% i.a.) de automóviles y utilitarios en 2014, vinculada al débil desempeño que enfrenta el mercado interno del país vecino (ver Gráfico 5.12).

Durante el segundo semestre de 2014 algunos subrubros de las MOI mostraron un repunte de sus ventas externas. En particular, se verificaron aumentos entre julio y diciembre en los envíos de Oro y piedras preciosas (+13,8% i.a.), en los de Productos químicos (+3,8% i.a.) y en las Materias plásticas (+5,2% i.a.).

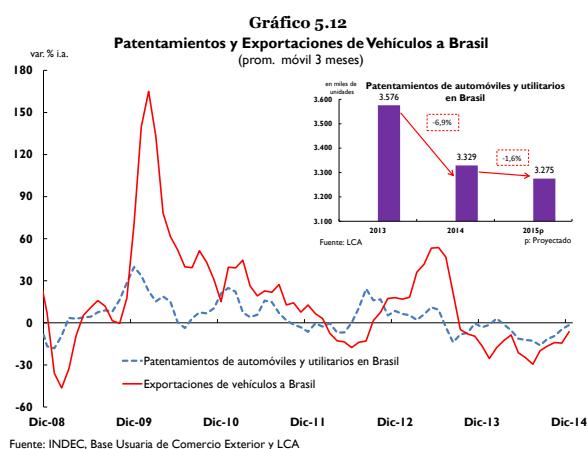
Las exportaciones de Productos químicos fueron impulsadas por las ventas de biodiesel, a partir del estímulo dado por la reducción de las retenciones a mediados de año. Así, los envíos de este biocombustible revirtieron la tendencia de inicios de año y finalizaron 2014 con una suba acumulada de 39,0% i.a. en cantidades, que implicó un alza de 23,4% i.a. en valores (ver Gráfico 5.13).

La reciente caída en los precios del petróleo en los mercados mundiales y una merma de casi el 50% en los de gasoil, sustituto cercano del biodiesel, volvió menos competitivo a este producto. En 2014, algunos de los destinos principales del biodiesel argentino, como los países de África (a los cuales ingresa a través de Gibraltar), lo utilizan como sustituto del gasoil, que también importan; por ello, el precio es la variable sobre la que se basan sus decisiones de compra. Ante esta situación y con el objetivo de incentivar las exportaciones, la Secretaría de Energía recientemente recortó a la mitad las retenciones efectivas a la exportación del combustible derivado del aceite de soja, reflejando una baja de la alícuota del 12,57% a 6,15%, retroactivo al mes de diciembre de 2014.

En 2014, las ventas externas de PP acumularon una caída de 19,7% i.a., con una incidencia similar de los volúmenes y de los precios de exportación. El desenvolvimiento de este rubro estuvo afectado por las menores ventas de cereales, principalmente maíz (-39,3% i.a.), junto con la merma de los ingresos derivados de los porotos de soja (-8,5% i.a.)⁵⁷.

En los últimos meses del año 2014, se observó un repunte de las exportaciones de granos. En particular del maíz, cuyo desempeño estuvo afectado por el retraso en la cosecha —por las excesivas precipitaciones y la mayor proporción de siembra tardía—. Así, en el último semestre las ventas de este cereal treparon 18,7% i.a. También tuvieron lugar exportaciones de trigo, que estuvieron ausentes en igual período del año anterior, al entrar la producción de la campaña 2014/15, que se

⁵⁷ El complejo sojero (PP+MOA+Biodiesel) creció en 2014 1,6% i.a.



ubicó en 13,9 millones de toneladas⁵⁸ (51,1% por encima de la del ciclo 2013/14; ver Apartado 3). En consonancia con la evolución de la producción, se expandió el cupo exportable para la cosecha 2014/15, que ya asciende a 3,5 millones de toneladas.

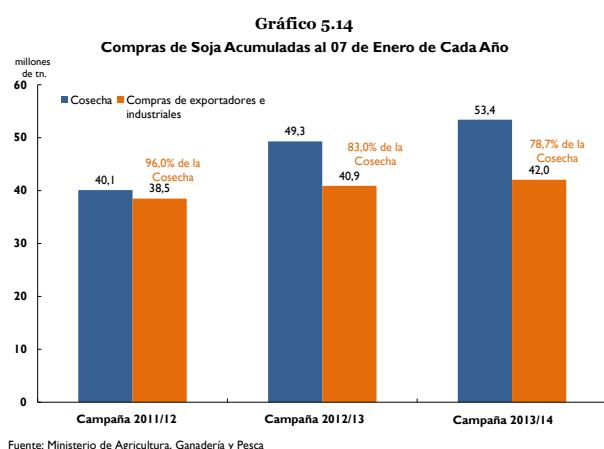
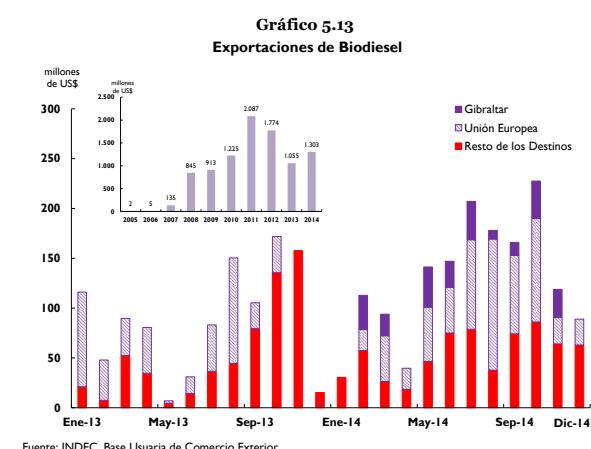
En la segunda parte del año, la caída de las cotizaciones internacionales de los principales productos agrícolas contrarrestó el incremento en las cantidades despachadas, por lo que este rubro continuó mostrando un desempeño desfavorable.

Las ventas externas de MOA terminaron 2014 en niveles ligeramente inferiores a los del año previo, sintetizando disminuciones en igual magnitud en las cotizaciones y en los volúmenes despachados, a partir del desempeño evidenciado en el segundo semestre. En 2014, a nivel desagregado, los pellets de soja sumaron un 10,4% más que en 2013 y, junto con los Productos de molinería, las Pieles y cueros y las Infusiones y especias, contrarrestaron parcialmente los menores envíos de aceite de soja (-17,0% i.a.) y del resto de los subrubros.

En conjunto, las exportaciones agrícolas vinculadas al complejo sojero⁵⁹ totalizaron US\$19.951 millones en 2014, sólo US\$108 millones por encima de las ventas registradas durante igual lapso de 2013, con un empeoramiento en el margen vinculado en parte a la disminución de las cotizaciones de porotos de soja y sus derivados, y a la mayor producción interna de biodiesel que utiliza el aceite de soja como insumo.

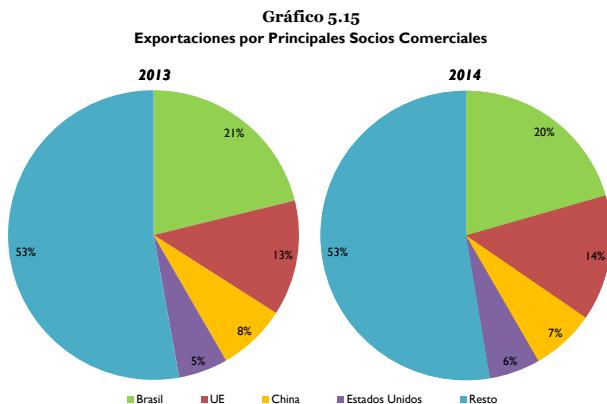
En un año donde la cosecha de soja alcanzó un valor récord de 53,4 millones de toneladas (+8,3% por encima de la campaña 2012/13), el desempeño exportador no estuvo asociado a la producción sino al retraso en las adquisiciones de soja por parte de los sectores industrial y exportador. Al 7 de enero del corriente año, según se desprende de cifras proporcionadas por el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca, las compras de soja a los productores acumuladas a inicios de enero representaban el 78,7% de la producción total del ciclo 2013/14, 4,2 p.p. por debajo del porcentaje comercializado a esa misma fecha en 2013, y 17,2 p.p. inferior a lo vendido en el mismo período de 2012 de la campaña 2011/12 (ver Gráfico 5.14).

Por último, las exportaciones de Combustibles y energía acumularon una caída de 17,7% i.a. durante 2014, reflejando la combinación del comportamiento de los volúmenes despachados (-13% i.a.) y de los precios

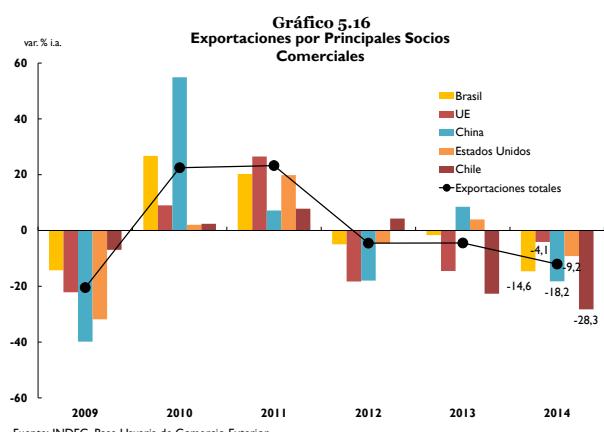


⁵⁸ Según las estimaciones del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca de enero de 2015.

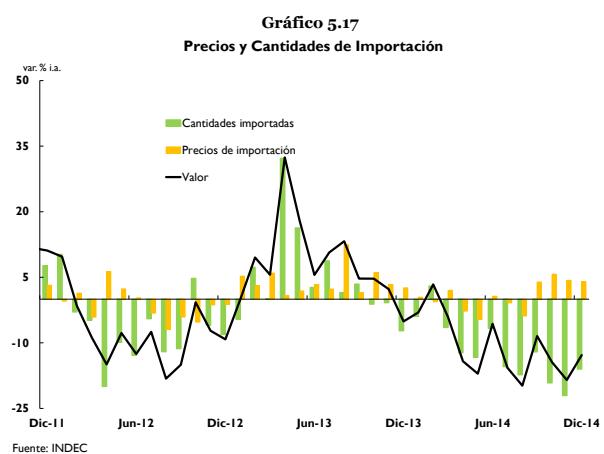
⁵⁹ Excluye biodiesel.



Fuente: INDEC, Base Usaria de Comercio Exterior



Fuente: INDEC, Base Usaria de Comercio Exterior



Fuente: INDEC

⁶⁰ De acuerdo a los flujos de comercio (exportaciones + importaciones), los principales socios comerciales de Argentina en 2014 fueron Brasil, con una participación de 21,2%, la Unión Europea (UE; 15,8%), China (11,7%) y los Estados Unidos (9,6%).

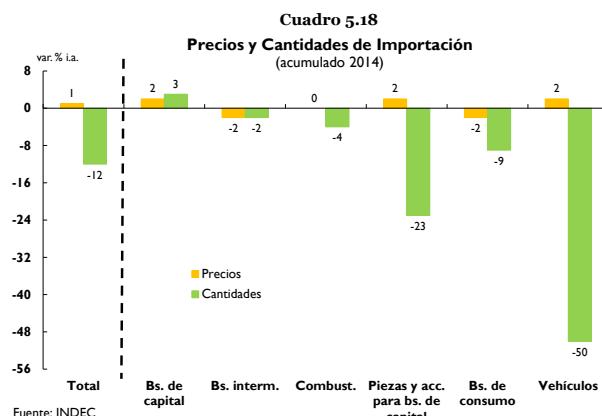
⁶¹ Si bien teniendo en cuenta los flujos de comercio (exportaciones + importaciones), Chile no es uno de los principales socios comerciales de Argentina, la retracción en los valores exportados hacia ese país en 2014 ocupó el segundo lugar de relevancia después de Brasil en explicar la disminución de las exportaciones totales.

(-5% i.a.). El desenvolvimiento de este rubro empeoró en la segunda parte del año al impactar la fuerte caída en las cotizaciones del petróleo. En efecto, la cotización del petróleo West Texas Intermediate –WTI–, de referencia para las exportaciones argentinas, marcó una caída promedio de 16% i.a. durante el segundo semestre de 2014, con retracciones mayores en el margen, hasta llegar a US\$59,3 el barril en diciembre (-39,4% i.a.), un mínimo desde 2009.

Analizando el desempeño de las ventas externas por destino, los menores despachos hacia Brasil⁶⁰, Chile⁶¹ y China explicaron mayormente la evolución de las exportaciones totales. Durante 2014, las ventas a Brasil cayeron 14,6% i.a., explicando aproximadamente el 25,7% de la retracción del total. Si bien esta dinámica fue generalizada a todos los rubros, la merma de los despachos de MOI fue responsable del 82% de la contracción de las exportaciones hacia el país vecino, seguidas por las PP, que representaron el 9%. La contracción de los envíos a Chile incidió un 12,0% en la baja de las exportaciones totales y se concentró principalmente en el rubro Combustibles, seguida por las mermas en MOI y MOA. Por otra parte, la disminución de las exportaciones a China (-18,2%) contribuyó aproximadamente con un 11,5% a la caída a nivel agregado, reflejando las menores compras por parte del país asiático de Combustibles, y, en menor medida, de PP (ver Gráficos 5.15 y 5.16).

Por su parte, las importaciones acumularon US\$65.249 millones en todo 2014, que significó una caída de 11,4% i.a., en parte vinculada al menor dinamismo de la actividad económica. Este comportamiento reflejó mayormente las menores cantidades comercializadas (-12% i.a.), ya que los precios verificaron una leve alza (+1% i.a.; ver Gráfico 5.17).

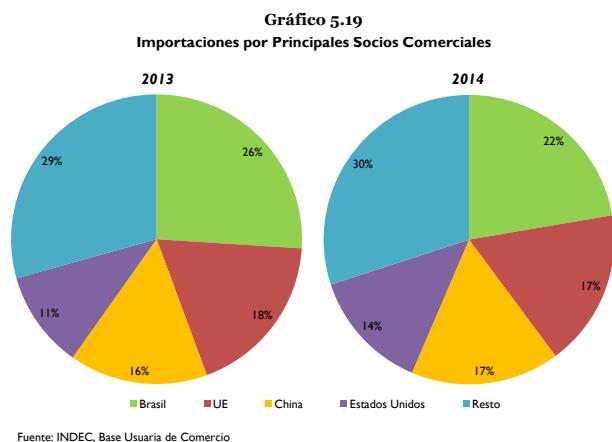
A nivel desagregado, todos los usos de importación, con excepción de los Bienes de capital que crecieron 4,3% i.a., mostraron retracciones en su comparación interanual. Las caídas de las compras de Piezas y accesorios para bienes de capital (-21,9% i.a.) y las de Vehículos automotores de pasajeros (-49,3% i.a.) fueron las que mayor incidencia tuvieron en el desempeño de las importaciones en general, acentuando la tendencia declinante en la segunda parte del año (ver Gráfico 5.18).



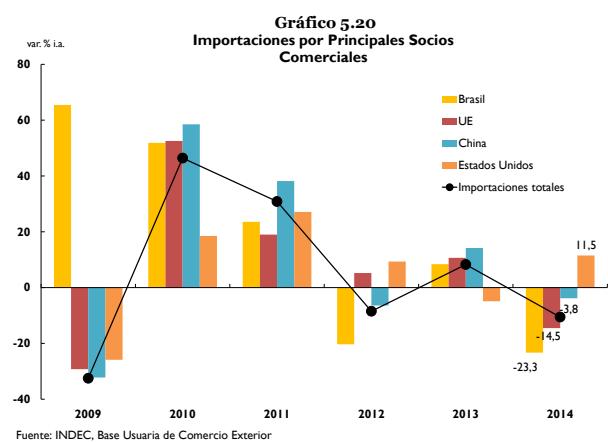
Las adquisiciones de Bienes de capital fueron impulsadas por las compras de material ferroviario, aeronaves y grupos electrógenos.

En los últimos meses de 2014 se profundizó la merma en el ingreso de Piezas y accesorios para bienes de capital. Esto se correlaciona con la disminución de las importaciones de autopartes y de piezas y partes para electrodomésticos.

La menor entrada de vehículos automotores de pasajeros, principalmente desde Brasil, reflejó la caída en las unidades ingresadas (-50% i.a.). Este comportamiento respondió en parte al cambio en los precios relativos originados en la devaluación del tipo de cambio y en el impuesto sobre los autos de alta gama que estableció un gravamen⁶² de entre un 30% y un 50% sobre dichos bienes.



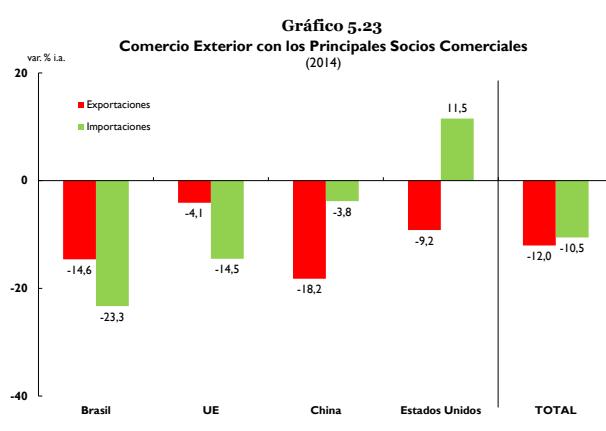
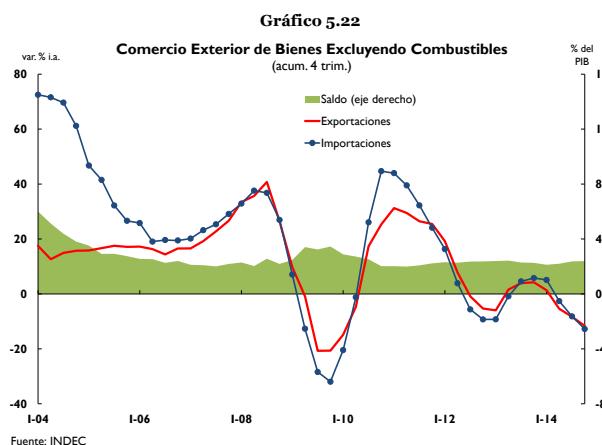
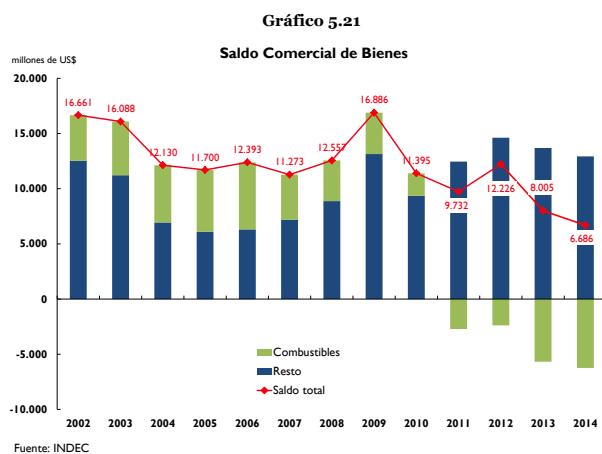
Las adquisiciones de Combustibles y lubricantes se retrajeron 3,9% i.a. como consecuencia del descenso de los volúmenes importados (-4% i.a.). La evolución del rubro reflejó mayormente la caída en las importaciones de gas oil (-22,9% i.a.), que contrarrestaron el aumento de las de petróleo crudo (29,4% i.a.) y gas natural por red (28,9% i.a.). El desenvolvimiento de las importaciones de petróleo crudo respondió al mecanismo de compra externa del tipo liviano que el gobierno implementó a inicios de año con el objetivo de hacer un uso más eficiente de la capacidad instalada de refinación en Argentina y sustituir con producción nacional las importaciones de productos derivados del petróleo (como naftas y gas oil)⁶³.



Analizando el desempeño de las importaciones por países o regiones, durante 2014 se verificó una caída de las compras a Brasil (-25,2% i.a.), concentradas en el sector industrial. En efecto, las compras de MOI a Brasil disminuyeron 26,3% i.a., explicando el 57,2% de la retracción total de las importaciones de manufacturas industriales. En particular, las vinculadas al complejo automotriz (automóviles + autopartes) se retrajeron 34,6%, y representaron el 66,2% de la merma total de las compras al país vecino. Le siguió en importancia la caída en las importaciones desde la UE (-15,2% i.a.) y, en menor medida, desde China (-4,8% i.a.). Contrariamente, repuntaron los embarques desde los Estados Unidos (11,2%) vinculados al desempeño de los Bienes de capital, particularmente aeronaves y grupos electrógenos. En el caso de las importaciones desde China, las caídas en las compras de Piezas y acceso-

⁶² Ley N° 24674 —promulgada a fines de diciembre de 2013—.

⁶³ Resolución N°1/2014.



rios para bienes de capital (-21,5%) y en los Bienes de consumo (-14,3%) fueron parcialmente contrarrestadas por el mayor ingreso de Bienes de capital (+12,8% i.a.) y de Bienes intermedios (+8,7% i.a.), relacionados principalmente con el plan de inversión ferroviario. De esta manera, Brasil y la UE perdieron peso relativo en las importaciones totales de nuestro país, mientras que China y los Estados Unidos aumentaron su participación (ver Gráficos 5.19 y 5.20).

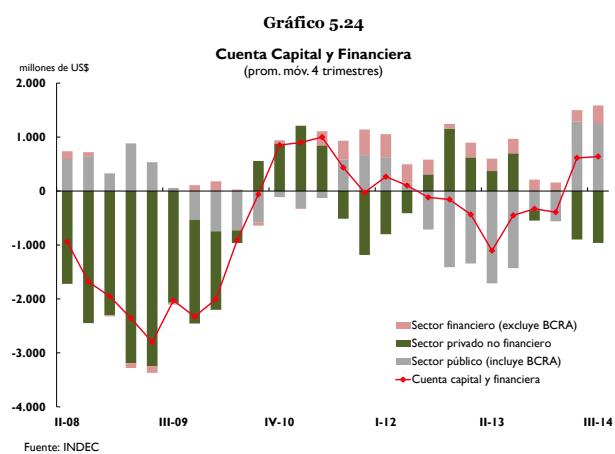
En 2014, como resultado del desempeño de las exportaciones y de las importaciones, el superávit comercial totalizó US\$6.686 millones, US\$1.319 millones por debajo del registrado en 2013. Al excluir el comercio de combustibles se obtiene un resultado comercial de bienes de US\$12.929 millones (aproximadamente 2,4% del PIB), que implica una caída menor (-US\$760 millones) respecto de igual período de 2013 (ver Gráficos 5.21 y 5.22).

En lo que respecta al comercio bilateral, durante 2014 Argentina redujo su saldo negativo con Brasil y con la UE, debido a que la caída de las importaciones desde esos orígenes fue mayor que la de las exportaciones. La situación inversa se dio con China y los Estados Unidos. La retracción de las ventas a China, de 18,2% i.a., no pudieron ser compensadas por las menores importaciones, que sólo cayeron 4,8% i.a., dando lugar a una expansión del déficit comercial con el país asiático. Mientras que en el caso de Estados Unidos, cayeron los envíos al tiempo que aumentaron las compras desde ese país (ver Gráfico 5.23).

5.2 Cuenta Capital y Financiera y Activos y Pasivos Externos

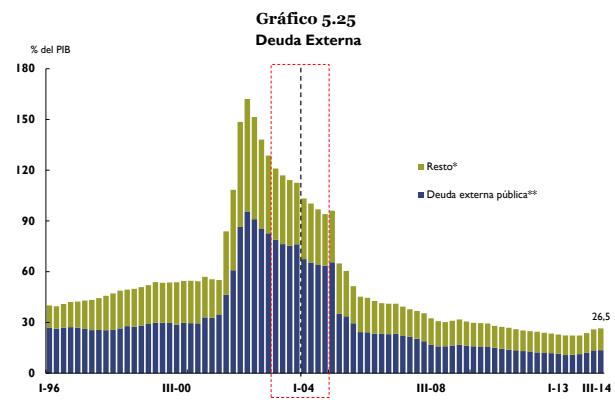
Entre enero y septiembre de 2014 la Cuenta capital y financiera registró un superávit de US\$2.887 millones, evidenciando una mejora de US\$3.906 millones respecto de igual lapso de 2013. Dicho desempeño obedeció a la disminución de los egresos netos del BCRA, que ascendieron a US\$600 millones, junto con ingresos netos positivos del Sector público no financiero por US\$4.218 millones, parcialmente contrarrestados por la formación de activos externos por parte de los residentes (ver Gráfico 5.24).

El superávit del Sector público no financiero se debió principalmente a la emisión de títulos para cancelar el acuerdo indemnizatorio por la nacionalización del 51% de YPF S.A. Dicha emisión tuvo lugar



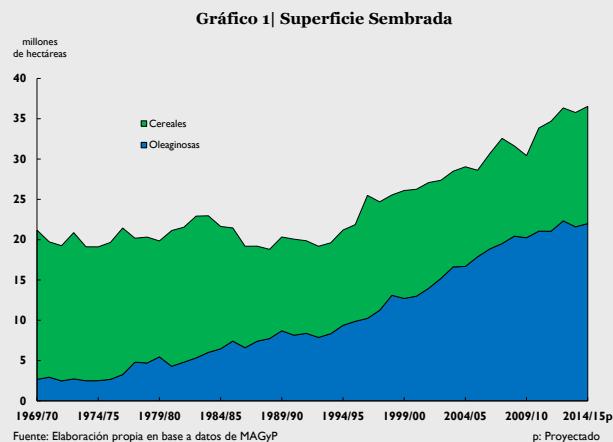
en el segundo trimestre del año 2014. Esta operatoria implicó, como contrapartida, la caída de la inversión extranjera directa del Sector privado no financiero, concepto que registró egresos netos por US\$2.185. Así, la disminución de la inversión extranjera directa debido a egresos por cambio de propiedad de YPF S.A. fue parcialmente compensada por reinversión de utilidades, aportes y deudas con matrices y filiales.

A fines de septiembre de 2014, la Deuda externa total (pública y privada) ascendió a US\$145.366 millones, con un incremento de US\$6.320 millones en términos interanuales. En relación al tamaño de la economía, la deuda externa se elevó desde 22,3% en septiembre de 2013 a 26,5% del PIB un año después (ver Gráfico 5.25). Este comportamiento se debió principalmente al ajuste del PIB medido en dólares, producto de la devaluación del tipo de cambio.



Apartado 3 / Campaña Agrícola 2014/15

Las estimaciones preliminares anticipan un incremento de la producción agrícola para el ciclo 2014/15, producto de una mayor superficie implantada y rindes elevados —dadas las favorables condiciones climáticas para la siembra y la cosecha— (ver Gráfico 1).



Luego de una campaña 2013/14 en niveles récord, la nueva información de siembra y de cosecha para el ciclo actual permite pronosticar un nuevo máximo histórico. Teniendo en cuenta las estimaciones realizadas por el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca (MAGyP)⁶⁴, por el resto de los organismos especializados sobre la evolución de los cultivos y las perspectivas sobre las condiciones climáticas, se proyecta que la producción de la campaña 2014/15 alcance las 114,1 millones de toneladas. Este volumen implica un aumento del 2,9% en relación a los volúmenes recolectados en el ciclo previo, cuando la cosecha se ubicó en aproximadamente 111,0 millones de toneladas (ver cuadro 1).

La producción total que se obtendría contempla una cosecha de trigo que, de acuerdo al MAGyP, finalizó en 13,9 millones de toneladas, lo que implica un incremento del 51,1% en relación a los niveles recolectados en el ciclo previo. Este volumen se vio favorecido por un aumento del 44,1% de la superficie cultivada con el cereal, a 5,26 millones de hectáreas —muy superior a la estimada inicialmente—, tras ubicarse en los últimos años en mínimos históricos. También se elevaron los rindes, en torno al 4%, a pesar de las altas temperaturas de fines de octubre y noviembre —que afectaron el llenado de grano en varias zonas— y de los problemas en la disponibilidad de nitrógeno —que determinó una

baja en el porcentaje de proteínas y afectó así la calidad— (ver Gráfico 2).

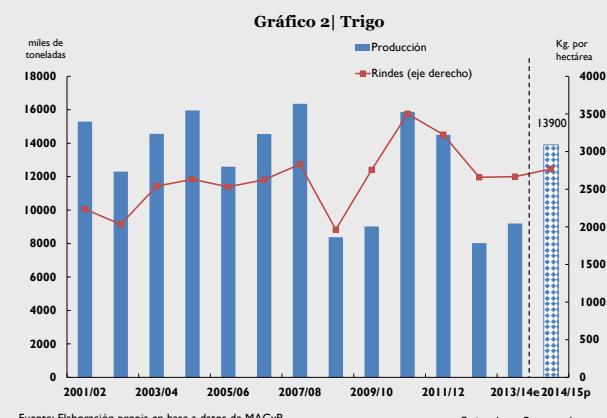
Cuadro 1 | Producción Agrícola

	2012/13 millones de toneladas	2013/14e millones de toneladas	2014/15p	
			millones de toneladas	Var. % respecto campaña previa
Cereales	51,2	52,6	55,0	4,4
Maíz	32,1	33,0	32,6	-1,1
Trigo	8,0	9,2	13,9	51,1
Oleaginosas	53,6	56,7	57,9	2,1
Soja	49,3	53,4	54,2	1,5
Resto	0,6	1,6	1,2	-22,2
Total	105,5	111,0	114,1	2,9

e: Estimado; p: Proyectado

Fuente: Elaboración propia en base a datos de MAGyP

También concluyó la recolección de la cebada cervecera, con una merma de la producción a 2,9 millones de toneladas (-38,4%). El área cultivada con este cereal cayó a 1 millón de hectáreas (-20,8%), mientras que los rindes se redujeron 21,9%, siendo el grano obtenido de calidad irregular.



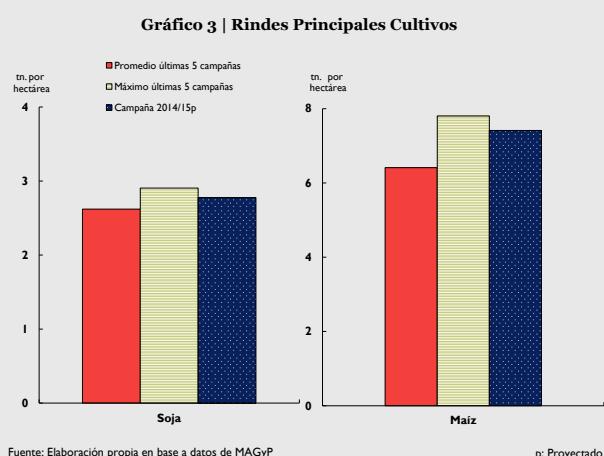
Considerando las perspectivas de condiciones climáticas favorables que permitirán un normal desenvolvimiento de las actividades agrícolas, se proyecta que la producción de maíz se ubique en 32,6 millones de toneladas —un 1,1% por debajo de la campaña previa—. Tal proyección es producto de la menor superficie que compensaría el aumento en los rindes⁶⁵. En particular, se tiene en cuenta la

⁶⁴ Informe Mensual del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca de enero de 2015.

⁶⁵ Cabe aclarar que el organismo oficial implementó un cambio metodológico para la estimación de la superficie sembrada

estimación del MAGyP de una siembra de 5,4 millones de hectáreas, que se ubica un 11,8% por debajo de la observada en la campaña 2013/14. El rendimiento previsto de 7,4 toneladas por hectárea supera en 9% al del ciclo previo y en 11,3% al promedio de los últimos cinco años, pero se ubica un 5% por debajo del máximo histórico logrado en el ciclo 2009/10 (7,8 toneladas por hectárea; ver Gráfico 3).

En tanto, se calcula que los volúmenes de soja a obtener podrían alcanzar las 54,2 millones de toneladas, lo que implica un aumento de 1,5% con respecto a la campaña pasada. Esta proyección se basa en una superficie sembrada, estimada por el MAGyP, de 20 millones de hectáreas (+1,1%), similar a las estimaciones de los principales organismos especializados. El rinde implícito cercano a 2,8 toneladas por hectárea coincide con el alcanzado en el ciclo anterior. También para este cultivo el rendimiento esperado resulta superior al promedio de los últimos cinco años (+5,9%), aunque se ubica 4,5% por debajo del máximo histórico de la campaña 2006/07, de 2,97 toneladas por hectárea.



A partir de este escenario base, se realiza un ejercicio de pronóstico para el cual se consideran distintos rindes para los principales granos y se mantiene inalterada la estimación de la superficie sembrada —supuesto acorde con la finalización de la siembra para el maíz y la soja—, para ver su efecto sobre los volúmenes de cosecha a obtener. Para el trigo y la cebada cervecera se consideran las estimaciones de producción del MAGyP mencionadas anteriormente, mientras que para el resto de los granos de menor volumen no se realizan cambios en las proyecciones.

En particular, si se supone que se alcanza el máximo rinde histórico reciente —dentro de los últimos

cinco ciclos—, la estimación de la campaña 2014/15 se elevaría en aproximadamente 4,3 millones de toneladas respecto del escenario base, a 118,4 millones de toneladas. La cosecha de maíz se ubicaría en 34,3 millones de toneladas, mientras que la producción de soja sería de 56,8 millones de toneladas.

De manera contraria, si cambiaron las condiciones climáticas y se dificultase el desarrollo de los granos —situación que se presenta como poco probable en la actualidad— se produciría un impacto negativo en los rindes. Para este escenario se considera el rinde promedio de los últimos cinco años —que incluye los valores reducidos de la campaña 2010/11 y los mínimos recientes del ciclo 2011/12— y resultaría en una producción de 107,8 millones de toneladas. La menor estimación, en 6,3 millones de toneladas, respondería a una producción de maíz en 29,3 millones de toneladas y de soja en 51,2 millones de toneladas.

Cabe mencionar que las estimaciones agrícolas son plausibles de constantes ajustes, producto principalmente de la evolución de las condiciones climáticas. Al confeccionarse el presente Apartado la siembra de soja se encuentra finalizada, por lo que resulta más probable correcciones al alza en la estimación de la producción. De acuerdo a los reportes sectoriales, aproximadamente un 80% de la superficie sembrada corresponde a lotes de primera, los que en su gran mayoría se encuentran transitando etapas críticas para la generación de rendimiento bajo muy buenas condiciones ambientales. Adicionalmente, las lluvias registradas recientemente permitieron reabastecer los perfiles del suelo y revirtieron las deficiencias hídricas que se observaban en algunas áreas. También para el maíz resulta más factible una revisión al alza en las previsiones de producción. La siembra se encuentra finalizada, con una evolución de los cultivos que está arrojando en la mayoría de las regiones rindes en torno o por encima de los máximos históricos.

En resumen, la campaña 2014/15 exhibiría un incremento en los volúmenes de producción a un nuevo récord histórico, con una estimación de 114,1 millones de toneladas. Dado el desarrollo de los cultivos y las condiciones climáticas favorables, dicha proyección podría ser revisada al alza.

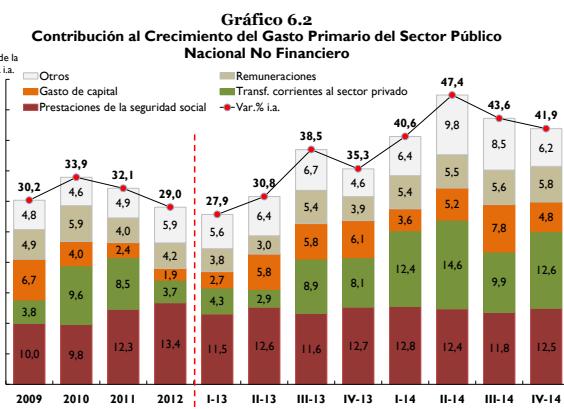
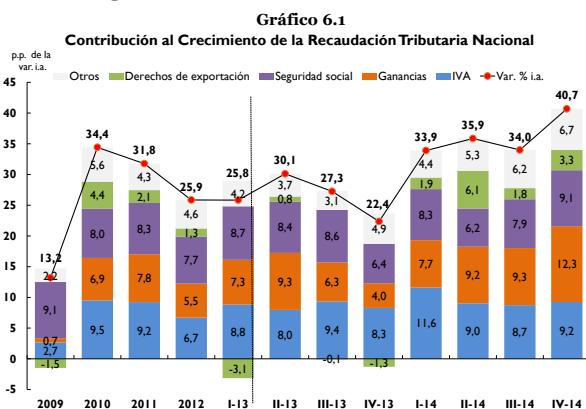
desde la campaña 2012/13 que incluyó dentro de la misma áreas no contempladas con anterioridad.

6 Finanzas Públicas

Durante el segundo semestre de 2014 la Recaudación tributaria nacional mantuvo su ritmo de expansión interanual (i.a.) respecto de la primera mitad del año al crecer 37% i.a., mientras que a inicios de 2015 exhibió una moderación producto de una menor variación del tipo de cambio. Tanto los gravámenes ligados a las transacciones internas como aquellos asociados al comercio exterior siguieron dando impulso al crecimiento de los recursos tributarios. En este marco, los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) aumentaron 43% i.a. durante el año pasado, ritmo de expansión similar al de la primera mitad del año y al de las erogaciones primarias. Las Prestaciones previsionales y las Transferencias corrientes al sector privado (que incluyen las asignaciones familiares y los subsidios) explicaron la mayor parte de la suba del gasto. El Resultado primario del SPNF representó cerca de -0,9% del PIB en 2014, mientras que el financiero se ubicó en torno a -2,6% del Producto.

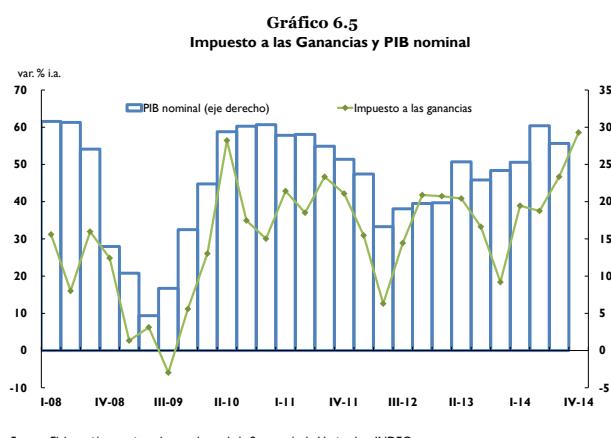
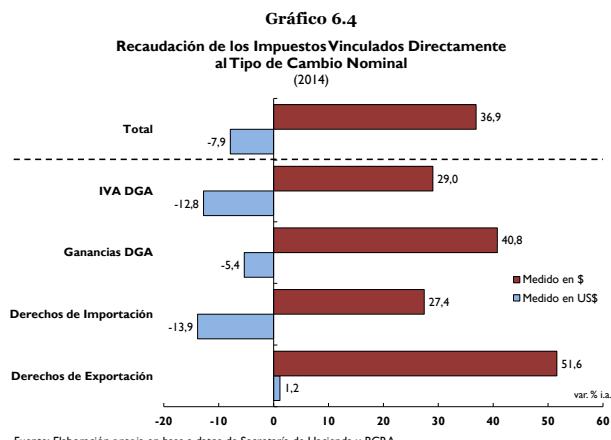
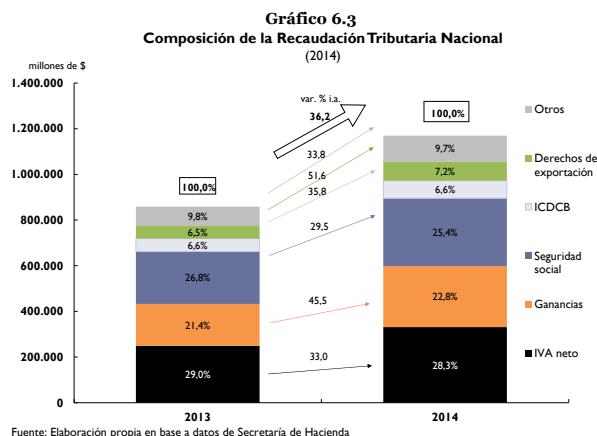
Durante 2014, el Tesoro Nacional siguió afrontando mayormente sus necesidades de financiamiento con fuentes provenientes del resto del sector público. Asimismo, el Gobierno recurrió a financiamiento en el mercado local que permitió acceder a un fondeo en torno a los \$36.000 millones. En cuanto a la política de manejo de pasivos se destaca que en 2014 se emitieron nuevos instrumentos de deuda interna para compensar a la empresa REPSOL por los pasivos originados en la expropiación del 51% de las acciones de YPF. Además, se procedió a la reestructuración de la deuda elegible en el marco del Club de París. Finalmente, se realizaron canjes parciales de bonos (como el BONAR \$ 2014 y el BODEN US\$ 2015) y se ofreció la opción de precancelación del BODEN US\$ 2015. En lo que respecta a la situación de la deuda no ingresada a los Canjes 2005 y 2010, se sancionó la Ley 26.984 de Pago Soberano Local de la Deuda Exterior y de Reestructuración de la Deuda Pública Nacional que autorizó la adopción de medidas para disponer de un nuevo agente fiduciario para la distribución de fondos de los bonos reestructurados y abrió la posibilidad de que se realicen nuevos canjes. Más recientemente, en febrero de 2015 un tribunal británico (la English High Court of Justice) en una causa iniciada contra el Bank of New York Mellon (BONY) por tenedores de bonos argentinos en euros correspondientes a deuda argentina reestructurada declaró la aplicabilidad del derecho inglés a dichos bonos en euros, de acuerdo a lo estipulado en el contrato. Cabe señalar que la Deuda Pública Nacional totalizó US\$198.863 millones a junio de 2014 —última información disponible—, representando 42% del PIB. La proporción de la deuda en mano de acreedores privados —considerada de mayor riesgo de refinanciación— ascendió a 11,5% del Producto en igual período, de la cual solo 9,7% del PIB corresponden a obligaciones denominadas en moneda extranjera.

Los recursos tributarios propios de los distritos subnacionales crecieron 36% i.a. en 2014. Los ingresos tributarios girados por el gobierno nacional —Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos de distribución automática y no automática— aumentaron 38% i.a. en el segundo semestre de 2014. El resultado financiero del conjunto de los distritos habría sido ligeramente deficitario, destacándose la continuidad del Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas.



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

6.1 Ingresos

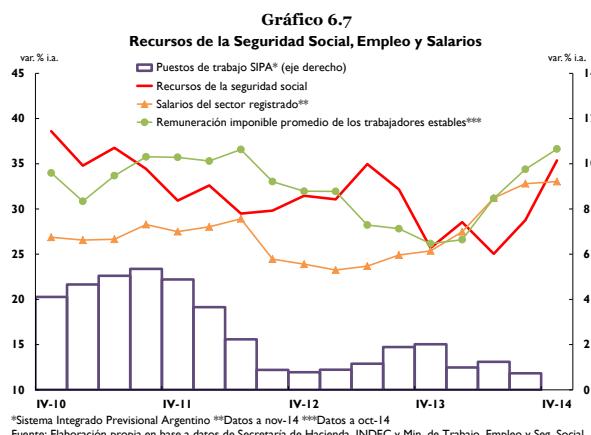
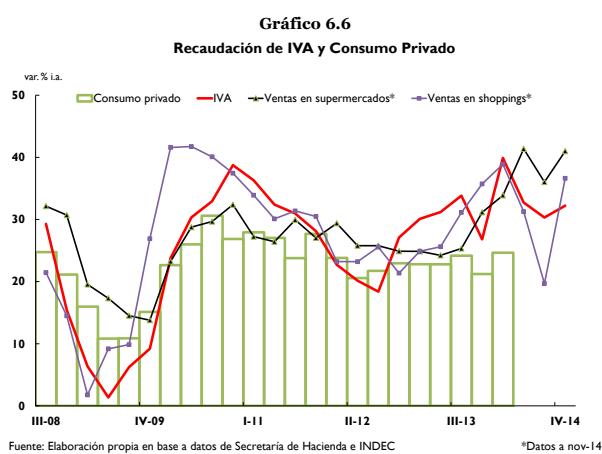


⁶⁶ Ley 26.893 y Decreto N°2334/2013. Mediante la Resolución AFIP N°3674/2014 se dispuso que la retención con carácter de pago único y definitivo sobre los pagos de dividendos o distribución de utilidades puestos a disposición a sus beneficiarios en el período comprendido entre el día 23/09/2013 y el 12/09/2014, pueda ser ingresada hasta el 30/09/2014.

Durante el segundo semestre de 2014 la Recaudación tributaria nacional sostuvo su ritmo de expansión respecto del primer semestre del año, al crecer 37% interanual (i.a.; ver Gráficos 6.1 y 6.3). Así, los recursos tributarios crecieron 36% i.a. durante el año pasado, mostrando una moderación a inicios de 2015. El impulso a lo largo del año provino tanto de los gravámenes ligados a las transacciones internas, como de aquellos impuestos asociados al comercio exterior (ver Gráfico 6.4).

Los ingresos asociados al impuesto a las Ganancias recaudados entre julio y diciembre crecieron 53% i.a., con una importante aceleración respecto al primer semestre de 2014 (+38% i.a.), acumulando en el año una suba de 45%. Este desempeño se debió, en parte, a los crecientes ingresos por regímenes de retenciones y percepciones, en el marco de mayores impuestos determinados, y montos superiores de transacciones y remuneraciones. Aún continuó impactando parcialmente de manera positiva sobre el desempeño de este tributo la ampliación de los hechos imponibles, vigente a partir del 23 de septiembre de 2013. En dicho momento se estableció que los resultados provenientes de la enajenación de acciones, cuotas y participaciones sociales, títulos, bonos y demás valores que no cotizan en las bolsas queden gravados por el impuesto, así como la distribución de dividendos o utilidades puestos a disposición⁶⁶ (ver Gráfico 6.5).

Además, continuó influyendo sobre la recaudación del impuesto a las Ganancias las modificaciones al régimen de percepción sobre los consumos realizados en el exterior así como sobre la compra de moneda extranjera. Particularmente, los ingresos reflejaron el incremento del anticipo del 20 al 35% para las operaciones relacionadas con los gastos efectuados en el exterior y la adquisición de moneda extranjera para turismo, de paquetes turísticos contratados en el país y pasajes al extranjero. Asimismo influyó el establecimiento de la percepción de un anticipo del 20% a las personas físicas que adquieren moneda extranjera para tenencia en el país. Dicha percepción se aplica al momento de retirar los fondos de la entidad financiera en la que se encuentren depositados los pesos con los que se



realiza la adquisición, siempre que transcurran menos de 365 días de efectuada la operación⁶⁷.

En sentido opuesto, la evolución de este gravamen se vio afectado por la elevación de las deducciones personales⁶⁸ y el cómputo de mayores montos por aportes al sistema de seguridad social. Cabe señalar que en diciembre de 2014 el gobierno dispuso de manera extraordinaria y por única vez el incremento del importe de la deducción para el cálculo del impuesto a las Ganancias. El mismo se estableció hasta un monto equivalente al importe neto de la segunda cuota del sueldo anual complementario correspondiente al año 2014 para los salarios inferiores a los \$35.000 mensuales⁶⁹.

El IVA bruto, es decir sin descontar las devoluciones, creció 31% i.a. durante los últimos seis meses de 2014, exhibiendo una moderación en su tasa de expansión respecto de la primera mitad del año –tendencia que continuó a inicios de 2015–, en línea con el desempeño del consumo nominal (ver Gráfico 6.6). De esta manera, estos recursos se elevaron 34% i.a. durante el año pasado. Cabe señalar que los mayores montos de devoluciones abonadas a exportadores y a productores de granos atenuaron levemente el aumento del IVA neto.

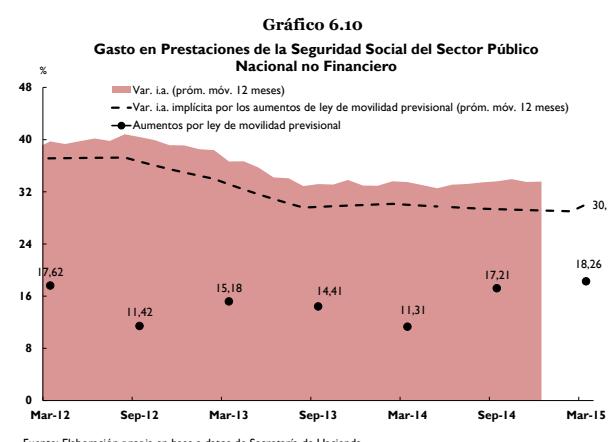
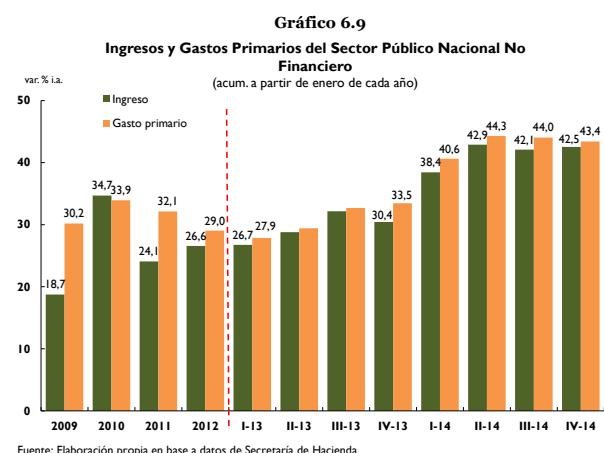
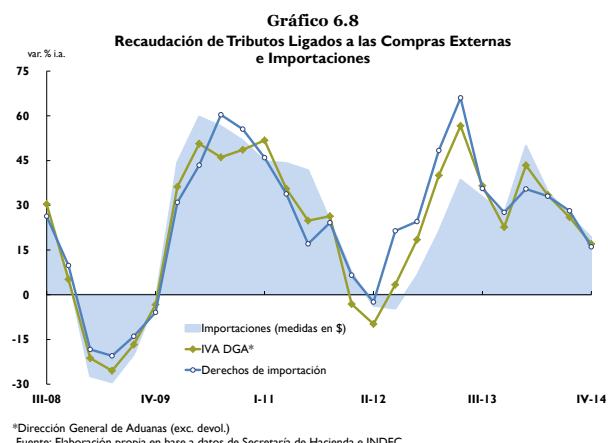
En los últimos seis meses del año pasado el ritmo de crecimiento interanual de los recursos de la Seguridad social se aceleró en relación al primer semestre de 2014 con un aumento de 32% i.a. Así, en 2014 estos ingresos acumularon un alza de 29%. Esto se debió principalmente al incremento de los salarios, a los regímenes de facilidades de pago y a la suba de la base imponible máxima para el cálculo de los aportes. Dicha base se elevó en marzo y en septiembre de 2013 y nuevamente en los mismos meses de 2014, de acuerdo a la indexación del tope por la movilidad previsional⁷⁰ (ver Gráfico 6.7).

⁶⁷ Comunicación BCRA A 5526 y Resolución AFIP N°3583/2014.

⁶⁸ En julio de 2013, mediante el Decreto N°1006/2013 se incrementó el importe de la deducción especial, establecida en el inciso c) del artículo 23 de la ley del impuesto, hasta un monto equivalente al importe neto de la primera cuota del Sueldo Anual Complementario del año 2013, para rentas del trabajo personal en relación de dependencia no superiores a \$25.000. A partir de septiembre de 2013, para los trabajadores en relación de dependencia y pasivos, con rentas brutas mensuales 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 nula. Para los trabajadores con rentas brutas mensuales 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 incrementaron en un 30% para los trabajadores y pasivos que viven en determinadas provincias y partidos (Decreto N°1242/2013).

⁶⁹ Decreto N°2354/2014.

⁷⁰ A partir de los salarios devengados en marzo de 2013 la base imponible máxima de 2013 pasó de \$21.249 mensuales a \$24.474 (+15,18%; Resolución N°30/2013), y en septiembre a \$28.000 (+14,41%; Resolución N°266/2013). En tanto desde marzo de 2014 se elevó hasta \$31.168 (+11,31%; Resolución N°27/2014) y a partir de septiembre aumentó hasta \$36.531 (+17,21%; Resolución N°449/2014).



Luego de aumentar 61% i.a. entre enero y junio, los Derechos de exportación crecieron 42% i.a. en la segunda mitad de 2014, influidos en parte por la suba del tipo de cambio. Así acumularon un alza de 52% durante el año pasado. El alza en el período se explicó, mayormente, por el aporte del complejo sojero. Los datos de ejecución del Fondo Federal Solidario (FFS)⁷¹ indican que los ingresos vinculados a las ventas externas de la soja y sus derivados representaron el 58% del total de la recaudación por Derechos de exportación de 2014.

La recaudación ligada a las Importaciones (básicamente la porción de IVA recaudada por la Dirección General de Aduanas —DGA— y los Derechos de importación) ralentizó su expansión. Esto ocurrió en línea con la evolución del monto de las compras externas expresado en moneda nacional (ver Gráfico 6.8 y Sección 5).

Los ingresos provenientes del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias registraron un alza de 35% i.a. en el segundo semestre del año pasado (36% i.a. en todo 2014), debido al aumento en el monto total de las transacciones bancarias gravadas.

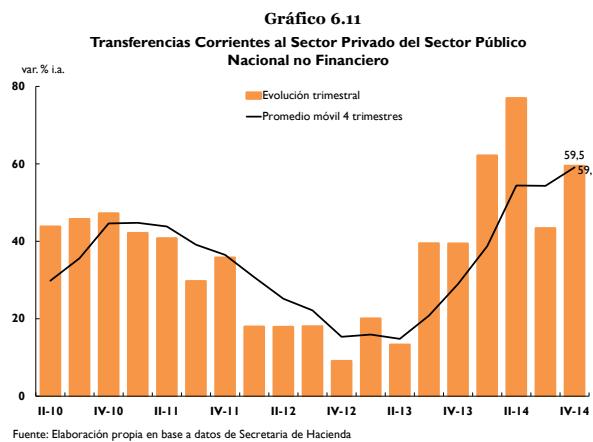
Los recursos por el impuesto sobre los Combustibles crecieron 59% i.a. durante la segunda mitad del año pasado (43% en el año), principalmente como consecuencia de los mayores precios internos de los mismos⁷² (ver Sección 7).

En relación a los ingresos no tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), durante 2014 el BCRA transfirió al Tesoro Nacional (TN) cerca de \$78.800 millones en concepto de Utilidades —correspondientes a 2013— y Contribuciones. 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 \$39.000 millones en igual período. Asimismo en diciembre de 2014 se registró el ingreso parcial de unos \$7.400 millones asociados a la licitación de las bandas de frecuencia para telecomunicaciones móviles de tecnología de cuarta generación (4G; algo menos del 40% de los US\$2.232 millones a ingresar por ese concepto).

⁷¹ 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 52% i.a. durante 2014.

⁷² Además la suba fue atenuada por la exención sobre el biodiesel desde fines de junio de 2014 (Ley 26.942).

6.2 Gasto y Resultados



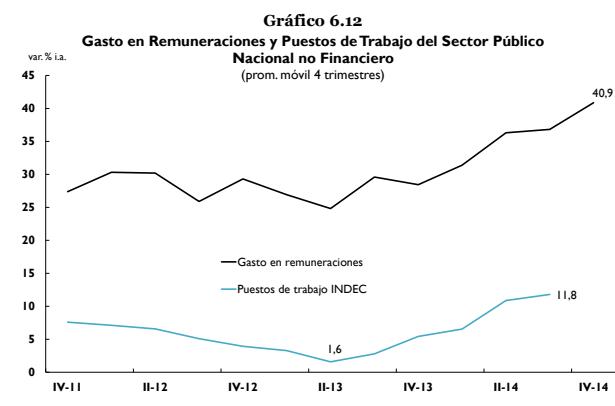
Los gastos primarios del SPNF sostuvieron durante el segundo semestre un ritmo de expansión similar al de la primera mitad del año y crecieron 43% i.a. en 2014, en línea con la tasa de incremento de los ingresos (ver Gráfico 6.9).

Las Prestaciones previsionales y las Transferencias corrientes al sector privado (que incluyen las asignaciones familiares y los subsidios) continuaron explicando la mayor parte de la suba interanual de las erogaciones primarias (ver Gráfico 6.2).

Los pagos previsionales aumentaron 34% i.a. en 2014, en línea con la actualización de los montos de los haberes⁷³ y la mayor cantidad de beneficiarios (ver Gráfico 6.10). Así, el haber mínimo mensual se ubica actualmente en \$3.232 (+30,5% i.a.). Sobre este rubro comenzó a incidir la sanción de la Ley 26.970 correspondiente a la segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional, que implicaría hasta unos 470.000 beneficiarios adicionales de jubilaciones y pensiones que estaban excluidos del sistema por no poseer suficientes años de aportes acreditados. Considerando el avance en la implementación de esta segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional y el ajuste en los haberes de 18,26% a partir de marzo de 2015 —el coeficiente de movilidad previsional más alto desde la sanción de la ley—, se prevé que estas erogaciones mantengan un fuerte dinamismo.

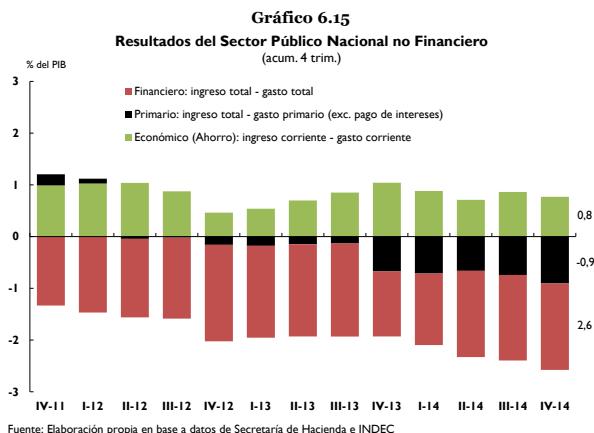
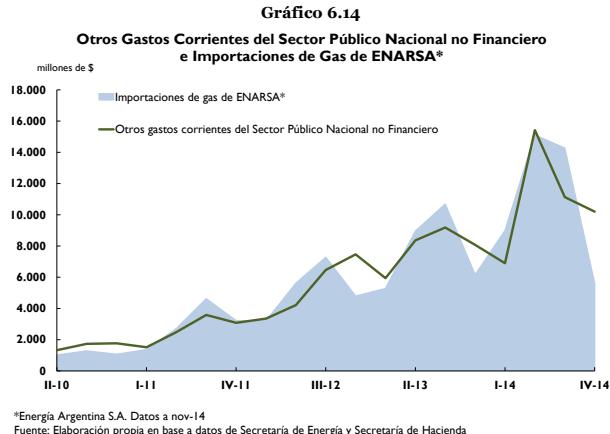
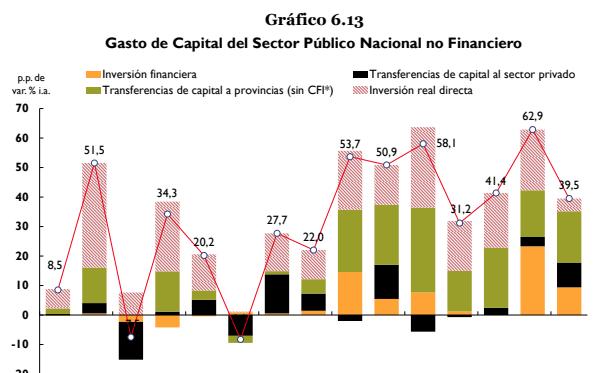
En cuanto a los giros corrientes al sector privado, en la segunda mitad del año pasado se moderó el ritmo de expansión —luego de registrar una marcada aceleración desde mediados de 2013—, acumulando un incremento de 59% i.a. durante el año pasado (ver Gráfico 6.11).

El aumento de las Transferencias al sector privado respondió, por un lado, al incremento de las erogaciones asociadas a las mayores compensaciones a usuarios de servicios públicos (básicamente por energía y, en menor medida, transporte). En segundo lugar, obedeció a los aumentos en la cobertura y en los montos de las asignaciones familiares⁷⁴. Además, continuaron incidiendo sobre este rubro del gasto la suba de las transferencias admi-



⁷³ En el marco de la Ley de Movilidad Previsional, los jubilados y pensionados percibieron un aumento de los montos de los haberes de 15,18% a partir de marzo de 2013 y de 14,41% a partir de septiembre de ese año. En marzo de 2014, la suba fue de 11,31% y de 17,21% en septiembre. De esta manera, los montos de los haberes aumentaron 30,5% en 2014.

⁷⁴ La Asignación Familiar por Ayuda Escolar Anual pasará, a partir del 1º de marzo, de \$510 a \$700, y cubrirá a hijos e hijas de asalariados registrados de 4 a 17 años, cuyo grupo familiar tenga un ingreso menor a \$30.000, o \$15.000 proveniente de uno de los padres.



⁷⁵ En 2013 se incrementaron las remuneraciones del SPNF un 24% (12% a partir de junio y 10,7% a partir de agosto), con efecto sobre la ejecución de 2014. En tanto, durante 2014 se acordó un incremento de las remuneraciones del SPNF un 28,2% i.a. que se efectivizó en dos partes: 16,5% a partir de junio y 10% desde agosto.

nistradas por el Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSJyP —ex PAMI—). También influyó la implementación gradual del Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROG.R.ES.AR.), destinado a brindar una prestación económica universal a jóvenes de bajos recursos para que inicien o completen sus estudios (ver Sección 4).

Por otra parte, el gasto en Remuneraciones a los empleados públicos se elevó 41% i.a. como consecuencia de los aumentos salariales⁷⁵ otorgados y el incremento del empleo público (ver Gráfico 6.12).

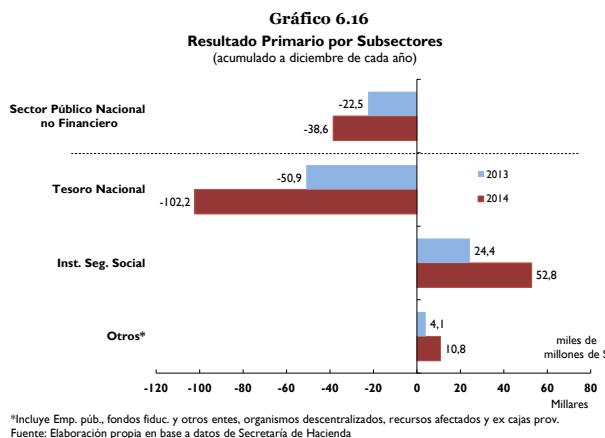
En tanto, las erogaciones de Capital acumularon una expansión de 45% i.a. en todo 2014, impulsadas por las Transferencias de capital (43% i.a.), la Inversión real directa (32% i.a.) y la Inversión financiera (165% i.a.; ver Gráfico 6.13).

También mostraron un significativo dinamismo los otros gastos corrientes asociados a las importaciones de gas por parte de la Empresa Energía Argentina S.A. (ENARSA) para el abastecimiento del mercado interno (38% i.a.) y el Déficit operativo de las empresas públicas (ver Gráfico 6.14).

La evolución de los ingresos y del gasto primario implicó un aumento del déficit primario, el cual representó cerca de 0,9% del PIB en 2014. Por su parte, el déficit financiero del SPNF (una vez considerado el pago de intereses de deuda) se mantuvo en torno a 2,6% del Producto en el mismo lapso (ver Gráfico 6.15).

Los intereses de la deuda pública aumentaron 69% i.a. en 2014, debido básicamente al incremento en pesos de los servicios en moneda extranjera producto del mayor tipo de cambio y, en menor medida, al alza del costo de financiamiento.

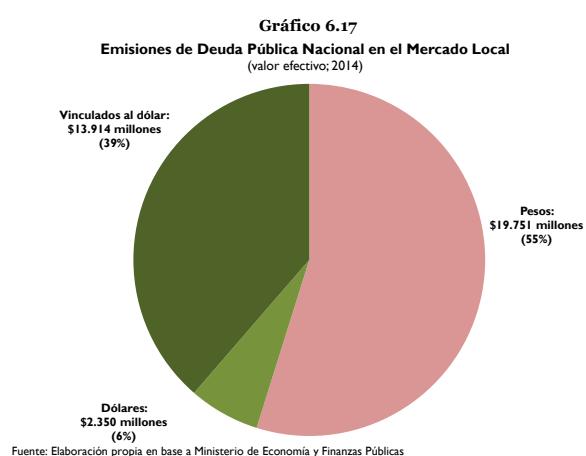
A nivel de subsectores, durante 2014, se observó un mayor déficit primario del TN, que fue parcialmente compensado por los crecientes excedentes de las Instituciones de la seguridad social y del resto de los subsectores (ver Gráfico 6.16).



Cuadro 6.1
Tesoro Nacional. Emisiones de Deuda en el Mercado Local
(2014)

Fecha de colocación	Instrumento	Moneda de denominación	Moneda de suscripción/ pago	Cupón	Año de vencimiento	Valor nominal original (VNO); en mill.
Mar-14	Bonar 2017	Pesos	Pesos	Badlar + 200 p.b.	2017	5.540
Jun-14	Bonar 2017	Pesos	Pesos		2017	4.460
Sep-14	Bonar 2016	Pesos	Pesos		2016	10.000
Total:						20.000
Oct-14	Bonad 2016	Dólar	Pesos	1.75	2016	983
Nov-14	Bonad 2018	Dólar	Pesos	2.4	2018	654
Dic-14	Bonar 2024	Dólar	Dólar	8.75	2024	286
Total:						1.923

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



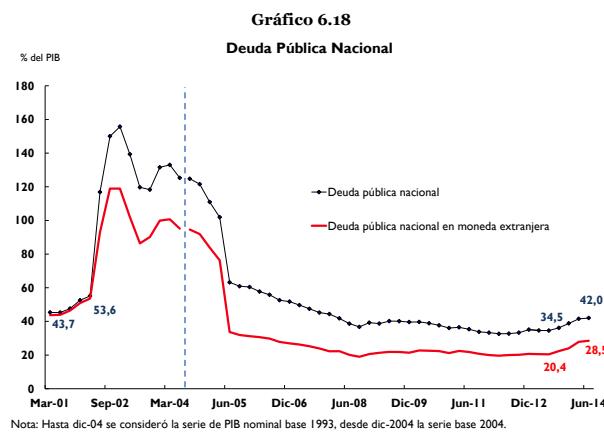
6.3 Financiamiento y Deuda Pública Nacional

Durante 2014, el TN siguió afrontando mayormente sus necesidades de financiamiento con fuentes provenientes del resto del sector público. A lo largo de ese año el financiamiento neto a partir de Adeudos Transitorios (AT) del BCRA totalizó \$68.850 millones. Adicionalmente, el uso de reservas internacionales para pagos de servicios de deuda en tenencia de acreedores privados —Fondo de Desendeudamiento Argentino (FONDEA)— y a organismos multilaterales y bilaterales de crédito (FONDOI) sumó aproximadamente US\$11.000 millones. El TN también obtuvo financiamiento neto de otras agencias del sector público no financiero y del Banco de la Nación Argentina.

Además, se efectuaron 6 licitaciones de títulos públicos en el mercado local cuyos resultados permitieron un fondeo cercano a los \$36.000 millones. Se emitieron dos instrumentos en pesos: Bonos de la Nación Argentina en pesos (Bonar) 2016 y 2017, ambos a tasa Badlar Privada más 200 puntos básicos con vencimiento en 2016 y 2017, respectivamente. A lo largo de tres licitaciones, el total colocado por estos bonos sumó \$20.000 millones en Valor Nominal Original (VNO; ver Cuadro 6.1). En títulos públicos denominados en dólares se emitieron tres especies: Bonos de la Nación Argentina vinculados al dólar 2016 y 2018 y Bono de la Nación Argentina en dólares 2024. El VNO colocado por estos instrumentos ascendió a US\$1.923 millones. De esta manera, del total del financiamiento obtenido a través de emisiones en el mercado local, el 55% fue en bonos en pesos. El porcentaje restante correspondió a instrumentos denominados en dólares de los cuales la mayoría se suscribió y pagará en moneda nacional (bonos *dollar-linked*; ver Gráfico 6.17)

En cuanto a la política de manejo de pasivos, el sector público continuó con el proceso de normalización de sus deudas. Luego de que a fines de 2013 se suscribieran 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), en mayo de 2014 se instrumentó la compensación a la empresa REPSOL. Dicha compensación se estableció por los pasivos originados en la expropiación del 51% de las acciones de YPF.

Posteriormente, se reestructuró la deuda elegible en el marco del Club de París⁷⁶.

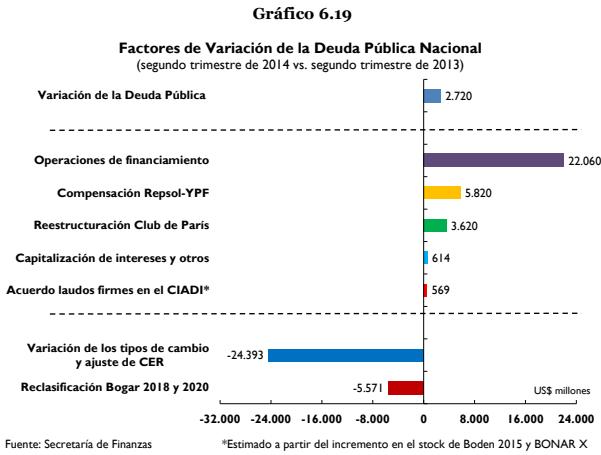


Nota: Hasta dic-04 se consideró la serie de PIB nominal base 1993, desde dic-2004 la serie base 2004.

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

Con el objetivo de brindar certidumbre y previsibilidad financiera y macroeconómica frente a la alta volatilidad a la que estuvieron expuestos los títulos argentinos, en diciembre el Gobierno ofreció a los tenedores del BODEN US\$ 2015 dos alternativas. Por un lado, la de presentarse en la operación de cancelación anticipada y voluntaria a un precio fijo recibiendo a cambio el pago en efectivo en dólares estadounidenses de los mismos. Por otro lado, se les ofreció presentar sus títulos en un canje voluntario por BONAR US\$ 2024 a una relación de canje fija⁷⁷. Estas alternativas fueron ofrecidas luego del canje del BONAR y Pagarés \$ 2014 que se realizó a inicios de 2014 y que permitió reducir las necesidades financieras de ese año.

En lo que respecta a la situación de la deuda no ingresada a los Canjes 2005 y 2010, se sancionó la Ley 26.984 de Pago Soberano Local de la Deuda Exterior y de Reestructuración de la Deuda Pública Nacional que autorizó la adopción de medidas para disponer de un nuevo agente fiduciario para la distribución de fondos de los bonos reestructurados y abrió la posibilidad de que se realicen nuevos canjes. Más recientemente, en febrero de 2015 un tribunal británico (la English High Court of Justice) en una causa iniciada contra el Bank of New York Mellon (BONY) por tenedores de bonos argentinos en euros correspondientes a deuda argentina reestructurada declaró la aplicabilidad del derecho inglés a dichos bonos en euros, de acuerdo a lo estipulado en el contrato.



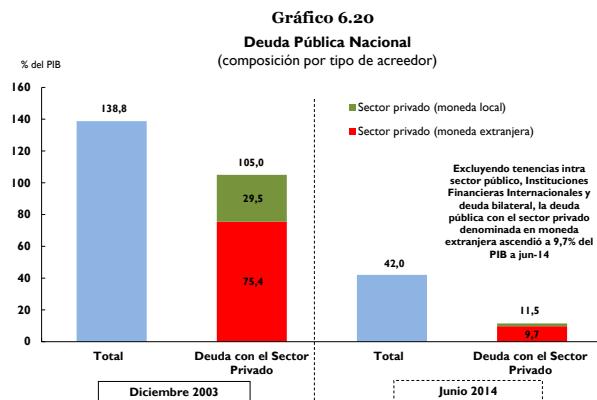
En este marco, la Deuda Pública Nacional (DPN)⁷⁸ totalizó US\$198.863 millones a junio de 2014 —última información disponible—, equivalente al 42% del Producto (28,5% del PIB correspondió a obligaciones en moneda extranjera, los cuales representan un 68% del total de la deuda; ver Gráfico 6.18). El incremento nominal interanual de la DPN fue de US\$2.720 millones. Sin embargo, el alza de la relación DPN/PIB resultó de 7,5 puntos porcentuales (p.p.) principalmente debido a la disminución del Producto medido en dólares corrientes.

Entre julio de 2013 y junio de 2014, la DPN se incrementó, fundamentalmente, a partir de las operaciones de financiamiento —que totalizaron alre-

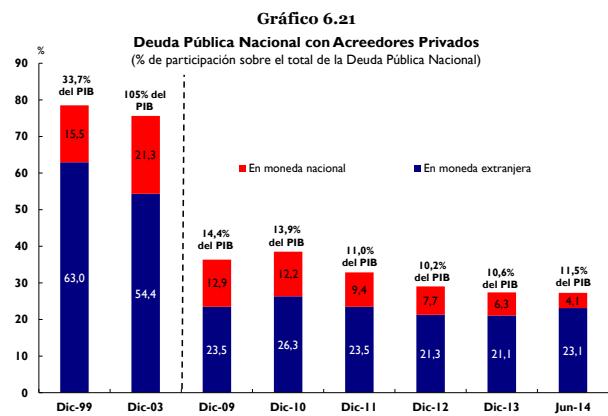
⁷⁶ Para mayor información ver **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** de agosto de 2014.

⁷⁷ Para la primera de las alternativas se recibieron ofertas equivalentes al 2% del capital (US\$185 millones), en tanto que ingresaron al canje US\$377 millones del stock total en circulación de BODEN US\$ 2015.

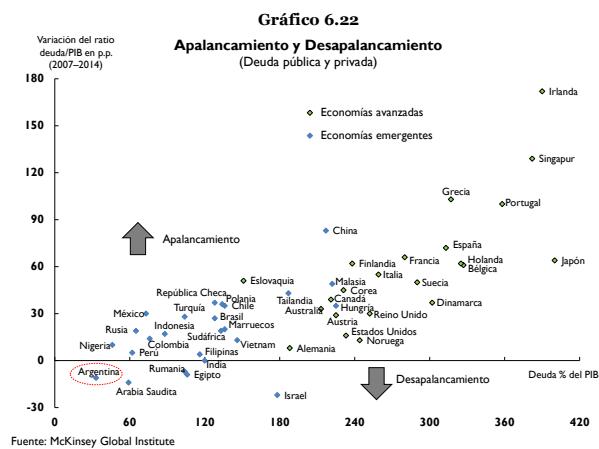
⁷⁸ Excluye la porción no presentada a los Canjes 2005 y 2010.



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



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



Fuente: McKinsey Global Institute

⁷⁹ Según el Decreto N°660/10 los títulos Bogar 2018 y 2020 dejaron de estar instrumentados como Deuda pública indirecta nacional para formar parte de Otras obligaciones a cargo del Tesoro Nacional. Si bien el Decreto entró en vigencia el 10 de mayo de 2010, en las estadísticas de deuda la reclasificación recién se vio reflejada con la información publicada al segundo trimestre de 2014, momento a partir del cual se excluyeron ambos instrumentos del total de la DPN.

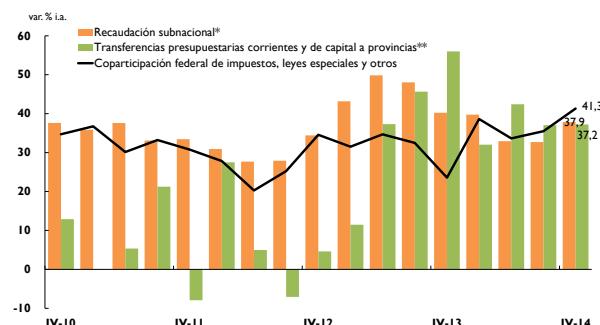
dedor de US\$22.000 millones—, de la compensación a la empresa REPSOL, que implicó nueva deuda por US\$5.820 millones, y de la regularización de la deuda elegible en el marco del Club de París (+US\$3.620 millones; ver Gráfico 6.19). Entre los factores que influyeron a la baja sobre las obligaciones del sector público se encuentran la variación de los tipos de cambio (-US\$24.393 millones) y la reclasificación de los bonos garantizados Bogar 2018 y Bogar 2020 dispuesta en el marco del Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas (-US\$5.571 millones)⁷⁹.

Desde una perspectiva de mediano plazo, la deuda del sector público mantiene un perfil sólido más allá de que en los años recientes se observó cierta desmejora en los indicadores de deuda pública a partir del incremento en relación al tamaño de la economía, la suba de la participación de las obligaciones denominadas en moneda extranjera y la reducción de la vida promedio, entre otros. La DPN equivalente al 42% del PIB se compara favorablemente con los niveles de fines de 2003, cuando ésta representaba 138,8% del PIB. Considerando la deuda pública con acreedores privados —de mayor riesgo de refinanciación— la caída incluso fue más notoria, ya que pasó de representar 105% del PIB a tan sólo 11,5% (de los cuales 9,7 p.p. del Producto corresponden a obligaciones denominadas en moneda extranjera; ver Gráfico 6.20). Así, la deuda pública en manos de acreedores privados redujo su participación sobre el total de la deuda soberana desde 75% en 2003 hasta 27% en junio de 2014 (ver Gráfico 6.21). El proceso de desendeudamiento de la última década contrastó con lo verificado por otras economías, tanto avanzadas como emergentes (ver Gráfico 6.22).

6.4 Finanzas Públicas Subnacionales

Los ingresos tributarios subnacionales de origen nacional registraron en el segundo semestre del año pasado un ritmo de expansión similar al de los primeros seis meses de 2014, en línea con la evolución de la recaudación nacional del IVA y Ganancias. Así, los recursos asociados a la Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos de distribución automática cerraron el año 2014 con un alza de 37% i.a.

Gráfico 6.23
Coparticipación Federal de Impuestos, Transferencias Presupuestarias a Provincias



^aInformación parcial a dic-14 según disponibilidad. ^{**}Incluye recursos del Fondo Federal Solidario (FFS)

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

Por su parte, entre julio y diciembre las transferencias presupuestarias de la Nación a las provincias se incrementaron 37% i.a.: 41% i.a. las destinadas a financiar gastos de capital —31% i.a. sin considerar el FFS— y 27% i.a. las corrientes, variaciones que resultaron muy similares a las del primer semestre.

Este aumento de los giros de la Nación a las provincias se vio reforzado por el desempeño de los recursos tributarios propios de estas últimas (ver Gráfico 6.23). Los mismos mantuvieron sus tasas de expansión, en torno al 35% i.a. en el segundo semestre del año —según información parcial—. Si bien esto marca una desaceleración respecto del crecimiento del año previo, cabe señalar que los recursos tributarios propios de las provincias se habían elevado 45% i.a. en 2013 influídos en parte por diversas reformas tributarias que incluyeron ampliaciones de las bases imponibles y actualizaciones de las mismas.

A lo largo de 2014 se fue prorrogando cada tres meses el esquema de refinanciación de las deudas provinciales con la Nación con la mayoría de las provincias, en tanto que se dispuso la extensión de este mecanismo para el primer trimestre de 2015⁸⁰.

En relación a las colocaciones de deuda provinciales, sólo la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y Neuquén realizaron emisiones de bonos ajustados por la cotización del dólar estadounidense (*dollar-linked*) durante 2014 (ver Cuadro 6.2). Adicionalmente, en lo que va de 2015 la Ciudad Autónoma de Buenos Aires volvió a obtener financiamiento en el mercado de capitales, tanto en instrumentos *dollar-linked* como en bonos denominados en dólares —este último tipo de operación no se registraba a nivel subnacional desde 2012—.

Cuadro 6.2
Colocaciones de Bonos en Dólares y Vinculados al Dólar (*dollar-linked*) de Distritos Subnacionales

Fecha colocación	Provincia	Moneda	Monto en millones moneda original	Plazo original (años)	Rendimiento de colocación
Ene-14	CABA	<i>dollar-linked</i>	146,0	6,0	2,0%
May-14	CABA	<i>dollar-linked</i>	100,0	2,0	4,8%
May-14	Neuquén	<i>dollar-linked</i>	24,7	2,5	2,9%
Jun-14	CABA	<i>dollar-linked</i>	75,9	2,0	2,5%
Ago-14	CABA	<i>dollar-linked</i>	64,6	2,0	0,4%
Sep-14	CABA	<i>dollar-linked</i>	111,1	4,0	2,3%
Acum. 2014			522,3		
Ene-15	CABA	<i>dollar-linked</i>	36,9	1,8	4,8%
Feb-15	CABA	dólar	500,0	6,0	9,0%
Acum. 2015			536,9		

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

⁸⁰ Resolución Ministerio de Economía y Finanzas Pùblicas N°22/2015.

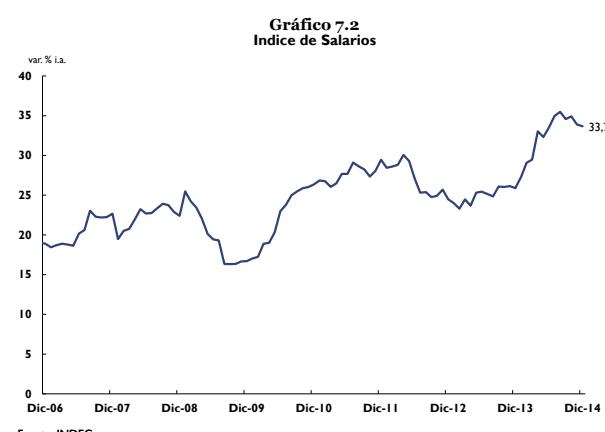
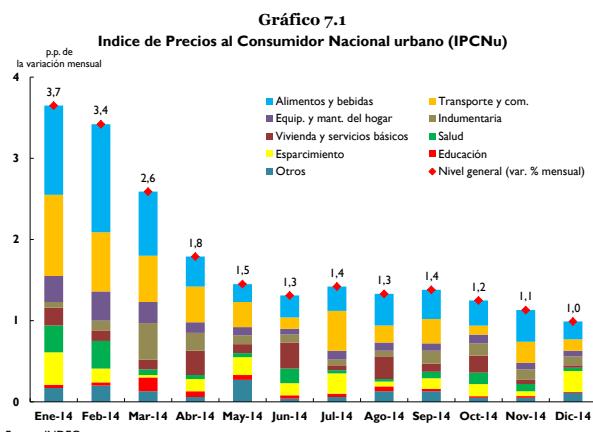
7 Precios

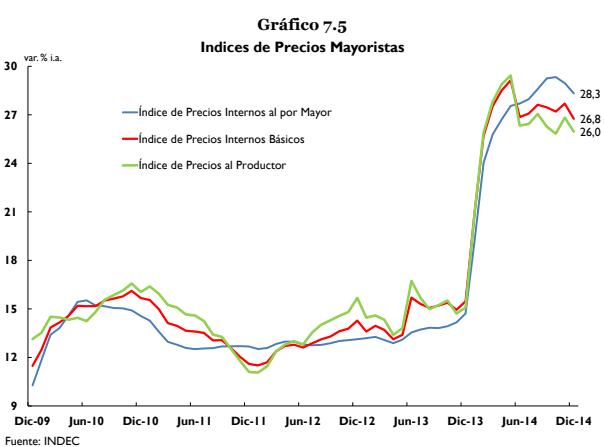
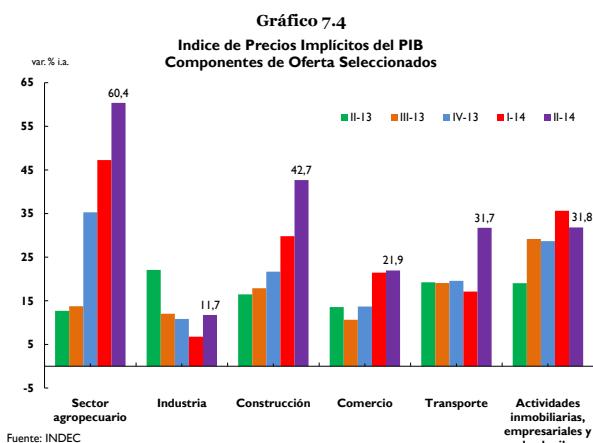
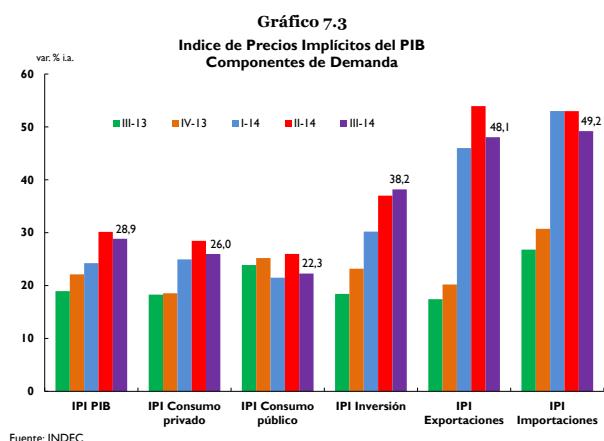
Diversos indicadores de precios presentaron una moderación en el ritmo de incremento a lo largo del segundo semestre de 2014 que, en términos generales, continuó a inicios de este año. El Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB se elevó 28,9% interanual (i.a.) durante el tercer trimestre de 2014, 1,3 puntos porcentuales (p.p.) menos que lo observado entre abril y junio. Este comportamiento se debió a la incidencia negativa del deflactor de las Exportaciones netas al crecimiento del IPI del PIB y a la desaceleración en el ritmo de suba del IPI del Consumo privado (+26% i.a., 2,5 p.p. por debajo del registro del trimestre anterior).

Los precios mayoristas, minoristas y los costos de la construcción, disminuyeron su tasa de incremento mensual a lo largo del segundo semestre de 2014, tendencia que se mantuvo a inicios de 2015. Los precios mayoristas aumentaron en torno a 1% mensual entre julio y diciembre, estabilizando su tasa de crecimiento interanual en alrededor de 27%. En tanto, el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNu) marcó un incremento de 23,9% i.a. al cierre de 2014, fundamentalmente a partir de lo sucedido con los precios de los Alimentos y bebidas, por su participación en la canasta, y del Transporte y comunicaciones. También este índice mostró una tendencia decreciente, así la tasa de incremento mensual anualizada de los últimos tres meses a diciembre fue de 14,3%. Por su parte, los costos de la construcción se incrementaron prácticamente a la mitad del alza observada entre enero y junio de 2014, en respuesta fundamentalmente a la trayectoria de los materiales y, en menor medida, a la mano de obra.

Los salarios nominales presentaron una estabilización en su tasa de variación interanual en los últimos meses, con una suba de 33,7% i.a. a diciembre de 2014. Las remuneraciones del sector público presentaron una expansión mayor a la de los años previos, finalizando 2014 con una suba similar a la del sector privado. En materia de negociaciones salariales para 2015, los metalúrgicos, los bancarios y los docentes, tanto de la Ciudad como de la Provincia de Buenos Aires, acordaron pagos a cuenta de futuros acuerdos. En tanto, algunos gremios de menor cantidad de afiliados cerraron la paritaria de 2015 con subas iguales o mayores a las de 2014, pero de manera más escalonada.

En el segundo semestre de 2014 y a inicios de 2015, los precios internacionales de las materias primas disminuyeron. Esto sucedió en el marco de una apreciación generalizada del dólar estadounidense y una débil demanda asociada al bajo crecimiento global. En este nuevo escenario se destacó la significativa caída de valor del petróleo que dio lugar a una contracción del precio del conjunto de materias primas energéticas de 50% i.a. al inicio de 2015.





7.1 Precios Implícitos del Producto

Durante el tercer trimestre de 2014, el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB⁸¹ aumentó 28,9% interanual (i.a.), 1,3 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de la tasa registrada durante el trimestre previo. De este modo, la variación media interanual de los primeros nueve meses de 2014 arrojó una expansión de 27,7%.

A nivel de componentes de la demanda, en el tercer trimestre las mayores subas las continuaron registrando los precios implícitos de las exportaciones (+48,1% i.a.), dinámica asociada a la evolución del tipo de cambio a comienzos de año⁸². En igual sentido, el IPI de la Inversión creció 38,2% i.a., donde los componentes de origen importado fueron los que presentaron los mayores aumentos. Finalmente, los deflactores del consumo público y privado se elevaron 22,3% i.a. y 26,0% i.a., respectivamente (ver Gráfico 7.3).

Por el lado de la oferta, dentro de los componentes del PIB Bienes se destacaron los incrementos del IPI del Sector agropecuario y de la construcción (+60,4% i.a. y +42,7% i.a., respectivamente). En tanto, los precios implícitos de la Industria manufacturera se elevaron 11,7% i.a. Dentro de los sectores productores de servicios, el IPI del Transporte y comunicaciones y el de las Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler crecieron en torno a 32% i.a., mientras que el del Comercio se expandió 21,9% i.a. (ver Gráfico 7.4).

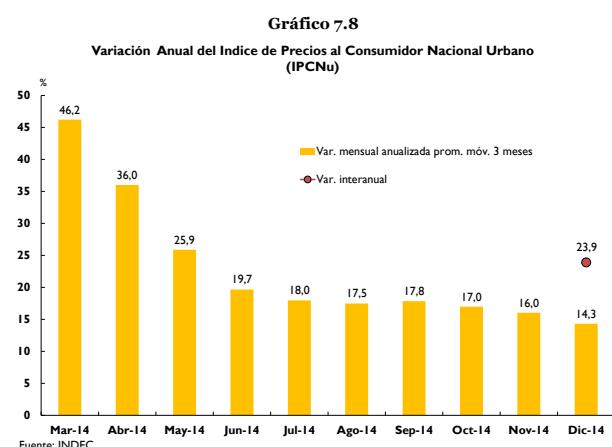
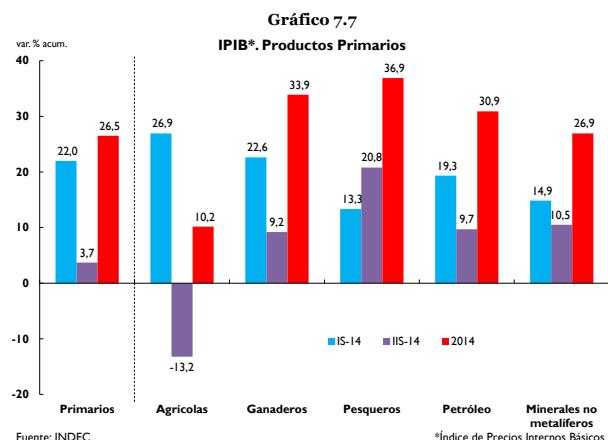
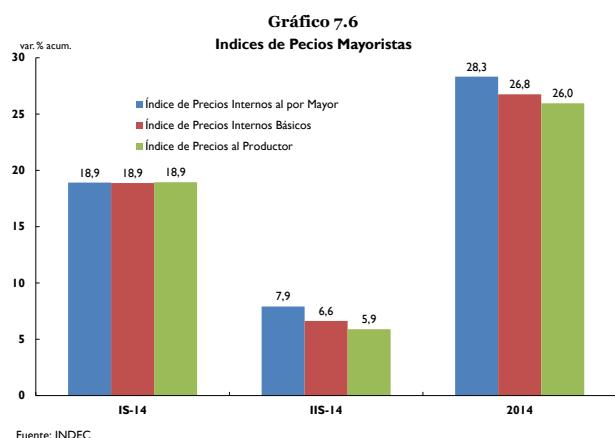
7.2 Precios mayoristas

En el segundo semestre de 2014 los precios mayoristas, en términos generales, desaceleraron su tasa de crecimiento mensual e interanual (ver Gráfico 7.5). Esta tendencia se mantuvo en el primer mes de 2015, influyendo en parte en la dinámica de la variación interanual el efecto base de comparación.

El Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) acumuló en la segunda mitad del año un aumento de 7,9%. Netos de impuestos y subsidios, los precios mayoristas medidos a través del Índice de Precios Internos Básicos (IPIB) se elevaron 6,6% en

⁸¹ El deflactor del PIB es un índice tipo Paasche (de cantidades móviles), mientras que los índices que miden precios mayoristas, minoristas y los costos de la construcción son de tipo Laspereyres (de cantidades fijas).

⁸² La variación interanual del tipo de cambio al tercer trimestre de 2014 fue de 48,6%. También incidió sobre los precios implícitos de las importaciones que aumentaron 49,2% i.a. durante igual período.



igual período. En tanto, el Índice de Precios al Productor (IPP), que excluye a los bienes importados del IPIB, fue el menos dinámico, al expandirse 5,9% en el mismo lapso. En todos los casos, estos guarismos resultaron considerablemente inferiores a los registrados en el primer semestre, que fueron del orden del 19%. Así, los precios mayoristas de la economía finalizaron el 2014 con subas interanuales de en torno a 27% (ver Gráfico 7.6).

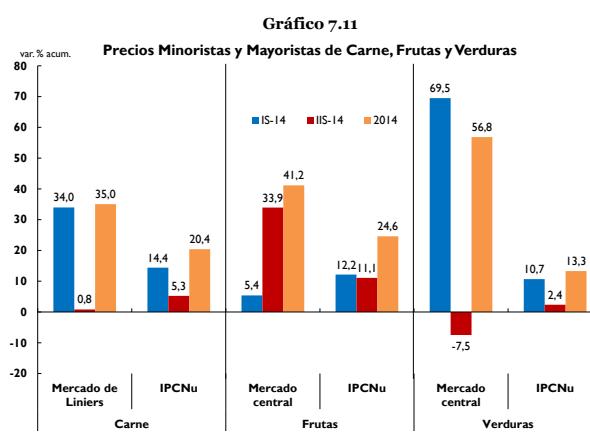
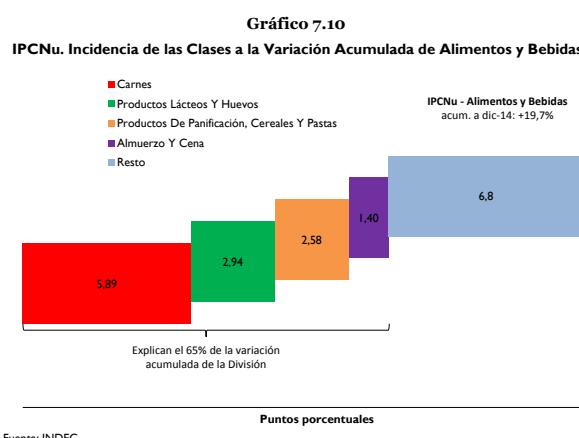
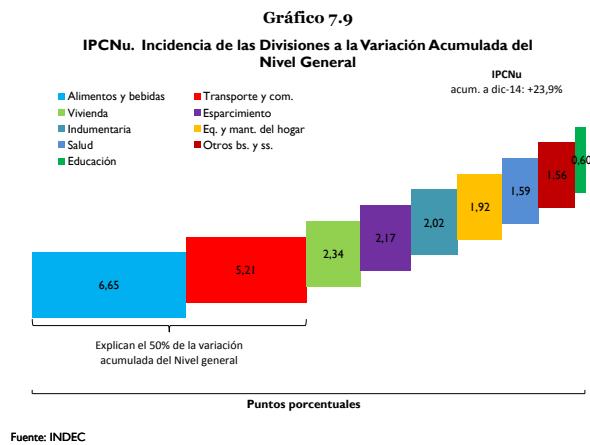
A nivel desagregado, de acuerdo al IPIB, los bienes manufacturados fueron los que registraron el mayor crecimiento en la segunda mitad del año, aunque también se desaceleraron respecto del primer semestre. Los Alimentos y bebidas, los Refinados de petróleo y los Vehículos automotores fueron los componentes que más contribuyeron al crecimiento semestral. Así, este conjunto de bienes cerró el 2014 con una expansión de 26,8% i.a.

Los precios de los Productos primarios se incrementaron 3,7% en los últimos seis meses de 2014. Dentro del componente se observó un desempeño heterogéneo. Los agrícolas presentaron una contracción de 13,2%, tendencia sobre la que influyeron básicamente los precios de los cereales y las oleaginosas, comportamiento que estuvo en línea con la caída de su cotización internacional (ver Subsección 7.6). El resto de los Productos primarios permitieron más que compensar la trayectoria de los agrícolas, destacándose por su contribución Petróleo crudo y Ganado vacuno y leche. A pesar del bajo dinamismo de la segunda parte de 2014, el fuerte crecimiento de los primeros meses dio lugar a que los productos primarios registren un aumento a diciembre de 26,5% i.a. (ver Gráfico 7.7).

En la segunda mitad de 2014, finalmente, los importados también perdieron dinamismo, concluyendo el año con un alza de 27,6% i.a.

7.3 Precios minoristas

A lo largo del segundo semestre de 2014 e inicios de 2015, los precios minoristas, medidos a través del Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNu), mantuvieron una tendencia decreciente en la tasa de suba mensual (ver Gráfico 7.1). Sobre esta dinámica incidió la política monetaria, la menor volatilidad cambiaria y el estímulo crediticio promovido por este Banco Central destinado a ampliar la oferta de bienes y servicios; la continuidad del Plan de Precios Cuidados implementado por la Secretaría de Comercio, y la



disminución de los precios internacionales de las materias primas, en un marco de ralentización de la actividad económica mundial y doméstica (ver Secciones 3 y 9). De este modo, la tasa de incremento promedio mensual del IPCNu correspondiente al cuarto trimestre de 2014 anualizada se ubicó en 14,3%, mientras que el alza interanual al cierre del 2014 fue de 23,9% (ver Gráfico 7.8).

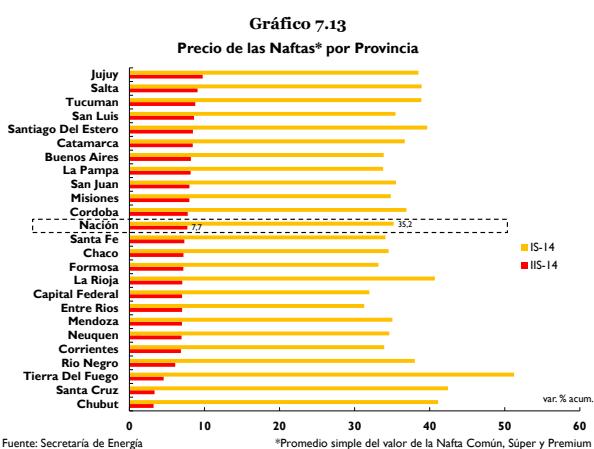
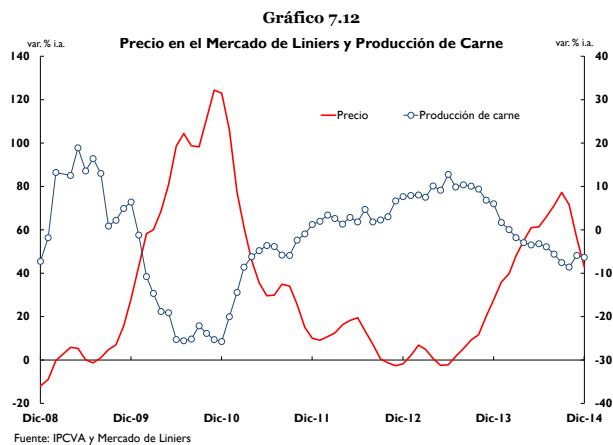
Durante el segundo semestre de 2014, el incremento de los precios minoristas estuvo, al igual que el del primero, asociado mayormente a las subas en Alimentos y bebidas y en Transporte y comunicaciones, efecto del elevado peso relativo de estos en la canasta de consumo. Así, en conjunto estas dos divisiones explicaron la mitad de la variación de 2014. Les siguieron en importancia, según su contribución, Vivienda, Esparcimiento e Indumentaria (ver Gráfico 7.9).

En 2014, Alimentos y bebidas verificó un crecimiento de 19,7% en el que incidieron mayormente las subas en las Carnes, los Lácteos y huevos, los Productos de panificación, cereales y pastas y el Almuerzo y cena fuera del hogar (ver Gráfico 7.10).

Entre julio y diciembre, se observó una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la carne vacuna. De este modo, 2014 finalizó con un incremento acumulado de 20,4%. Esta dinámica fue consistente con lo observado a nivel mayorista, aunque en una magnitud más acotada (ver Gráfico 7.11).

Este comportamiento de precios se dio en un marco de cierta restricción de oferta, en parte influida por las inundaciones y anegamientos en las zonas productoras. La producción de carne presentó caídas interanuales a lo largo del año (tanto por menor cantidad de cabezas como por peso más bajo), aunque con cierta estabilización en el margen (ver Gráfico 7.12).

En el último semestre, la división Transporte y comunicaciones se elevó 8,1%. Al igual que en los primeros seis meses de 2014, influyó sobre esta tendencia el comportamiento de los bienes y servicios asociados al funcionamiento de los vehículos, entre los que se destacaron los aumentos en naftas (7,7% en el semestre y 45,6% i.a. a diciembre a nivel nacional) y otros servicios como estacionamientos y seguros (ver Gráfico 7.13).



Respecto de las naftas, tras la caída en los valores internacionales del petróleo crudo, el Gobierno decidió reducir la alícuota que la grava⁸³, medida que tiene como contrapartida, a partir de enero, una reducción de 5% en el precio de surtidor. En tanto, el precio del Gas Natural Comprimido (GNC) también se ajustó en igual sentido y magnitud, ya que desde noviembre pasado el valor del gas en el punto de ingreso al sistema para el suministro de estaciones de servicio se mueve en igual proporción que el precio de la nafta súper⁸⁴.

En materia de Transporte público, luego del incremento de 24,2% en el primer semestre⁸⁵, se autorizaron nuevas tarifas para las líneas de trenes Sarmiento y Mitre (ramal Tigre)⁸⁶ y se comenzaron a aplicar a partir de septiembre nuevos valores de bajada de bandera y ficha para los taxis (con un alza del 12,5%). De esta manera, el transporte público acumuló un alza de 38,5% en 2014. Finalmente, el componente referido a Telefonía se expandió 19,8% en 2014, efecto básicamente de los mayores valores de los equipos de comunicación y de la telefonía celular (ver Gráfico 7.14).

En Vivienda (+21,3% i.a. a diciembre) incidió la implementación del “Esquema de racionalización de gas natural para usuarios residenciales y comerciales” que preveía un incremento de las tarifas a realizarse de manera progresiva en abril, junio y agosto de 2014. Alcanzó a aquellos usuarios contemplados en la norma que no lograron reducir más de un 20% su nivel de consumo respecto de igual período de 2013⁸⁷. Respecto del servicio de Agua y cloacas también se estableció un incremento tarifario a realizarse en los mismos períodos para los usuarios que fueran provistos por la empresa Agua y Saneamientos Argentinos Sociedad Anónima

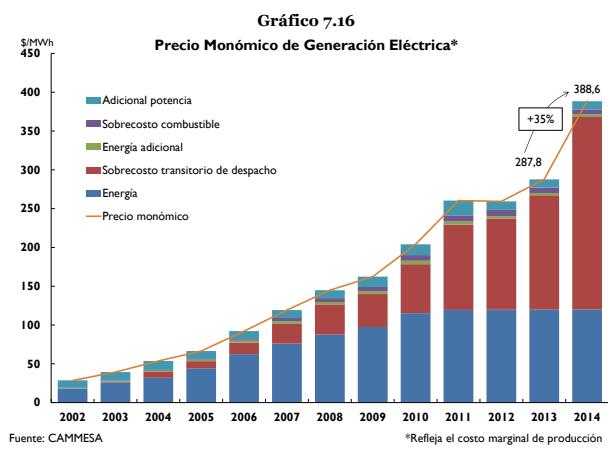
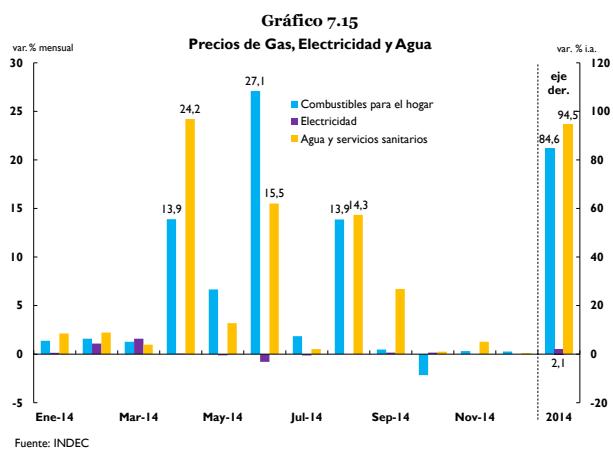
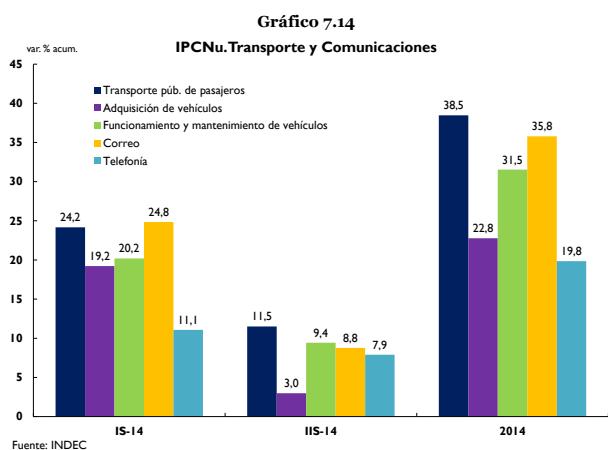
⁸³ Decreto N° 2579/14.

⁸⁴ Según lo dispuesto por la Resolución N°231/14 de la Comisión de Planificación y Coordinación Estratégica del Plan Nacional de Inversiones Hidrocarburíferas.

⁸⁵ En el primer semestre se autorizaron dos aumentos para el colectivo urbano y suburbano del área metropolitana (enero y junio), nuevos valores del servicio de subte y de la línea de trenes San Martín (ambos a mediados de marzo) y en junio un incremento en el valor de bajada de bandera y ficha para los taxis.

⁸⁶ La Resolución N°1128/14 del Ministerio del Interior y Transporte a partir de 29 de septiembre unificó secciones de tarifas e incrementó el valor del pasaje, que en promedio implicó un alza cercana a 80%. En tanto la Resolución N°1529/14 unificó y aumentó la tarifa de las distintas secciones de tren Mitre – ramal Tigre a inicios de diciembre, con un alza media de 42%. Como novedoso esta última resolución estableció que el usuario deberá pagar la tarifa máxima en la estación en la que inicia el viaje, debiendo validar la salida en la estación de destino en la que se le acreditará, en caso de corresponder, el diferencial entre el valor del boleto pagado y el correspondiente al viaje realizado.

⁸⁷ Mediante Resolución N°226/2014 la Secretaría de Energía estableció nuevos cuadros tarifarios para los meses de abril, julio y agosto de 2014. Los aumentos aplicados difieren según el ahorro en el consumo: para aquellos usuarios residenciales y comerciales que reduzcan su nivel de consumo por encima de un 20% respecto de los registros de igual período del año previo no aplicó el incremento de tarifas, en tanto que opera un ajuste menor en los valores para aquellos que disminuyan su consumo entre un 5%-20%. Asimismo, debido a las condiciones climáticas, los usuarios domiciliados al sur del Río Colorado –abastecidos por Camuzzi Gas del Sur S.A.– quedaron fuera del alcance de esta medida (sur de Buenos Aires, Neuquén, Río Negro, Chubut, Santa Cruz y Tierra del Fuego).



(AySA). Cabe señalar que se mantiene la tarifa previa para las familias de menores recursos y/o en situación de vulnerabilidad. Con todo, el componente Combustible para vivienda (gas) registró a diciembre un alza interanual de 84,6%, mientras que Agua y servicios sanitarios evidenció una suba de 94,5% (ver Gráfico 7.15).

En materia de energía eléctrica, en 2014 el gobierno nacional lanzó el Programa de Convergencia de Tarifas Eléctricas y Reafirmación del Federalismo Eléctrico e Integración en la República Argentina, a través del cual diversas provincias acordaron congelar sus cuadros tarifarios hasta diciembre a cambio de la financiación de obras de distribución eléctrica. Recientemente se anunció la prórroga del programa para 2015, a la cual ya habrían suscripto 15 provincias⁸⁸. Esta medida se da en un contexto en el que en 2014 el precio monómico de la generación eléctrica⁸⁹, que refleja el costo marginal de producción, aumentó 35% (ver Gráfico 7.16).

También se destacó dentro del capítulo Vivienda el incremento en los valores de los materiales y el ajuste salarial pautado en paritaria para los encargados de propiedad horizontal.

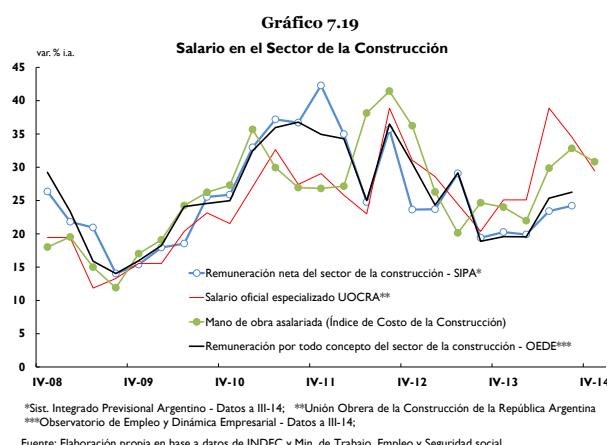
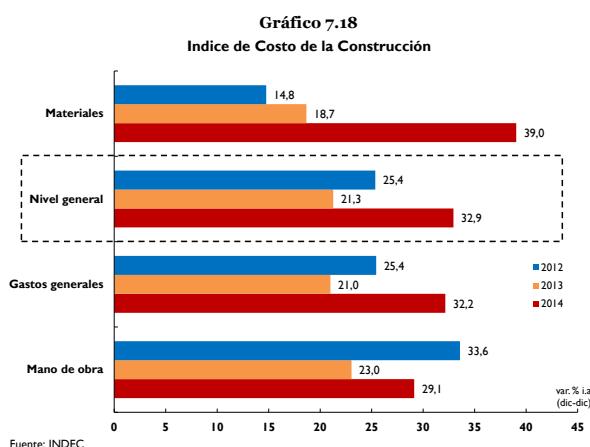
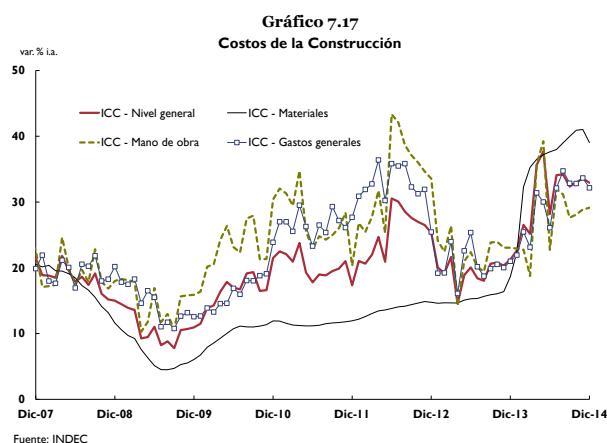
Durante la última mitad de 2014 Esparcimiento fue impulsado por el Turismo y por Equipos, conexiones y servicios de audio, televisión y computación. Así, la división finalizó el año con una suba de 27,2%. En Turismo primó el alza en el alojamiento y los paquetes, en particular en el último mes del año dado su comportamiento estacional. En Equipos, conexiones y servicios de audio, televisión y computación se destacaron los servicios para audio, fotografía y video. En tanto, Indumentaria aumentó 22,3% i.a. en diciembre pasado.

Equipamiento y mantenimiento cerró el 2014 con un alza de 26,6% i.a. Respecto del servicio doméstico, que se computa en esta división, se estableció un incremento de sueldo de 20% a partir de septiembre y un 10% adicional no acumulativo a partir de enero de 2015⁹⁰, al tiempo que se elevaron las cargas sociales por la obligatoriedad del pago de una Aseguradora de Riesgos de Trabajo (ART) para estos empleados. En Otros bienes y servicios, el comportamiento más destacado lo tuvieron los precios de los cigarrillos, dadas las subas autorizadas

⁸⁸ Formosa, Jujuy, Santa Cruz, Tierra del Fuego, Neuquén, Santiago del Estero, La Rioja, Buenos Aires, Entre Ríos, Tucumán, Misiones, San Juan, Mendoza, Catamarca y Salta.

⁸⁹ Precio al que adquieren los grandes consumidores la energía eléctrica.

⁹⁰ Resolución N°1062/14 del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.



⁹¹ Se aprobaron dos incrementos: en febrero (+5,5%) y en julio (+9%).

⁹² Acuerdo entre el Gobierno Nacional, los supermercados, los distribuidores y sus principales proveedores de administración de precios flexibles a partir de la cual se establecen precios de referencia para brindar mayor previsibilidad a los consumidores.

en agosto y diciembre. De este modo, computaron en el año un alza de 66%.

En Salud incidieron los ajustes autorizados para la medicina prepaga en octubre y diciembre (7,5% y 4,5%, respectivamente; que se sumaron a los otorgados previamente⁹¹) y los mayores valores de los medicamentos. Así, el capítulo finalizó 2014 con un alza de 28,7%. Por último, en Educación el incremento estuvo asociado al segundo ajuste en las cuotas de los servicios educativos (que complementó el alza de marzo) y a los mayores valores de los libros de estudio y de los útiles escolares, dando lugar a una suba interanual de 23,7% a diciembre.

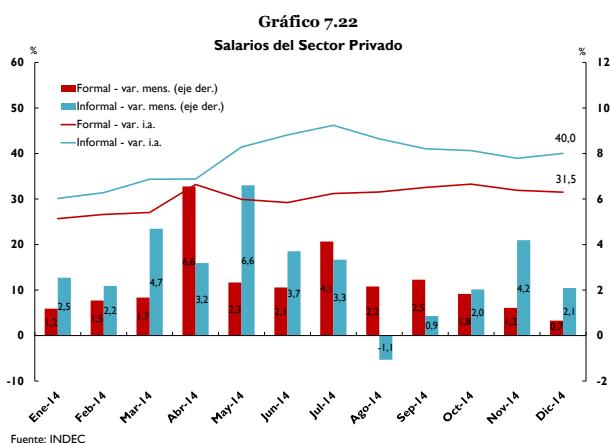
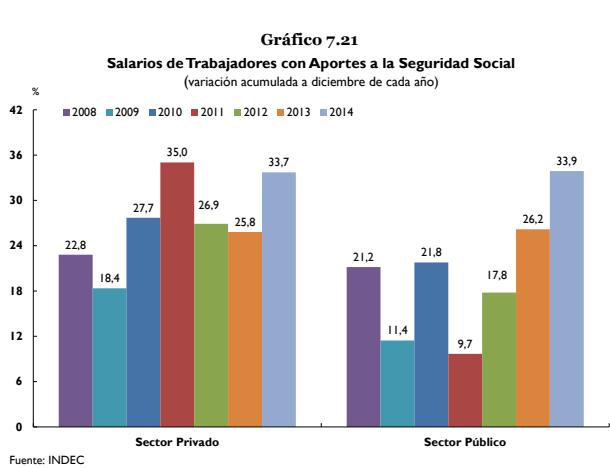
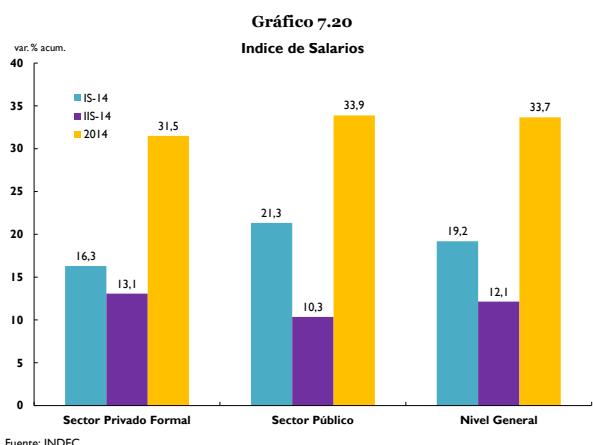
El programa de “Precios Cuidados”⁹² finalizó 2014 con una canasta de 383 productos, con cobertura nacional y un incremento de precios acumulado del orden del 12%. A inicios de enero, se anunció su renovación por un año y se autorizaron subas de aproximadamente 4% para el primer trimestre de 2015, al tiempo que se incorporaron nuevos productos.

7.4 Costos de la Construcción

Los costos de la construcción también crecieron mensualmente menos en el segundo semestre, estabilizando su tasa de aumento interanual (ver Gráfico 7.17). El Índice de Costo de la Construcción (ICC) se incrementó 32,9% i.a. a fines de 2014, mientras que a inicios de 2015 el alza fue levemente inferior, en parte debido a un efecto de base de comparación.

Los precios de los Materiales se elevaron 39% en el año (ver Gráfico 7.18). Sin embargo, cabe señalar que el mayor dinamismo lo experimentaron durante los primeros meses, para luego mostrar cierta estabilización en torno a un crecimiento mensual de 2% en el segundo semestre de 2014. Sobre dicho comportamiento habrían impactado los diversos acuerdos de precios a partir de los cuales se establecieron valores de referencia en productos que se utilizan para la edificación de viviendas, en un contexto de menor nivel de actividad del sector (ver Sección 3).

Durante 2014, según el ICC, el costo de la Mano de Obra asalariada experimentó un incremento promedio de 31,1%, en línea con el ajuste salarial pautado por la Unión Obrera de la Construcción de la Repúbli-



ca Argentina (UOCRA)⁹³ y con otros indicadores de remuneraciones de este sector (ver Gráfico 7.19).

A diciembre de 2014, los Gastos generales, que reflejan los precios de los distintos servicios de la construcción, alcanzaron una expansión de 32,2% i.a., que al igual que el resto de los componentes, se concentró mayoritariamente en los primeros meses.

7.5 Salarios

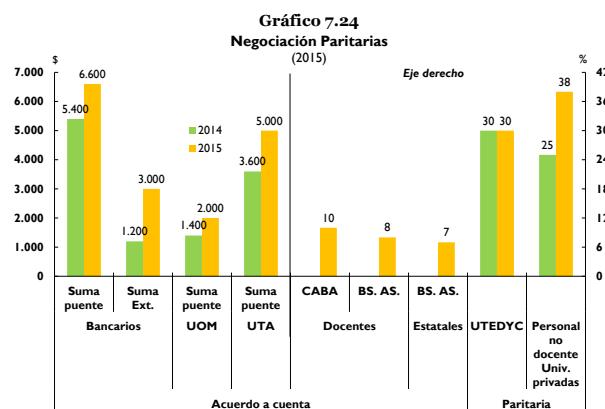
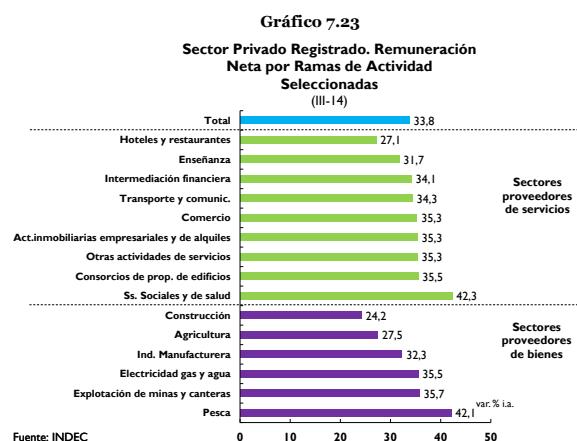
A diciembre de 2014, los salarios nominales de la economía acumularon un alza de 33,7%, mayormente concentrada en el primer semestre, según el Índice de Salarios del INDEC (ver Gráficos 7.2 y 7.20). Lo cual se debe fundamentalmente a que la generalidad de las negociaciones paritarias contemplaban los ajustes más importantes para la primera parte del año.

A nivel desagregado, el sector público presentó una expansión superior a la de los años previos. Sin embargo, el año finalizó con un alza similar a la registrada por el sector privado (ver Gráfico 7.21).

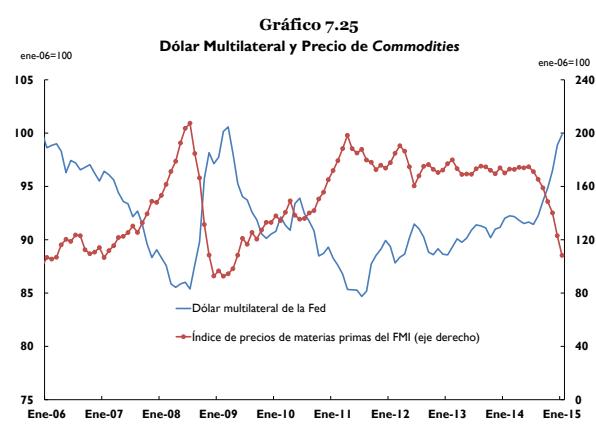
Dentro del sector privado, el comportamiento no fue homogéneo. El segmento de trabajadores no registrados exhibió las mayores variaciones, tanto en términos mensuales como interanuales. No obstante, dado el bajo peso relativo de estos dentro del sector privado, el efecto sobre el nivel general fue acotado. En tanto, los trabajadores formales acumularon un alza ligeramente superior al 30%, comportamiento que estuvo en línea con los resultados de las negociaciones paritarias (ver Gráfico 7.22).

Al tercer trimestre de 2014, sobre la base de la información disponible, dentro del sector privado registrado, los mayores aumentos se observaron en las ramas de actividad proveedoras de servicios. Dentro de las mismas se destacan las subas de las remuneraciones en los Servicios sociales y de salud (42,3% i.a.), Consorcios de propiedad de edificios (35,5% i.a.), Otras actividades de servicios, Actividades inmobiliarias y Comercio (estas últimas tres con alzas de 35,3% i.a. en cada caso). En tanto, dentro de los productores de bienes se destacaron las alzas salariales de los sectores Pesca (42,1%

⁹³ La pauta salarial en 2014 contempló un incremento del 25% en dos tramos: 15% en abril más un 10% acumulativo en julio. En tanto que para 2013 también incluyó un aumento en dos instancias aunque más rezagado en los meses de aplicación y en un porcentaje levemente inferior: 18% a partir de junio y 6% acumulativo con vigencia desde septiembre.



Fuente: Información periodística y sindical



⁹⁴ La suma puente acordada a inicios del año pasado fue de \$1.400 pagaderos en dos cuotas.

⁹⁵ El año pasado el gremio bancario acordó el pago de una suma extraordinaria de \$1.200 más \$5.400 pagaderos en tres cuotas en: enero, febrero y marzo.

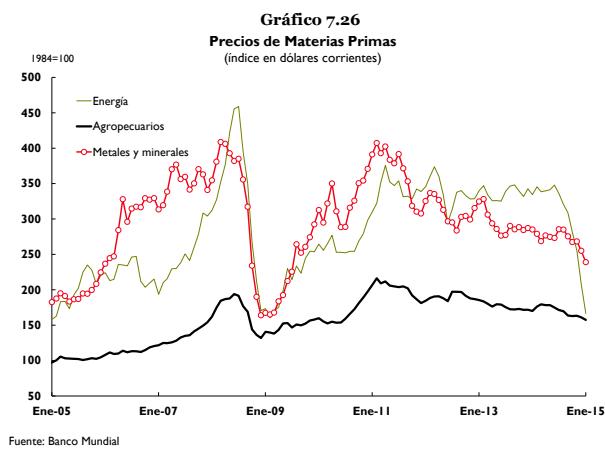
⁹⁶ En 2014 se acordó una suma puente de \$1.200 para cada uno de los primeros tres meses del año.

i.a.), Explotación de Minas y Canteras, Electricidad, Gas y Agua (estas dos con variaciones en torno a 35,5% i.a.) e Industria manufacturera (32,2% i.a.; ver Gráfico 7.23).

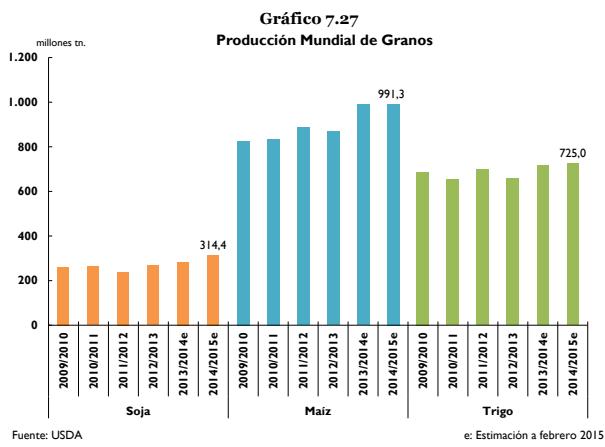
Durante el semestre, el Consejo nacional del empleo, la productividad y el salario mínimo vital y móvil estableció un aumento del Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVM) en dos tramos: 22,2% en septiembre y 7,2% acumulativo en enero, implicando un incremento total de 31%. Así, el salario mínimo pasó de \$3.600 a \$4.400 en el noveno mes del año y a \$4.716 desde inicios de 2015.

Recientemente algunos gremios comenzaron a avanzar en la negociación salarial para 2015. La Unión Obrera Metalúrgica (UOM) pautó el pago en enero y febrero de \$1.000, en cada oportunidad, a cuenta de futuros acuerdos⁹⁴. En tanto, Bancarios acordó una suma extraordinaria de \$3.000, más \$2.200 para cada uno de los primeros tres meses de 2015 a cuenta de futuros aumentos⁹⁵. La Unión Tranviarios Automotor (UTA) pautó el pago de \$2.000 en enero, y \$1.500 adicionales para febrero y para marzo, también a cuenta de la negociación paritaria⁹⁶. En lo que refiere a los gremios docentes, la Ciudad de Buenos Aires otorgó un incremento del 10% sólo para el mes de enero a cuenta de paritarias, mientras que la provincia de Buenos Aires pautó con los trabajadores docentes un ajuste de 8%, que estará vigente para el primer bimestre de 2015. Los trabajadores estatales de la provincia de Buenos Aires negociaron un alza de 7% hasta marzo (ver Gráfico 7.24).

Algunos gremios de menor cantidad de afiliados ya cerraron la negociación para el año en curso. En particular, la Unión de Trabajadores de Entidades Deportivas y Civiles (UTEDYC) acordó un ajuste en tres tramos: 15% en enero, 10% en julio y un 5% en octubre, estos últimos calculados sobre los salarios de diciembre de 2014. Cabe señalar que el monto acordado por UTEDYC es idéntico en magnitud al de 2014, aunque tiene un escalonamiento mayor. En tanto, el gremio que agrupa a los trabajadores no docentes de universidades privadas negoció una mejora del 38% que se dará en dos tramos, 30% a partir de marzo y 8% adicional a partir de agosto,



Fuente: Banco Mundial



Fuente: USDA

luego de haber alcanzado una mejora de sólo el 25% (en un tramo) durante 2014.

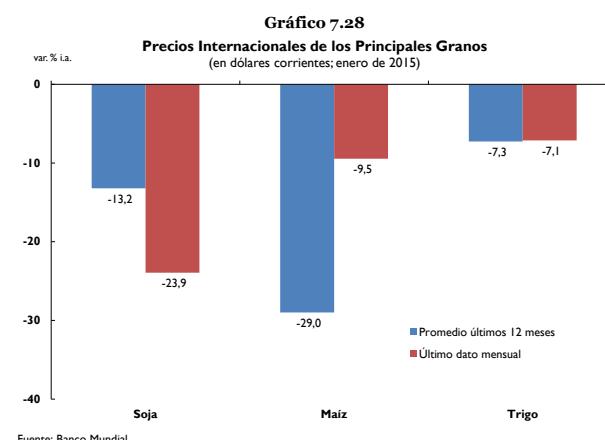
7.6 Precios Internacionales de las Materias Primas⁹⁷

El índice de las cotizaciones internacionales de las materias primas que calcula del Fondo Monetario Internacional (FMI) disminuyó un 38% entre junio de 2014 y enero de 2015, destacándose la significativa caída del precio promedio del petróleo (cerca al 57% en igual período), en un contexto en el que siguió registrándose una apreciación generalizada del dólar estadounidense y una débil demanda asociada al bajo crecimiento global (ver Gráfico 7.25). La financiarización (posiciones especulativas y de arbitraje en los mercados de activos financieros) asociada a estos bienes sumó volatilidad a las cotizaciones de los productos primarios.

Desde junio de 2014, la abrupta disminución del precio del petróleo dio lugar a una baja en el conjunto de los productos energéticos de 50,2% hasta enero de 2015. En tanto, los índices de precios del agrupado de los productos agropecuarios y de los metales y minerales cayeron 7,4% y 16,2%, respectivamente, en igual período (ver Gráfico 7.26).

El descenso del petróleo se puede explicar por factores tanto estructurales como coyunturales. Por el lado de la oferta, se observó un persistente crecimiento de la producción de petróleo por fuera de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), principalmente por los Estados Unidos, a lo que sumó a partir del segundo semestre de 2014 la gradual normalización de la producción de los países de Medio Oriente y Norte de África. Por el lado de la demanda, a la debilidad general que afectó a todas las materias primas industriales se sumó, en particular, una gradual disminución de la importancia relativa del petróleo en el crecimiento económico.

La persistente baja del precio del petróleo desde junio se profundizó aún más en diciembre después de la reunión de los miembros de OPEP del 27 de noviembre, en la que se decidió mantener el nivel de producción a la vez que se dieron a conocer las nuevas proyecciones de oferta y demanda global de crudo para 2015⁹⁸, que anticipan nuevas presiones



Fuente: Banco Mundial

⁹⁷ Para mayor información remitirse al informe **Panorama Global de Commodities** del BCRA.

⁹⁸ Las nuevas proyecciones de la Oficina de Información de Energía de los Estados Unidos (EIA, por su sigla en inglés) indican que, a pesar de la caída de los precios, los Estados Unidos continuarán con su ritmo de extracción de crudo.

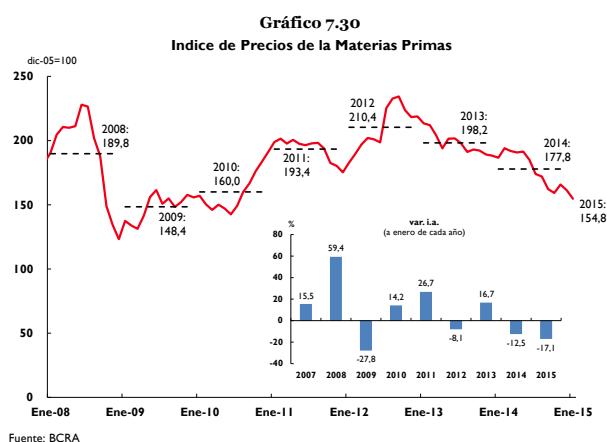
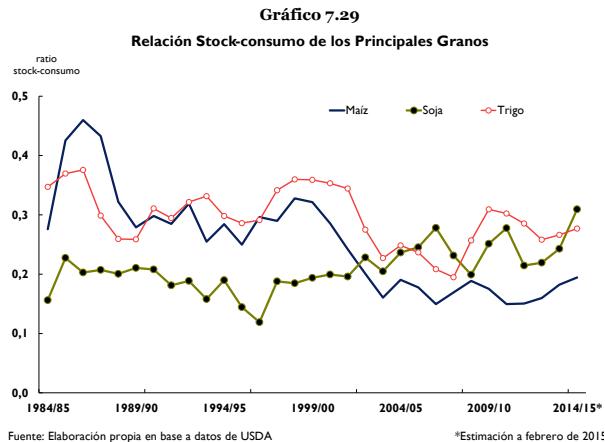
bajistas. También se sumaron factores vinculados con la financiarización del mercado de petróleo (ver Apartado 1).

Después de un primer semestre de 2014 con subas en los precios internacionales de la soja, el trigo y el maíz —en un marco de sólida demanda, bajos niveles de inventarios y dificultades logísticas de cosecha y comercialización—, los valores de los principales granos se redujeron influidos por las perspectivas de excelentes rendimientos y cosechas globales récord para la campaña 2014/15 (ver Gráfico 7.27). Hacia fin de año, las cotizaciones de estos productos exhibieron una leve recuperación —dada la presencia de factores climáticos adversos en algunas regiones de relevancia en su producción— que volvió a ceder a comienzos de 2015. De esta manera, la soja se retrajo 23,9% i.a. en enero del presente año, seguida por el maíz (-9,5% i.a.) y en menor medida por el trigo (-7,1% i.a.; ver Gráfico 7.28).

Según las últimas proyecciones del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA, por su sigla en inglés), la relación global stock-consumo se mantendría para la soja en su mayor nivel histórico. Para el caso del maíz, este indicador se ubicaría por encima de los registros de más de un década, en tanto para el trigo también exhibiría una mejora respecto de las dos campañas previas (ver Gráfico 7.29).

El descenso de las cotizaciones de los metales y minerales se explicó en su mayor parte por la baja del mineral de hierro (-47% i.a. en enero de 2015) hasta el nivel más bajo desde mayo de 2009. La fuerte retracción en la cotización de este producto refleja la expansión de la producción a bajo costo y el impacto de la desaceleración de China.

Las cotizaciones de los productos primarios tenderán a sostenerse en torno a sus valores de cierre de inicio de 2015, implicando una baja interanual para el promedio del presente año. Entre los factores que influirán, comunes a todos los productos, se destaca la disminución del precio del petróleo y su incidencia bajista —por su uso como insumo productivo— sobre la generalidad de los precios. También la apreciación del dólar volverá a afectar al valor de las materias primas expresado en dicha moneda. Adicionalmente la abundante oferta de la mayoría de los *commodities* presionará a la baja las cotizaciones internacionales, a lo que se suma, para el caso de los productos industriales, el frágil desempeño de la actividad industrial global. Finalmente, factores puntuales, como la financiariza-



ción, eventuales decisiones de los países exportadores de petróleo o conflictos geopolíticos, tenderían a aumentar la volatilidad de los valores de los productos primarios.

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— acumuló una caída interanual de 10,3% en el promedio de 2014 (ver Gráfico 7.30). En tanto, a inicios del presente año se mantuvo la trayectoria a la baja del índice, con una contracción de 17,1% i.a.

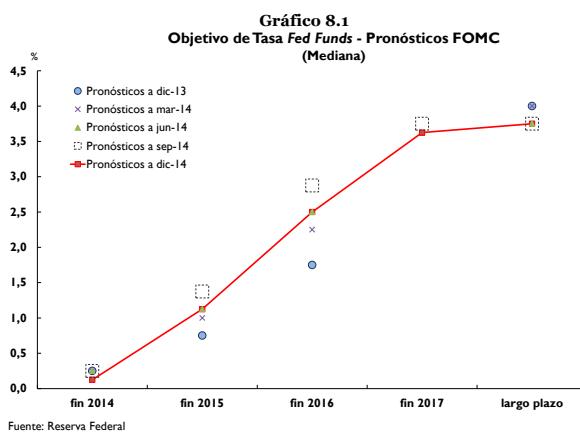
8 Mercados Financieros

Los mercados financieros de economías avanzadas y emergentes tuvieron varios episodios de volatilidad a lo largo del año y cerraron el período con resultados dispares. Los principales índices bursátiles de los Estados Unidos y de la zona del euro computaron mejoras en moneda local, a la vez que recortaron los rendimientos de la deuda de largo plazo de los Estados Unidos y Alemania, en el marco de una apreciación del dólar estadounidense con respecto al resto de las principales divisas ocurrida en el segundo semestre. Por su parte, los activos financieros de economías emergentes tendieron a deteriorarse, con mermas en los índices bursátiles, ampliaciones de *spreads* soberanos, depreciaciones de sus monedas contra el dólar y salidas netas desde fondos especializados en instrumentos de estas economías.

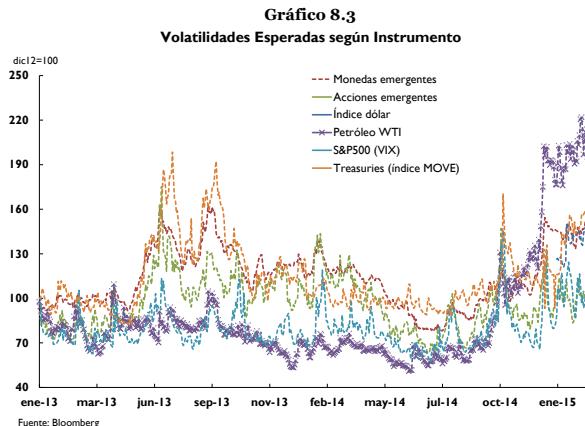
Los factores que condicionaron la trayectoria de los precios de los activos incluyen las perspectivas en relación al cambio de sesgo de política monetaria en los Estados Unidos y otras economías, las dudas con respecto al crecimiento global, la fuerte merma en el precio del petróleo y las tensiones geopolíticas, entre otros. Estos factores, sumados a las crecientes preocupaciones por la situación en Grecia, siguieron generando incertidumbre a comienzos de 2015.

En el caso de Argentina, los títulos públicos y las acciones finalizaron 2014 con un saldo positivo en materia de precios, registrando vaivenes a lo largo del año en función de la trayectoria de los mercados externos y factores idiosincrásicos. Dentro de estos últimos se destacan la evolución del litigio con los fondos buitre y los acuerdos con el Club de París y REPSOL. A comienzos de 2015 se mantenían las subas en las cotizaciones de los bonos y de las acciones argentinas tanto en los mercados externos como en las plazas locales.

El monto de financiamiento al sector privado en el mercado primario (a través de obligaciones negociables, fideicomisos y cheques de pago diferido) creció en 2014. En el caso de las obligaciones negociables, la evolución estuvo en parte explicada por operaciones específicas de gran tamaño o transacciones vinculadas a la administración de pasivos de las empresas. En general el costo de financiamiento a través de instrumentos de mercado registró subas a inicios de 2014, con posterior corrección a la baja y comportamiento mixto en los últimos meses.

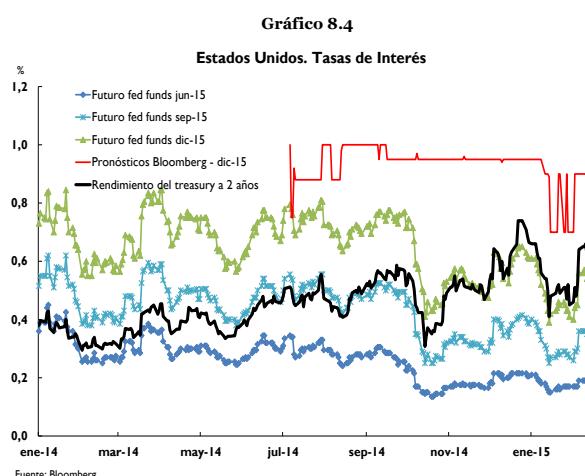


8.1 Mercados Internacionales

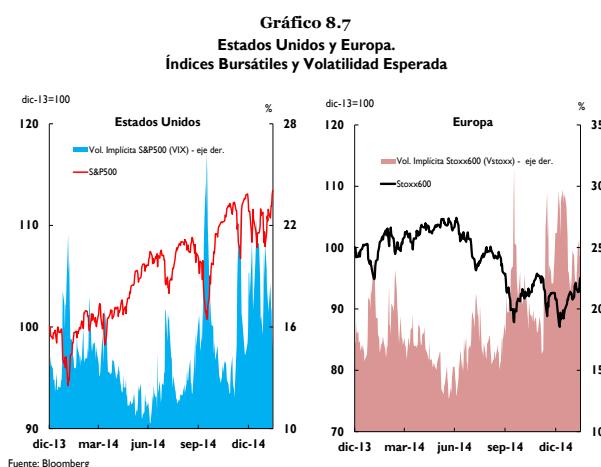
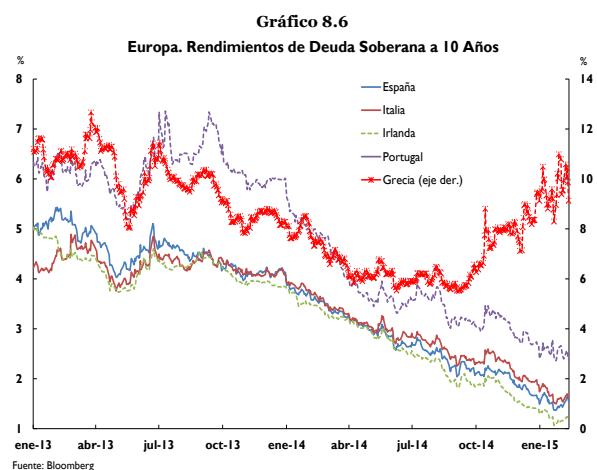
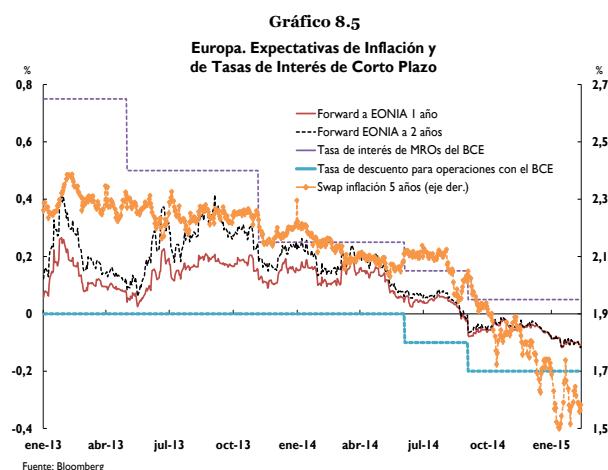


Los mercados financieros internacionales cerraron 2014 con resultados dispares. Esto se dio en un año con diversos episodios de volatilidad y cambios abruptos en los precios de los activos financieros, que cobraron mayor fuerza hacia fines de año y principios de 2015 (ver Gráfico 8.3). Uno de los factores más relevantes detrás de este comportamiento ha sido el sesgo diferenciado que comenzaron a mostrar las políticas monetarias de las principales economías —con los Estados Unidos, la zona del euro y Japón como casos emblemáticos—, con expectativas cambiantes con respecto al *timing* y la intensidad de las medidas a ser tomadas (ver Apartado 4).

A este contexto se sumaron dudas sobre el crecimiento económico en países de gran porte —como China—, además de la incertidumbre generada por diferentes cuestiones geopolíticas —conflictos en Medio Oriente, tensiones entre Rusia y Ucrania, entre otros— y por otros factores idiosincrásicos en las economías emergentes. Particular relevancia cobró, en los últimos meses de 2014, la caída del precio del petróleo —acompañada por otras materias primas—, factor que continuaba generando cautela a inicios de 2015 (ver Apartado 1). Más recientemente, se intensificaba también la incertidumbre con respecto a la situación de economías vulnerables de la zona del euro, particularmente del caso griego.



La Reserva Federal (Fed) norteamericana finalizó a fines de octubre de 2014 el programa de compras mensuales de instrumentos del Tesoro y activos vinculados a hipotecas y comenzó a dar indicios de las intenciones de iniciar un gradual proceso de suba de las tasas de interés de corto plazo, que estará supeditado a la evolución de las variables económicas. En este contexto, los pronósticos de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) reflejan que las primeras subas de tasas de interés se darían en el corriente año, al tiempo que se fueron incrementando los niveles previstos para fines de 2015 y los años sucesivos (ver Gráfico 8.1). Si bien en el mercado de futuros de *fed funds* también se evidenciaron expectativas de inicio de un ciclo de subas en las tasas de interés durante el presente año, los niveles esperados son más bajos, con perspectivas cambiantes respecto de cuándo se dará la primera alza y cuán grandes serán inicialmente. Por ejemplo, los niveles de tasas



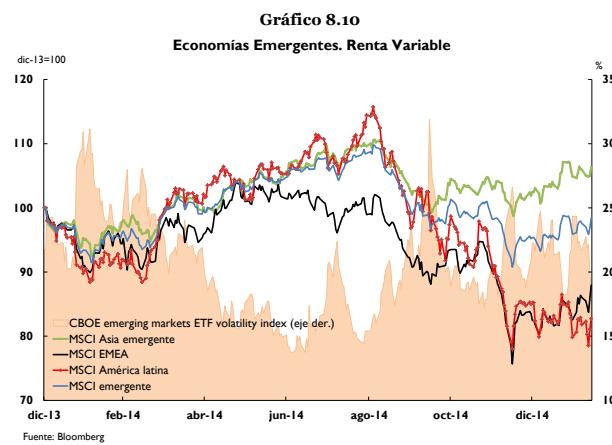
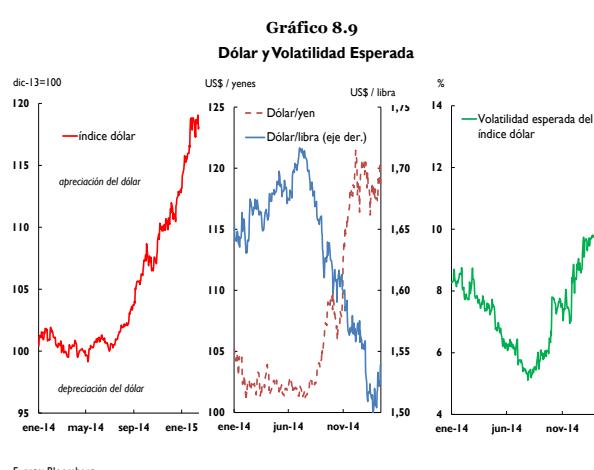
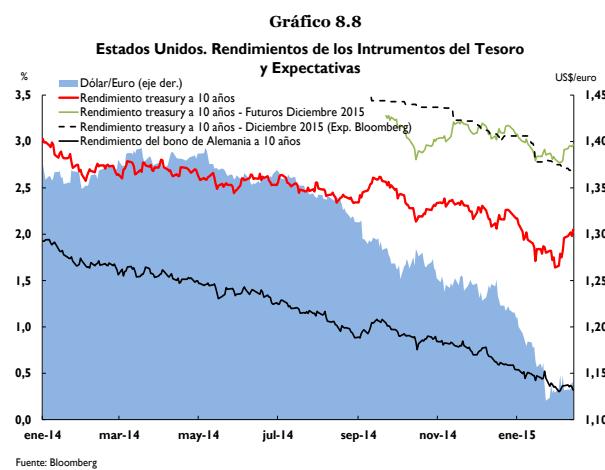
esperados para los últimos meses de 2015 tendieron a recortarse desde octubre, en un contexto de mayor aversión al riesgo, fuerte caída de los precios de la energía y apreciación del dólar, aunque después pasaron a mostrar un comportamiento oscilante (ver Gráfico 8.4).

En lo que respecta a la zona del euro, con expectativas de un eventual escenario de deflación, el Banco Central Europeo (BCE) fue profundizando el sesgo expansivo de su política a lo largo de 2014 (ver Gráfico 8.5). Así, el BCE redujo sus tasas de interés, anunció programas de compras de instrumentos privados e inyectó liquidez mediante líneas especiales que tuvieron una demanda menor a la esperada⁹⁹. Esto llevó a que en los mercados se especulara con la posibilidad de un programa más amplio de compras de activos por parte del BCE; tal expectativa se tradujo en rendimientos decrecientes para los bonos soberanos de largo plazo de economías europeas durante 2014 (a excepción del caso de Grecia) y reacciones por parte de otros bancos centrales ya en 2015 (ver Gráfico 8.6). Así, en enero del corriente año el BCE anunció formalmente el lanzamiento de un programa expandido de compras activos.

En este contexto, los principales índices accionarios de los Estados Unidos y Europa finalizaron 2014 con resultados positivos en moneda local. En los Estados Unidos el S&P500 subió más de 11%, tras incrementarse casi 30% en 2013 (ver Gráfico 8.7). En tanto, en Europa el EuroStoxx600 registró en 2014 un avance de 4% en moneda local (tras avanzar 17% en 2013), aunque en dólares retrocedió más de 8%. Tanto en los Estados Unidos como en Europa, la volatilidad esperada promedio se mantuvo en niveles históricamente bajos en 2014. Sin embargo, a lo largo del año hubo varios episodios de cambios abruptos en los precios y aumento en la aversión al riesgo, los que se volvieron más fuertes y recurrentes en el segundo semestre. Este escenario de volatilidad en alza y cautela entre los inversores se mantenía a principios de 2015, si bien en materia de precios seguían observándose avances, tanto para los Estados Unidos como para Europa.

Pese a que a principios de 2014 se anticipaba la continuidad de la tendencia creciente en los rendimientos de los instrumentos de largo plazo

⁹⁹ Entre las dos licitaciones de las líneas especiales *Targeted LTROs* del BCE planeadas para 2014, los bancos demandaron un total de €213.000 millones, no sólo debajo de las previsiones de los analistas, sino también sensiblemente inferior al monto máximo de €400.000 millones disponibles.



del Tesoro norteamericano observada en 2013, en el año se verificó un descenso. Los rendimientos de los instrumentos a 10 años se contrajeron casi 90 p.b. en 2014, cerrando el año en un nivel cercano a 2,2% (ver Gráfico 8.8). A comienzos de 2015 se mantenía este movimiento a la baja en los rendimientos de la deuda norteamericana a 10 años.

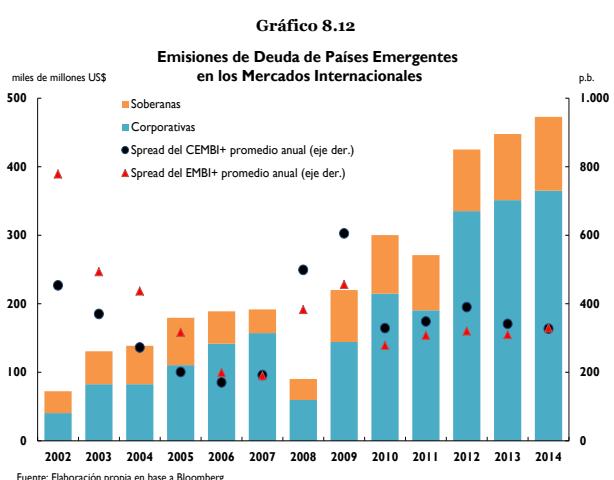
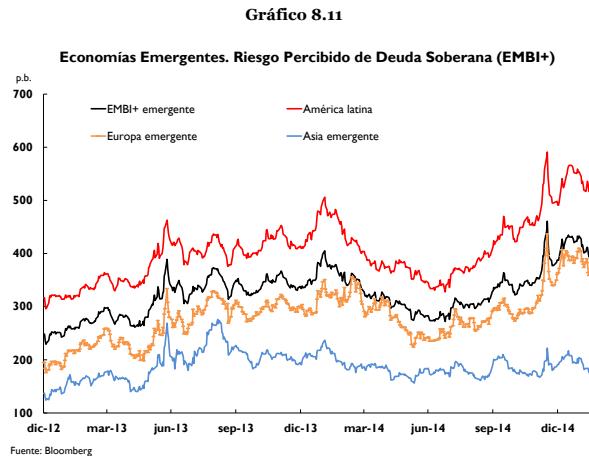
A lo largo de 2014 se evidenció una persistente y generalizada apreciación del dólar respecto a las principales monedas de las economías desarrolladas. El índice dólar¹⁰⁰ cerró con un avance de casi 13% en 2014, principalmente vinculado a la sostenida tendencia alcista de la moneda norteamericana durante el segundo semestre (ver Gráfico 8.9). Esta tendencia a la apreciación de la moneda norteamericana según el índice dólar se mantenía a principios de 2015.

Con respecto a los activos de las economías emergentes, el saldo en 2014 para las acciones fue negativo, con una merma de 4,6% en dólares para el índice *Morgan Stanley Capital International* (MSCI), que implicó extender la tendencia al deterioro ya observada en 2013 (ver Gráfico 8.10). Este desempeño desfavorable estuvo particularmente asociado al comportamiento del último cuatrimestre, en un entorno de volatilidad en alza. Esto llevó a que en términos regionales se registrara una evolución heterogénea en 2014, con un retroceso de 17,5% para EMEA¹⁰¹ (región particularmente afectada por el conflicto entre Rusia y Ucrania), seguida por América latina (con caída de casi 15%), mientras que las acciones de empresas de Asia emergente lograron finalizar con una ganancia de 2,5%. En términos sectoriales, las acciones vinculadas a la actividad de energía y de materiales fueron las de peor desempeño relativo en 2014, con mermas de 29% y 22%, respectivamente. Se destaca que, si bien a principios de 2015 se mantenía un contexto de alta volatilidad, el agregado de las acciones de emergentes pasaba a mostrar un retorno positivo en dólares, de más de 3%.

También se evidenció un deterioro en los mercados de deuda soberana, con ampliación de más de 50 p.b. para los *spreads* contra los instrumentos del Tesoro norteamericano de igual plazo en 2014 (ver Gráfico 8.11). Sin embargo, dado que la tendencia a

¹⁰⁰ Índice creado por la Reserva Federal y administrado por ICE. Pondera en función del comercio bilateral la cotización del dólar respecto al euro, la libra, el yen, la corona sueca, el franco suizo y el dólar canadiense.

¹⁰¹ Categoría que agrega a países de Europa Emergente, Medio Oriente y África (EMEA, por sus siglas en inglés).



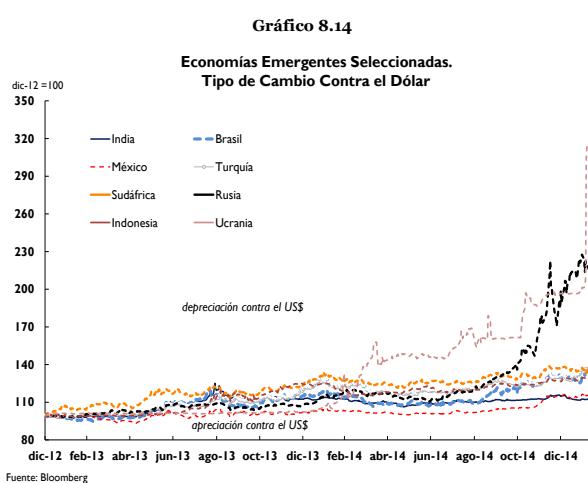
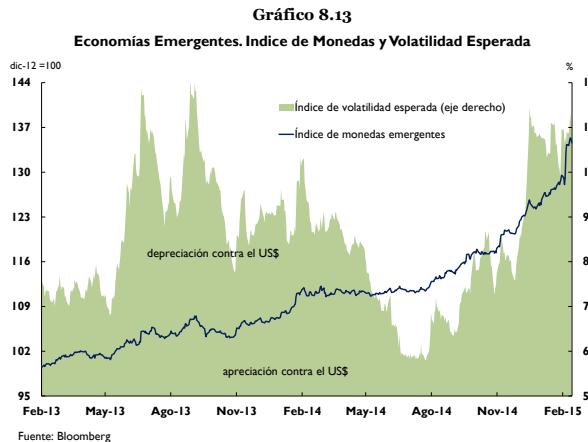
la suba en los *spreads* estuvo concentrada en la segunda mitad del año, para el promedio de 2014 el incremento interanual fue menos marcado. Esta tendencia se mantenía a comienzos de 2015.

A pesar del incremento en los *spreads*, los mismos se encuentran en niveles relativamente bajos en términos históricos, tanto para la deuda soberana como para la corporativa de emergentes. En este marco, en 2014 los gobiernos y empresas de regiones emergentes obtuvieron, por tercer año consecutivo, un monto récord de financiamiento bruto a través de instrumentos de deuda en los mercados internacionales (ver Gráfico 8.12). Pese a las tensiones geopolíticas, EMEA continuó siendo la región con mayor ponderación en la colocación anual de deuda soberana, seguida por los gobiernos de América latina y, en menor medida, Asia emergente.

En cuanto a las operaciones por parte del sector privado, las firmas chinas lideraron las emisiones, secundadas por las de Brasil. Se destaca que las colocaciones de empresas de economías emergentes muestran una ponderación más alta de las operaciones en dólares (más del 80% del monto total en 2014) que la observada en el mercado de deuda soberana. Los principales bancos de inversión esperan que las colocaciones de deuda de economías emergentes evidencien una merma en 2015, que sería más marcada para las operaciones de deuda soberana que para las de empresas¹⁰². Aún así, los montos continuarían estando muy por encima de los observados hasta el año 2012, lo que genera preocupación en función del riesgo que creciente apalancamiento implica para la estabilidad financiera de los mercados internacionales.

En lo que respecta a los flujos de portafolio, el desarme de posiciones en fondos que invierten en activos de economías emergentes se mantuvo con fuerza a principios de 2014 y en el último trimestre del año —entre abril y septiembre se verificaron entradas netas—. De esta manera, el año 2014 cierra con salidas netas tanto desde los fondos especializados en acciones de economías emergentes como desde aquellos que invierten en sus instrumentos de deuda. Sin embargo, se dan ciertas diferencias de comportamiento en el margen. Mientras que en 2014 se profundizaron las salidas netas desde fondos que invierten en

¹⁰² En enero de 2015 las colocaciones de deuda de emergentes en los mercados internacionales registraron una merma interanual, tanto en el caso de la deuda soberana (33%) como para la de empresas (con caída interanual de 20%).



acciones de emergentes en relación con lo observado en 2013, para los que invierten en instrumentos de deuda de estas economías se aminoraron las salidas netas. Por otro lado, en este último tipo de fondos el resultado anual estuvo en buena parte explicado por el desarme de posiciones en fondos que invierten en deuda en moneda doméstica, a diferencia con lo observado en 2013. Las salidas desde fondos especializados en instrumentos de economías emergentes se mantenían a principios de 2015, tanto para acciones como para bonos, aunque con un ritmo menor al observado en igual período del año anterior.

Las mermas en los precios de los activos financieros de economías emergentes en 2014 fueron acompañadas por una depreciación de sus monedas contra el dólar, que fue más marcada en la segunda mitad del año, en función de los conflictos geopolíticos y la mayor volatilidad en los precios de las materias primas. El promedio de las monedas de economías emergentes computó una desvalorización de casi 17% contra el dólar en 2014 (ver Gráficos 8.13 y 8.14). La depreciación promedio fue más fuerte en EMEA (26%) que en América latina (19%), mientras que para Asia emergente la variación fue más marginal (cercana a 1%). En el caso de EMEA sobresalió el debilitamiento de las monedas de Ucrania y Rusia, con depreciaciones cercanas a un rango de 80-90% en ambos casos. En América latina se destaca que el real se depreció casi 12% contra el dólar en el año, con un comportamiento volátil en función de las elecciones presidenciales y del recorte en las expectativas de crecimiento para Brasil. La depreciación de las monedas emergentes en términos agregados continuaba a principios de 2015.

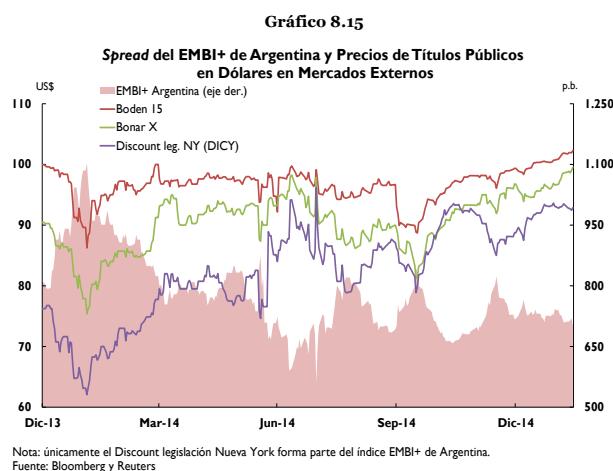
La evolución de los mercados financieros en 2015 estará condicionada por diversos factores, llevando a prever un entorno de cautela entre los inversores. Entre estos hechos condicionantes se destacan las perspectivas de acciones diferenciales entre las autoridades monetarias de las principales economías, con potencial impacto sobre los mercados de monedas y el apetito por riesgo a nivel global. El comportamiento de los precios de las materias primas y su incidencia sobre las diferentes economías es otro de los factores de mayor trascendencia para 2015. En Europa, además del efecto de las nuevas medidas de estímulo anunciadas recientemente, resultará relevante la

evolución de economías periféricas (incluida la situación de Grecia) y su incidencia sobre los mercados financieros. Con respecto a los emergentes, el foco estará puesto en la evolución de economías de gran porte —como China, Rusia y Brasil—, de los mercados de deuda —incluyendo el seguimiento de la situación del sector corporativo dados los crecientes niveles de endeudamiento en moneda extranjera que presenta— y de las tensiones geopolíticas en regiones específicas (como es el caso de Ucrania¹⁰³). En este marco, no se descarta la materialización de episodios de alta volatilidad con cambios abruptos en los precios de los activos financieros a nivel general.

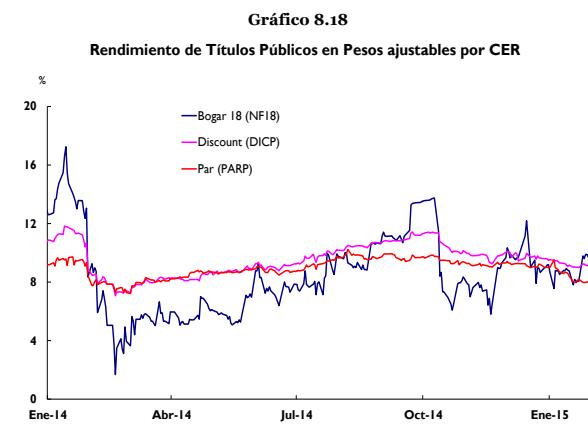
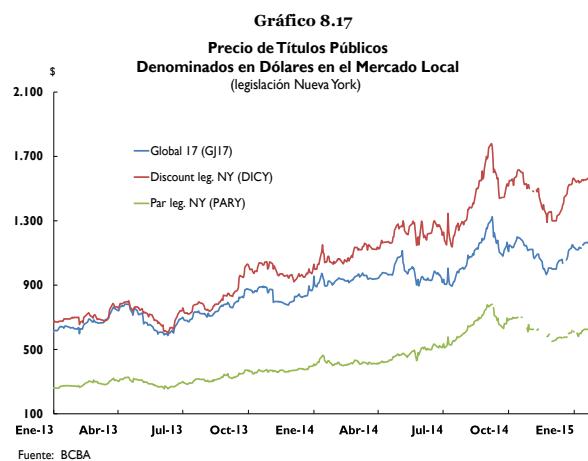
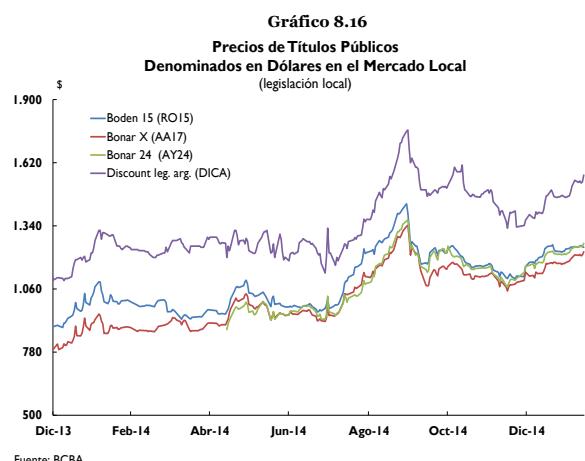
8.2 Mercado Local

Los activos financieros de Argentina cerraron 2014 con mejoras en los precios. Sin embargo, se registraron a lo largo del año períodos de vaivenes en las cotizaciones, en función tanto de la coyuntura en los mercados externos como de diversos factores y novedades de corte mixto en el ámbito doméstico. Entre estos últimos se incluyen, entre otros, la compensación a la empresa REPSOL por la expropiación del 51% de las acciones de YPF, la reestructuración de la deuda mantenida con el Club de París, el lanzamiento del nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNu), además de la evolución del litigio con fondos buitre en los tribunales de Nueva York. En el mercado de capitales primario, el volumen bruto de financiamiento al sector privado creció en 2014, aunque —en el caso de las obligaciones negociables— este incremento estuvo en buena parte explicado por operaciones puntuales. Ya en 2015, los precios de los activos argentinos mantenían una tendencia alcista generalizada.

Los precios de los títulos públicos argentinos aumentaron en 2014, tanto en los mercados internacionales como a nivel local, a pesar del comportamiento cambiante verificado en función de diversos factores. Entre ellos sobresalió la evolución del litigio con los fondos buitre que se lleva a cabo en los Estados Unidos, con efectos directos sobre los bonos argentinos con legislación internacional. En tal sentido, para resolver los problemas generados por la obstrucción de los fondos depositados por la Argentina para el cobro de los tenedores de bonos de los Canjes 2005 y 2010, fue promulgada la Ley 26.984 de Pago Soberano Local de la Deuda Exterior y de Reestructuración de la Deuda Pública Nacional. Dicha ley autorizó la adopción de medidas para dispo-



¹⁰³ En febrero de 2015 se llegaba a un acuerdo para el cese de fuego en Ucrania.



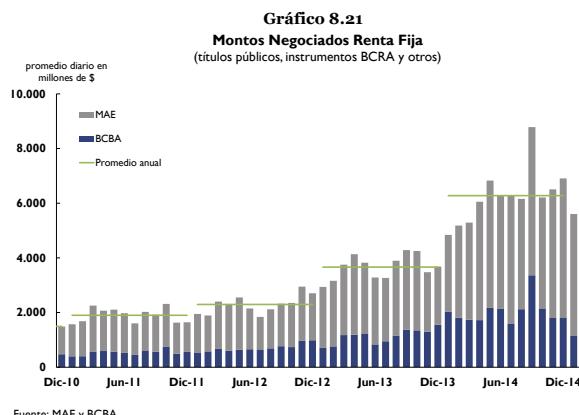
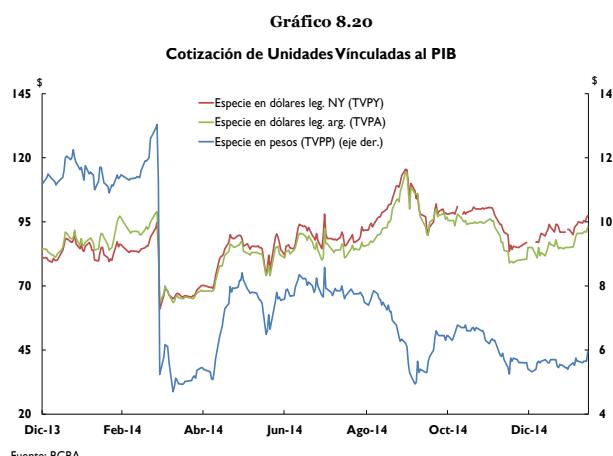
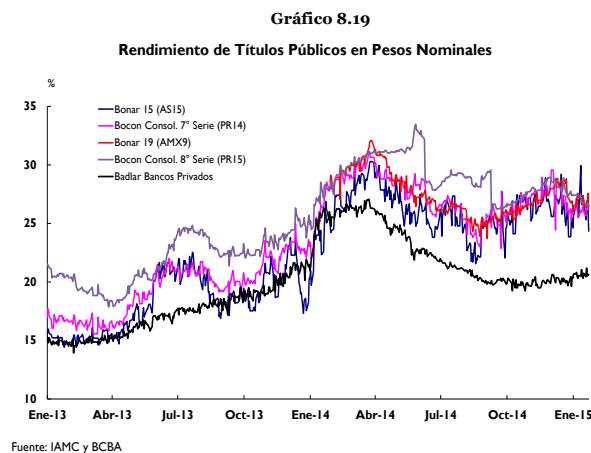
ner de un nuevo agente fiduciario para la distribución de fondos de los bonos reestructurados y abrió la posibilidad de que se realicen nuevos canjes¹⁰⁴. Más recientemente, en febrero de 2015 un tribunal británico (la English High Court of Justice) en una causa iniciada contra el Bank of New York Mellon (BONY) por tenedores de bonos argentinos en euros correspondientes a deuda argentina reestructurada declaró la aplicabilidad del derecho inglés a dichos bonos en euros, de acuerdo a lo estipulado en el contrato.

A pesar del efecto sobre los precios que implicaron estas novedades durante 2014, en los mercados internacionales las cotizaciones de los títulos públicos argentinos denominados en dólares con legislación extranjera —que son tenidos en cuenta para el cálculo del spread del EMBI+— cerraron el año con mejoras. Por ejemplo, el precio del Discount con Ley Nueva York avanzó 16% en el año (ver Gráfico 8.15). La consiguiente merma en los rendimientos llevó a que el diferencial de riesgo soberano de la deuda argentina medido por el EMBI+ se contrajera casi 90 p.b. en 2014, tendencia que se extendía a principios de 2015.

En el mercado local, los títulos públicos en dólares, que constituyen el segmento más líquido, también finalizaron 2014 con avances en los precios. Por ejemplo, para las transacciones realizadas en pesos, las mejoras en las cotizaciones estuvieron en un rango de 30-45% para las especies más transadas, como el Boden 15 y el Bonar X (ver Gráficos 8.16 y 8.17). Se destaca que en agosto y septiembre se verificó un marcado movimiento alcista en estos precios, que a partir de octubre pasó a corregirse. Ya en 2015, los precios de los bonos denominados en moneda extranjera retomaron un sendero alcista en la plaza local tanto para las operaciones realizadas en pesos como para aquellas en dólares, acompañando la performance positiva en los mercados internacionales.

En diciembre se llevó a cabo una operación de administración de pasivos de carácter voluntario, que incluyó la cancelación anticipada de Boden 15 (fueron aceptados US\$185,5 millones en Valor Nominal Original —VNO—) y el canje de Boden 15 por Bonar

¹⁰⁴ En lugar de Bank of New York Mellon, fue designado Nación Fideicomisos S.A. como agente fiduciario. Se estableció que la República Argentina depositase en cuentas especiales de Nación Fideicomisos S.A. en el BCRA los montos correspondientes a los servicios de deuda de los títulos sujetos a legislación de Nueva York, Inglaterra o Gales que vayan venciendo. Con respecto a la posibilidad de canjes, se contemplan eventuales transacciones tanto para aquellos tenedores de bonos no regidos por la ley argentina que soliciten un cambio en la legislación y jurisdicción aplicables, como para los poseedores de títulos públicos elegibles pero no presentados a los canjes ya efectuados (en condiciones similares a la reestructuración de 2010), de forma tal de lograr una solución viable y sustentable. Para una descripción más detallada ver Apartado sobre “Ley de Pago Soberano” en Boletín de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2014.



2024 (por esta alternativa se recibieron ofertas por US\$376,7 millones en VNO, que fueron aceptadas en su totalidad). Además se ofreció la suscripción de Bonar 2024, recibiéndose ofertas por US\$285,6 millones, que también fueron aceptadas en su totalidad.

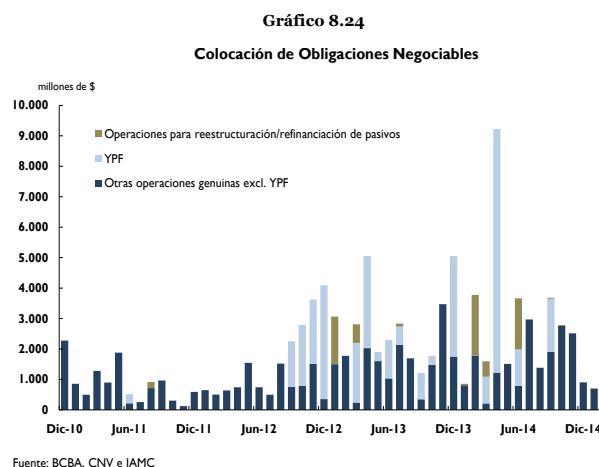
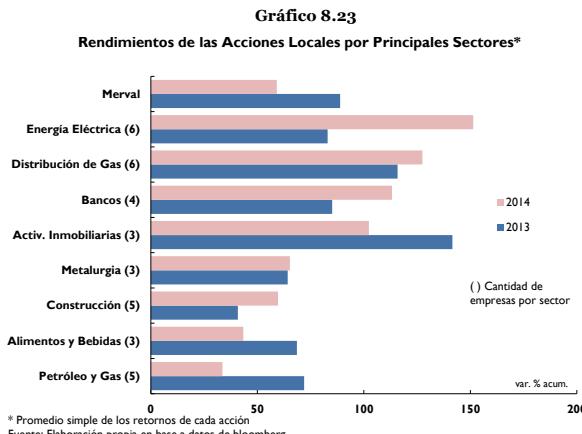
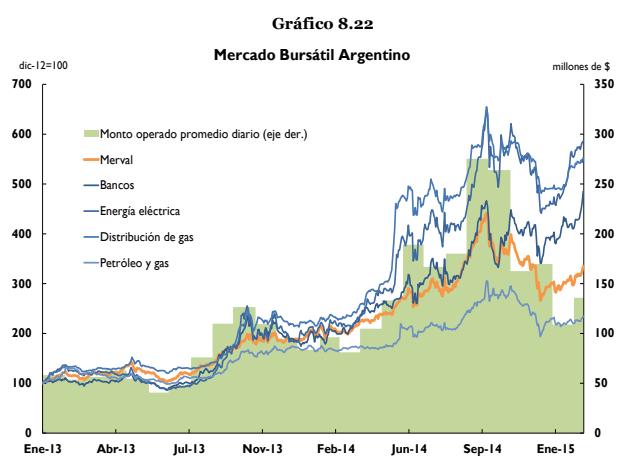
Con respecto a los títulos públicos en pesos, los que ajustan por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) finalizaron 2014 con una mejora en sus precios. La consiguiente reducción en sus rendimientos estuvo en buena parte explicada por el comportamiento observado durante febrero, al momento de lanzarse el nuevo índice de precios (IPC-NU), mientras que posteriormente los retornos tendieron a ampliarse durante buena parte del año (ver Gráfico 8.18). Por su parte, los títulos en pesos nominales, con cupón que ajusta en función de la tasa BADLAR Bancos Privados, evidenciaron un incremento en sus rendimientos en 2014 (ver Gráfico 8.19). En lo que va de 2015 se observa una contracción en los rendimientos tanto para los bonos con ajuste CER como para aquellos en pesos nominales (aunque, en este último caso, con excepciones).

Los precios de las Unidades Vinculadas al PIB registraron un comportamiento dispar durante el año pasado. Tras evidenciar un fuerte retroceso hacia fines del tercer trimestre¹⁰⁵, en el caso de las unidades denominadas en dólares lograron recuperarse posteriormente, cerrando 2014 con mejoras de 4% en promedio para las cotizaciones en pesos en la plaza local. En las primeras semanas de 2015 estos instrumentos registraban avances en los precios (ver Gráfico 8.20).

Los montos negociados en instrumentos de renta fija¹⁰⁶ en los mercados locales registraron un importante incremento anual, desde unos \$3.700 millones diarios en 2013 a cerca de \$6.300 millones por día en 2014 (ver Gráfico 8.21). De este monto, la mayor parte (cerca de 60%) estuvo explicada por los títulos públicos del Gobierno Nacional, mientras que los instrumentos de regulación monetaria del Banco Central representaron cerca del 40% restante. Entre los títulos públicos se destacaron nuevamente, por su participación en los montos transados, los bonos denominados en dólares (en particular el Boden 15, Bonar X y Bonar 24).

¹⁰⁵ Tras la publicación de los datos de Cuentas Nacionales que incluyeron el cambio del año base y que informaron preliminarmente un crecimiento económico de 3% para 2013, revisado luego a 2,9%.

¹⁰⁶ En base a montos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y el Mercado Abierto Electrónico (MAE). Incluye títulos públicos del Gobierno Nacional, LEBAC y NOBAC, títulos provinciales, obligaciones negociables y otros.



El principal índice del mercado accionario (Merval) acumuló una ganancia de 59% en moneda doméstica durante 2014¹⁰⁷ (ver Gráfico 8.22). En este caso, buena parte del incremento estuvo dado por el avance verificado entre agosto y septiembre, tendencia que se revirtió a partir de octubre. A nivel sectorial, entre las acciones más líquidas se destacó la evolución de las empresas de energía eléctrica, distribución de gas y bancos. Al igual que en 2013 estos sectores, junto con el de actividad inmobiliaria, fueron los que encabezaron las subas en 2014 (ver Gráfico 8.23). Más recientemente, el Merval mantenía una tendencia alcista, con avances más marcados para papeles de bancos y vinculados a energía eléctrica.

El volumen transado en acciones se fue incrementando hasta octubre, para luego recortarse. De esta manera, en todo 2014 el monto promedio por rueda se acercó a \$160 millones (vs. \$74 millones diarios computado en 2013).

En 2014 el flujo bruto de financiamiento a través de instrumentos en el mercado de capitales ascendió a cerca de \$63.000 millones —excluyendo operaciones de fideicomisos relacionadas a infraestructura y viviendas—, evidenciando un incremento de 12% interanual (i.a.; ver Gráfico 8.2). Hubo un monto elevado en financiaciones en febrero, abril, julio y septiembre, mientras que en el último trimestre del año el volumen tendió a reducirse, tendencia que se mantenía a principios de 2015.

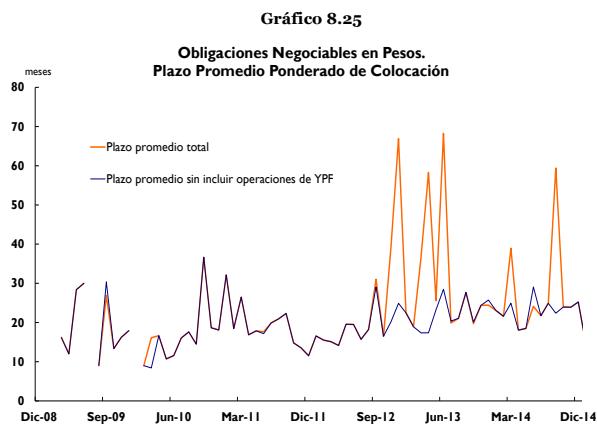
Las obligaciones negociables representaron operaciones por casi \$35.000 millones en 2014, lo que implicó una suba de 6% i.a. Se destaca que el año pasado hubo varias colocaciones de bonos por montos considerables por parte de YPF (una de ellas por US\$1.000 millones en los mercados internacionales a principios de abril, ver Gráfico 8.24)¹⁰⁸. Sin considerar las emisiones de YPF (unos \$11.800 millones en 2014, contra \$11.600 millones en 2013) ni las operaciones de gestión de pasivos¹⁰⁹ (casi \$4.300 millones en 2014, contra \$2.300 millones en 2013), el volumen de nuevo financiamiento a través de Obligaciones Negociables (ONs) registró una caída de casi 2% i.a.

Si bien predominaron las operaciones de bonos de bancos y compañías financieras, la magnitud de la

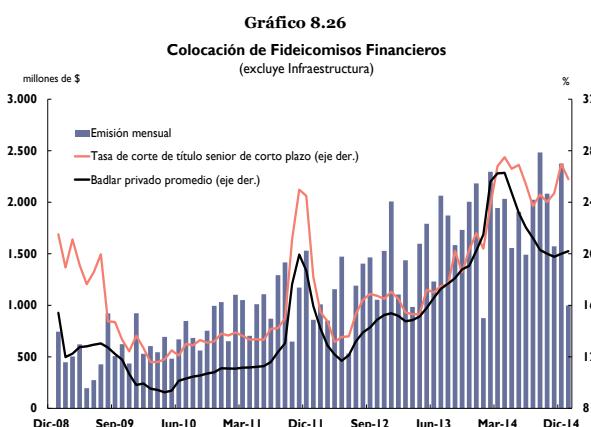
¹⁰⁷ 21% si se lo mide en dólares usando el tipo de cambio mayorista.

¹⁰⁸ En febrero de 2015 hubo nuevas operaciones por parte de YPF, incluyendo la colocación de dos instrumentos en los mercados internacionales (por un total de US\$500 millones) y transacciones en pesos por más de \$1.000 millones en el mercado doméstico.

¹⁰⁹ Como las emisiones vinculadas a reestructuraciones de deuda o al pago de intereses capitalizados.



Fuente: BCRA en base a BCBA, IAMC y CNV



Fuente: BCRA

operación internacional de YPF llevó a que el sector petrolero represente el 47% del volumen de ONs colocado en el año, mientras que las transacciones del sector financiero explicaron el 34% del monto. Estas proporciones son similares a las observadas en 2013. En relación a la moneda de colocación, el 60% del monto colocado fue en pesos, un porcentaje similar al del año anterior. Las transacciones en dólares (explicadas por la operación de YPF en el mercado internacional y por las transacciones vinculadas a administración de pasivos de otras empresas) incrementaron su participación hasta explicar el 34% del volumen del año. Por su parte, se destacó en 2014 la menor cantidad de operaciones denominadas en dólares pero cuyos pagos se realizan en pesos (modalidad *dollar-linked*). Con respecto a las operaciones en moneda doméstica, el plazo promedio ponderado se mantuvo por debajo de los dos años excluyendo a las emisiones de YPF (ver Gráfico 8.25). A su vez, el costo de financiamiento de las operaciones en pesos verificó cierto aumento en el primer cuatrimestre de 2014, para luego ceder desde mayo hasta octubre en función de la dinámica de la BADLAR Bancos Privados –tasa de referencia para las colocaciones de bonos corporativos–. En el último bimestre del año, con relativa estabilidad de la BADLAR Bancos Privados, se evidenció un leve aumento en los *spreads* exigidos sobre esta tasa.

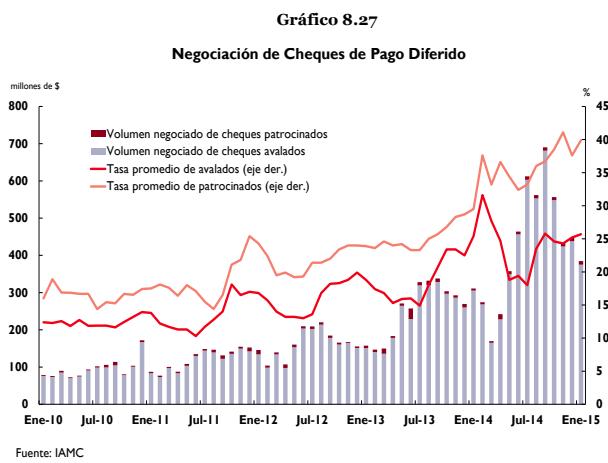
El financiamiento a través de fideicomisos financieros (excluyendo las series vinculadas a infraestructura y viviendas) superó los \$22.600 millones en 2014 (+16% i.a.). Las tasas de corte convalidadas para los valores *senior* de titulaciones de créditos y fiduciarios de primera línea, también siguieron el patrón de la BADLAR Bancos Privados durante 2014 (ver Gráfico 8.26). Las series de titulaciones de préstamos personales y de cupones de tarjetas de crédito representaron cerca de tres cuartas partes del volumen total en el año. Por su parte, las colocaciones vinculadas a infraestructura y viviendas contabilizaron alrededor de \$16.600 millones (6% más que en 2013), con pocas transacciones destacándose la una nueva transacción relacionada al Programa de Crédito Argentino (PRO.CRE.AR) en diciembre, por un total de \$14.000 millones (cuya integración se implementará siguiendo un cronograma)¹¹⁰.

¹¹⁰ Programa del Gobierno que promueve la entrega de créditos hipotecarios para la construcción, ampliación, terminación y refacción de viviendas, como así también para adquirir aquellas que son construidas a través de desarrollos urbanísticos. El Tesoro nacional realiza un aporte inicial para la conformación del patrimonio del fondo fiduciario PRO.CRE.AR. y garantiza todas las emisiones de deuda del mismo. El fideicomiso, por su parte, emite valores representativos de deuda y certificados de participación.

El volumen de cheques de pago diferido negociados se incrementó casi 70% en 2014, hasta \$5.120 millones (ver Gráfico 8.27). Las financiaciones mensuales aumentaron a partir de junio, con récord de operaciones en el cuatrimestre julio-octubre (y mermas posteriores, que se mantenían a principios de 2015). Para las operaciones avaladas (el segmento que concentra casi la totalidad de las transacciones), se dio un aumento en el plazo promedio, mientras que el costo de financiamiento se incrementó en el primer trimestre para luego ceder con fuerza hacia julio. En los últimos cinco meses del año hubo oscilaciones menores, con un promedio mensual en torno a 25% (estos niveles se mantenían a principios de 2015).

Por último, el volumen de financiamiento por suscripción de acciones fue bajo en el año (menos de \$320 millones), a partir de tres operaciones, todas de financiamiento genuino. Esto difiere de lo observado en 2013, cuando hubo una operación por reestructuración de deuda y emisión de nuevas acciones por un total de más de \$550 millones.

En perspectiva, se mantiene para los instrumentos financieros argentinos una visión constructiva para 2015, en línea con lo observado a principios de año. Sin embargo, no se descarta la ocurrencia de episodios de volatilidad, en función tanto de los condicionamientos de los mercados externos como de factores locales, como el desarrollo del litigio con los fondos buitre y el proceso de elecciones presidenciales.

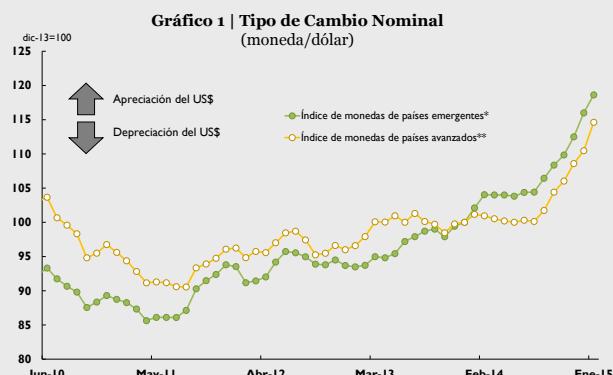


Apartado 4 / Fases recientes de la política monetaria global

Durante el último año, la asincronía en el ciclo económico de los principales países desarrollados llevó a una marcada divergencia en sus políticas monetarias. Mientras la Reserva Federal (Fed) de los Estados Unidos redujo su expansión monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BoJ, por su sigla en inglés) tomaron diversas medidas con sesgo expansivo. Esta situación, sumada a la debilidad económica de algunas naciones emergentes y avanzadas, llevó a un fortalecimiento generalizado del valor del dólar y a un marcado incremento de la volatilidad de los mercados financieros.

Las mejoras observadas en los Estados Unidos, tanto en la actividad económica como en el mercado de trabajo, entre otros factores, impulsaron cambios en la política monetaria, revirtiendo su carácter expansivo. El débil desempeño económico en la zona del euro y en Japón, junto con la creciente probabilidad de deflación, impulsaron al BCE y al Banco de Japón (BoJ) a profundizar el sesgo expansivo de sus políticas monetarias.

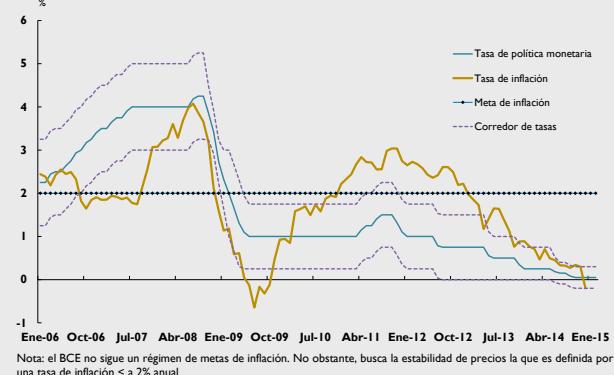
En diciembre de 2013, la Fed decidió empezar a reducir su programa de compra de activos (lo que se conoció como *tapering*) iniciando el proceso generalizado de apreciación del dólar (ver Gráfico 1). Esta tendencia se intensificó tras conocerse que la autoridad monetaria norteamericana finalizaría su programa de compra de activos (*Quantitative Easing 3* –QE3–) a fines de octubre de 2014. El fin del programa de compra aumentaría la probabilidad de que inicie el ciclo alcista de la tasa de interés de referencia hacia el segundo semestre de 2015.



Por el contrario, el BCE adoptó diversas medidas de corte expansivo en 2014. En junio, redujo la tasa

de interés de política monetaria, la que aplica sobre las *Main Refinancing Operations* (MRO), en 0,1 puntos porcentuales (p.p.) a 0,15%¹¹¹ (ver Gráfico 2). También comenzó a realizar licitaciones de una nueva línea de fondeo, la *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTROs) mediante la cual busca fomentar los préstamos al sector privado no financiero de la región. Por último, intensificó los trabajos preparatorios relacionados a la compra directa de *Asset-Backed Securities*¹¹² (ABS). Con este conjunto de medidas, el BCE pretendió dar un mensaje contundente sobre el sesgo expansivo de su política.

Gráfico 2 | Zona del Euro. Tasa de Interés y Tasa y Meta de Inflación



En septiembre la autoridad monetaria de la zona del euro decidió reducir nuevamente en 0,1 p.p. la tasa de interés de las MRO, llevándola a un mínimo histórico de 0,05%¹¹³. Además, implementó el programa de compras de *Asset Back Securities* previamente anunciado, y otro de compras de *Covered Bonds*¹¹⁴, los cuales comenzaron a estar operativos en el cuarto trimestre. Finalmente, en enero de 2015 la entidad lanzó un programa de compra de

¹¹¹ Además, ajustó su corredor de tasas de interés asimétricamente, disminuyó la tasa de interés de la facilidad de préstamos en 0,35 p.p. a 0,4% y redujo la tasa de interés de la facilidad de depósitos en 0,1 p.p. a -0,1%, llevándola a terreno negativo.

¹¹² Activos financieros cuyo valor y flujo de ingresos se deriva de otros activos que lo respaldan (*backed*) o sirven de colateral.

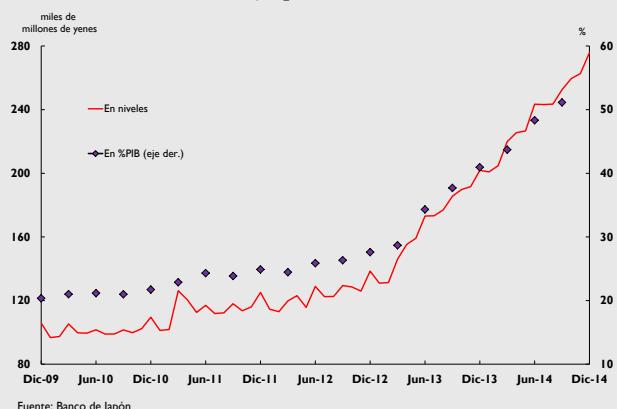
¹¹³ También redujo en la misma magnitud el corredor de tasas, llevando la tasa de interés de la facilidad de crédito a 0,3% y la tasa de interés de la facilidad de depósito a -0,2%.

¹¹⁴ Son títulos de deuda que tienen como colateral o garantía otro activo financiero (casi siempre préstamos bancarios). A diferencia de los ABS, el principal y los intereses de los *Covered Bonds* no es cubierto por el flujo de ingresos que genera el activo que de respaldo del instrumento.

títulos públicos y privados en el que se comprometió a adquirir activos en el mercado secundario por €60.000 millones mensuales. Las compras incluirán títulos públicos y activos de agencias e instituciones europeas y serán por lo menos hasta septiembre de 2016, o hasta que se evidencie un ajuste sostenido en el sendero de inflación consistente con el logro de tasas cercanas al 2% objetivo del BCE¹¹⁵.

A fines de octubre de 2014, el BoJ decidió, sorprendivamente, aumentar su compromiso de expandir la base monetaria en ¥80 billones por año —aproximadamente US\$670.000 millones—. Esto sucedía en consonancia con la zona del euro pero en dirección contraria a la política de la Fed. Previamente, su compromiso era de incrementarla entre ¥60 y ¥70 billones por año (en promedio US\$550.000 millones; ver Gráfico 3)¹¹⁶.

Gráfico 3 | Japón. Base Monetaria



Los cambios asincrónicos en el sesgo de la política monetaria de las principales economías avanzadas obligaron al resto de los países a adoptar medidas con el objetivo de moderar o contrarrestar los efectos de aquellas sobre su propia evolución macroeconómica.

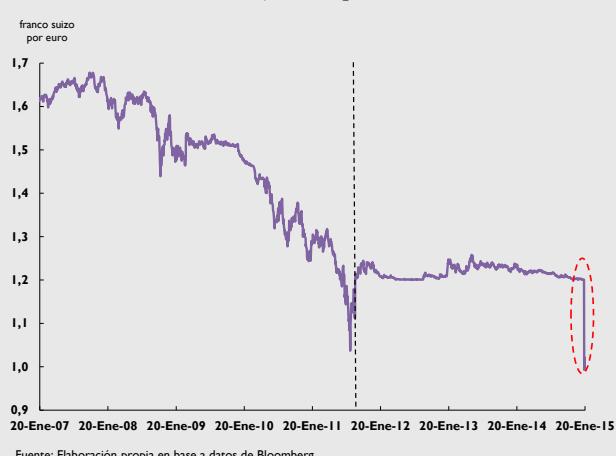
Tal es el caso del Banco de Suiza. A mediados de enero de 2015, ante el inminente anuncio del último estímulo monetario por parte del BCE, el Banco de Suiza sorprendió a los analistas al anunciar la eliminación del límite inferior del franco suizo en relación al euro. Esto permitió que la relación entre

¹¹⁵ Las compras las realizará el Eurosistema en forma descentralizada a través de los bancos centrales nacionales en base a su participación en el patrimonio del BCE. Serán de bonos denominados en euros, con calificación *investment grade*, y plazo en un rango de 2 a 30 años.

¹¹⁶ Además, el BoJ incrementó en esa ocasión su objetivo de compra de *Exchange Traded Funds* (ETFs) y de activos vinculados al sector inmobiliario (triplicándolo en ambos casos a US\$ 27.000 millones y US\$ 1.000 millones, respectivamente).

el franco suizo y el euro cayera por debajo de 1,20 francos por euro (piso vigente desde septiembre de 2011), lo que condujo a una fuerte revalorización de la moneda. Para morigerar la presión a la apreciación del franco suizo, la autoridad monetaria redujo el rango objetivo de la tasa Libor del Franco Suizo a tres meses a entre -1,25% y -0,25%. No obstante, el franco se apreció significativamente (ver Gráfico 4)¹¹⁷.

Gráfico 4 | Suiza. Tipo de Cambio



Por su parte, la mayor expansión monetaria del BoJ elevó las presiones a la apreciación del renminbi respecto del yen (ver Gráfico 5). Frente a esta situación, sumada a un contexto local de un inminente incumplimiento de los objetivos económicos que el ejecutivo chino se había planteados para 2014¹¹⁸, las autoridades monetarias chinas redujeron su tasa de política monetaria (la de depósitos a 1 año) a 2,75% (-0,25 p.p.). La reducción de noviembre último ocurrió, de manera inesperada y por primera vez en 28 meses.

Brasil, China, Turquía, Indonesia, México y Perú son otros de los países emergentes que adoptaron medidas tendientes a reducir el impacto sobre sus monedas de estas decisiones de política monetaria de las economías centrales.

En simultáneo con estos acontecimientos y en parte asociado a ellos, la reciente disminución del precio del petróleo imprimió un sesgo a la baja sobre la inflación mundial dada su incidencia en la cade-

¹¹⁷ Un caso similar es el de la autoridad monetaria de Dinamarca que en diversas oportunidades desde enero de este año redujo la tasa de interés por los certificados de depósitos de los bancos comerciales en el Banco Central de Dinamarca a -0,75%.

¹¹⁸ Entre otros, buscaban alcanzar un crecimiento del PIB de 7,5% (fue de 7,4%, el menor de los últimos 24 años, y el primer incumplimiento desde 1998); una inflación de 3,5% interanual (i.a.; fue de 1,5%) y un aumento del agregado monetario amplio de 13% i.a. (era de 12% con datos a octubre).

na de valor global (ver Apartado 1). Además de reflejarse en menores aumentos de precios en varios países, efecto que seguramente perdure a lo largo de 2015, se corrigieron las expectativas de inflación de mediano plazo y se incrementaron los riesgos de deflación para la zona del euro y Japón. Ante este escenario, muchos bancos centrales podrían tomar medidas expansivas, si es que temen que el impacto se generalice a través de efectos de segunda ronda.

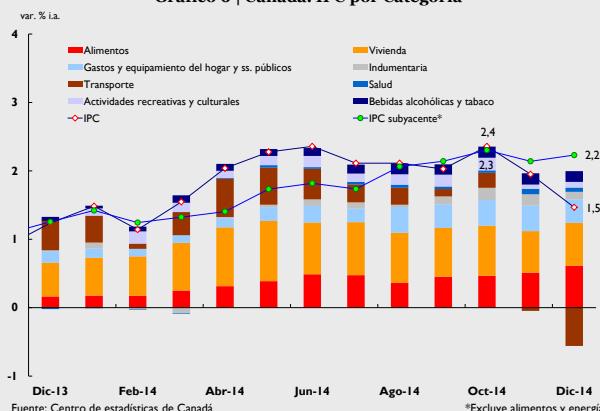
Gráfico 5 | Cotización del Yen respecto del Renminbi



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

De hecho, el 21 de enero el Banco de Canadá (BoC, por su sigla en inglés) sorpresivamente redujo su tasa de interés de referencia, la *Overnight Rate Target* (ORT) en 0,25 p.p. a 0,75%, valor en el que no se ubicaba desde hace más de cuatro años. La autoridad monetaria mencionó que la decisión estuvo motivada por el impacto de la baja de la cotización internacional del petróleo sobre los precios internos y el nivel de actividad (ver Gráfico 6).

Gráfico 6 | Canadá. IPC por Categoría

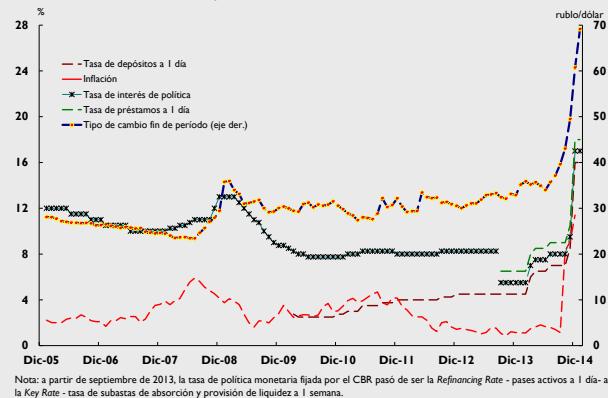


Fuente: Centro de estadísticas de Canadá

El caso de Rusia es muy diferente. En dicho país, la disminución de la cotización del crudo contribuyó a acelerar la salida de capitales. La misma había comenzado a principios de 2014 como consecuencia del conflicto en Ucrania y las sanciones que recibió por parte de la Unión Europea y de los Estados

Unidos, entre otros¹¹⁹. Tras una caída de las reservas internacionales mayor a los US\$90.000 millones (18%), el 10 de noviembre pasado el Banco Central de Rusia abandonó su esquema de bandas cambiarias, lo que llevó a una aceleración de la depreciación del rublo. Ante esta situación, la autoridad monetaria decidió incrementar en dos oportunidades en diciembre su tasa de interés de política monetaria de 9,5% a 17%, para posteriormente reducirla a 15% (ver Gráfico 7).

Gráfico 7 | Rusia. Tasa de Interés e Inflación



Nota: a partir de septiembre de 2013, la tasa de política monetaria fijada por el CBR pasó de ser la Refinancing Rate - pasos activos a 1 día - a la Key Rate - tasa de subastas de absorción y provisión de liquidez a 1 semana.

Fuente: Banco Central de Rusia y Bloomberg

El desempeño macroeconómico divergente entre las principales economías avanzadas, y la caída en la cotización internacional de las materias primas, determinará un contexto de políticas monetarias asimétricas. Ello nuevamente se constituye como un factor de incertidumbre para la economía global, que no permite descartar la materialización de episodios de alta volatilidad con cambios abruptos en los precios de los activos financieros a nivel general.

¹¹⁹ Este conflicto y las sanciones afectaron el nivel de actividad económica, el estado de las finanzas públicas y del sector externo, elevaron la prima de riesgo, generaron salida de capitales, lo que deprimió los mercados financieros, y suscitó presiones en el mercado de divisas.

9 Política Monetaria

El mercado monetario finalizó 2014 en línea con los objetivos y planes planteados por el Banco Central para el año. Asimismo, las acciones de supervisión integral, junto con la mejora en la remuneración de los pequeños ahorristas y otras medidas regulatorias del sistema financiero, acotaron la volatilidad cambiaria y generaron una significativa baja en el tipo de cambio en los mercados marginales. Ello revirtió las expectativas que estimulaban las posiciones en divisas en detrimento del ahorro en moneda nacional.

Así, con el objetivo de favorecer los instrumentos de ahorro en pesos, en el segundo semestre del año el Banco Central estableció valores mínimos para las tasas de interés que reciben las familias por sus depósitos a plazo. Además, para elevar la cobertura, aumentó el monto de los depósitos garantizados. Desde la vigencia de estas medidas los depósitos a plazo en pesos minoristas se fortalecieron. De este modo, en diciembre los depósitos a plazo de menos de \$1 millón alcanzaron un crecimiento de 32% interanual (i.a.), superando el que registraron las colocaciones mayores a \$1 millón (+24% i.a.). El agregado en pesos más amplio del sector privado (M3 privado) finalizó el año con un suba de 26,3% i.a., 1,6 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de diciembre 2013.

En octubre, el Banco Central elevó las tasas de interés de sus operaciones de pase. Las tasas de interés de los pasos pasivos se incrementaron entre 4 p.p. y 4,5 p.p., hasta 13% y 14% para los plazos de 1 y 7 días, respectivamente. A su vez, las de los pasos activos subieron entre 5 p.p. y 6 p.p., a 16%, 17% y 20%, para los plazos de 1, 7 o 60 días, respectivamente.

Los préstamos en pesos al sector privado finalizaron el año con un crecimiento del orden del 20%. Las políticas dirigidas a promover el crédito al sector productivo contribuyeron a dicho incremento y aumentaron la participación de las Micro, Medianas y Pequeñas Empresas (MiPyMEs) en los montos otorgados a empresas. El Banco Central decidió extender la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP) durante el primer semestre de 2015. En este tramo, el cupo de colocación ascenderá a alrededor de \$37.400 millones y deberá ser asignado en su totalidad al financiamiento de las MiPyMEs, a una tasa máxima de 19% y a un plazo mínimo de 36 meses.

Las reservas internacionales finalizaron 2014 en US\$31.443 millones, con un aumento anual de US\$843 millones, impulsado principalmente por las compras netas de divisas del Banco Central, que totalizaron US\$5.900 millones. En el segundo semestre se activó el acuerdo de *swap* de monedas con el Banco Central de la República Popular de China. En el marco de este acuerdo, se pueden solicitar intercambios por hasta un máximo cercano a US\$11.000 millones en total, lo que representa un respaldo en la ejecución de la política financiera, cambiaria y monetaria.

Gráfico 9.1

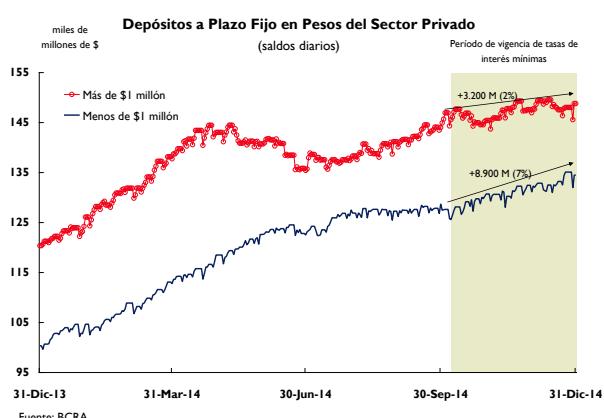
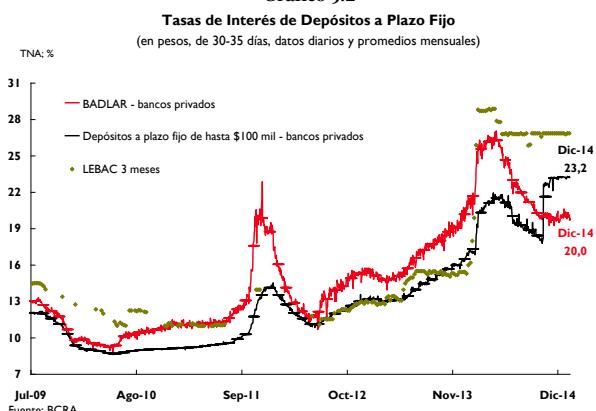


Gráfico 9.2



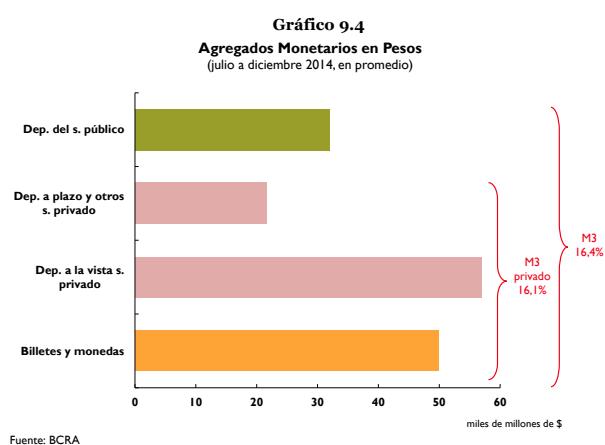
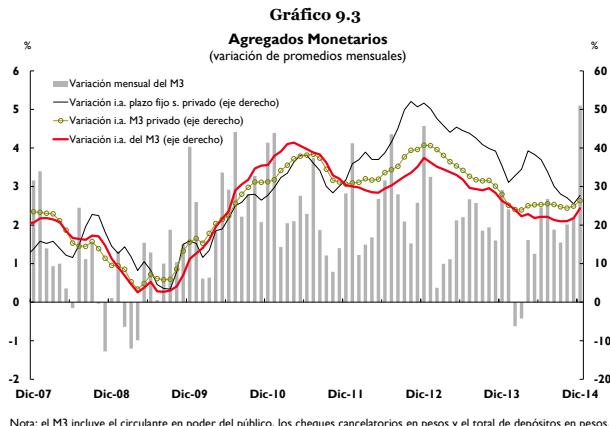
9.1 Agregados monetarios ¹²⁰

Luego de mantener estable su ritmo de expansión durante la mayor parte de 2014, los agregados monetarios mostraron una aceleración durante los últimos dos meses del año propiciada por el comportamiento tanto de los medios de pago como de los depósitos a plazo fijo del sector privado. El agregado en pesos más amplio (M3¹²¹) presentó en diciembre una variación interanual (i.a.) de 24,3%, mientras que el M3 privado registró en los últimos doce meses un crecimiento de 26,3%, desacelerándose 1,9 puntos porcentuales (p.p.) y 1,6 p.p. respecto a 12 meses atrás, respectivamente (ver Gráfico 9.3).

En el segundo semestre de 2014, el M3 registró un crecimiento de 16,4% que estuvo mayoritariamente explicado por el incremento del M3 privado (+16,1%, \$160.000 millones). Todos los componentes del M3 privado aumentaron en el semestre, principalmente los relacionados al dinero transaccional, impulsados por la elevada demanda de liquidez propia de fin de año (ver Gráfico 9.4).

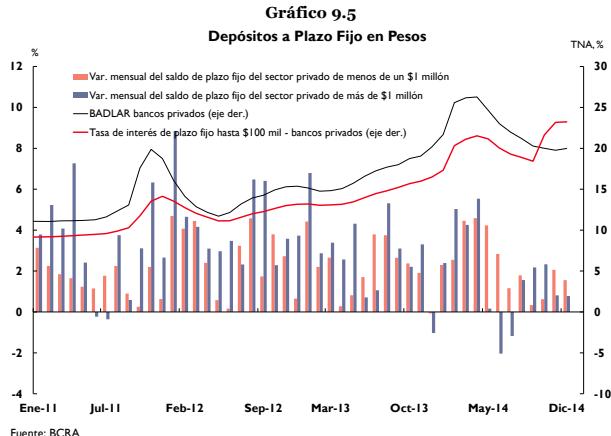
Los depósitos del sector privado en pesos acumularon un aumento de 29% en 2014. En el semestre presentaron un crecimiento de 14,4% (+\$78.500 millones), liderado por los depósitos a la vista (aumentaron 21,5%) que, como fuera señalado, presentan una marcada estacionalidad positiva en el último mes del año. Por su parte los depósitos a plazo fijo crecieron 7,1% en el semestre, acumulando una variación en el año de 28%, alentados por las medidas adoptadas por el Banco Central (BCRA) para favorecer el ahorro en pesos de las familias.

A partir de principios de octubre, el BCRA estableció un nivel mínimo para las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo que realicen las personas físicas. A su vez, con el objetivo de ampliar la protección de los ahorristas, elevó el importe de la cobertura de garantía de los depósitos (ver Subsección 9.3). Como resultado, los depósitos minoristas concentraron casi el 70% del aumento de las colocaciones a plazo en pesos del sector privado durante el último bimestre de 2014 (ver Gráficos 9.1 y 9.5). Así, finalizaron el año con una tasa de crecimiento de 32% i.a., superando la que presentaron los depósitos a plazo mayoristas (+24% i.a.).



¹²⁰ Excepto que se indique lo contrario, las cifras a las que se hace referencia a lo largo de la subsección son promedios mensuales de datos diarios.

¹²¹ Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos en pesos.



Por otra parte, los depósitos del sector público mostraron un aumento de 17,6% en el semestre, con crecimiento en los depósitos a plazo y, principalmente, en las colocaciones a la vista, acorde al comportamiento que regularmente se observa durante la segunda mitad del año.

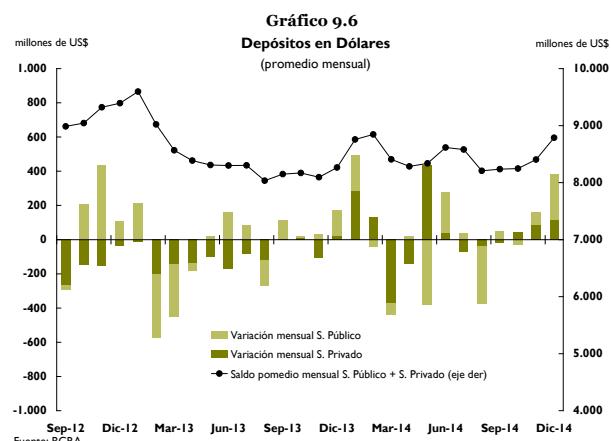
Entre julio y diciembre, los depósitos en moneda extranjera experimentaron un incremento de 2%, con aumentos tanto en las colocaciones del sector público como en las imposiciones del sector privado (ver Gráfico 9.6). De esta forma, el agregado más amplio, M3*, mostró una suba de 15,8% (+\$166.000 millones) en el segundo semestre; finalizando 2014 con un incremento de 25,5% i.a.

Dando cumplimiento a lo establecido en el artículo 42 de la Carta Orgánica, a fines de diciembre el BCRA presentó sus objetivos y planes respecto del desarrollo de las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria para el año 2015¹²² (ver Apartado 5).

9.2 Liquidez bancaria

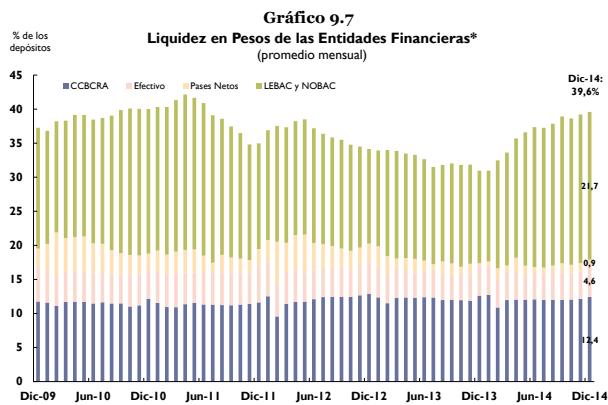
Durante el segundo semestre del año el crecimiento de los depósitos en pesos fue canalizado tanto al otorgamiento de préstamos como al incremento de la liquidez de las entidades financieras. De esta manera, el ratio de liquidez en pesos de las entidades (efectivo en bancos, cuenta corriente en el BCRA, pasos con el BCRA y tenencia de LEBAC, como porcentaje de los depósitos) aumentó 2,2 p.p. y se ubicó en diciembre en 39,6%, acumulando en el año una suba de 8,6 p.p. (ver Gráfico 9.7). Adicionalmente al incremento de los depósitos en pesos, la venta de dólares por parte de las entidades constituyó una fuente de liquidez en moneda nacional, operación que estuvo motivada por la normativa que redujo nuevamente el límite de la Posición Global Neta positiva de moneda extranjera al 20% de la Responsabilidad Patrimonial Computable¹²³. En particular, entre julio y diciembre el componente que más aumentó su participación entre los activos líquidos fue la tenencia de LEBAC de las entidades (+1,1 p.p.), seguido por el efectivo en bancos que mostró una suba estacional en diciembre.

La posición de efectivo mínimo (diferencia entre la integración y la exigencia neta de deducciones) continuó siendo excedentaria a lo largo del semes-

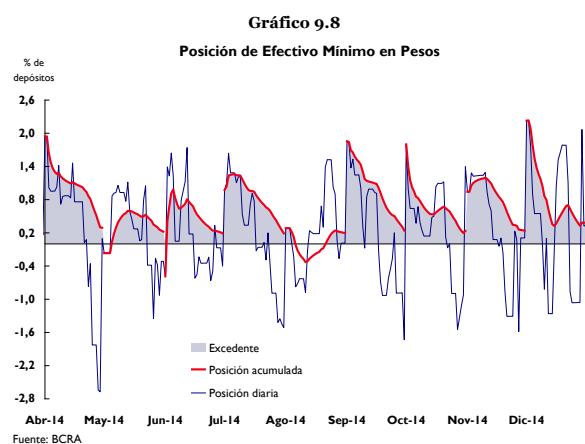


¹²² Ver documento en http://www.bcra.gob.ar/pdfs/polmon/ObjetivosBCRA_2015.pdf

¹²³ Ver Comunicación "A" 5627.



* Incluye efectivo en bancos, cuentas corrientes en el BCRA, pasos netos con el BCRA y tenencias de LEBACs y NOBACs a valor efectivo. Fuente: BCRA



tre, y equivalió en promedio a 0,2% de los depósitos totales en pesos. En el transcurso del semestre se adoptaron varias modificaciones en relación al régimen de encajes.

Por un lado, a partir de septiembre se dispuso¹²⁴ el incremento de la deducción por retiros de efectivo de cajeros automáticos que no sean de uso exclusivo de los clientes de cada entidad, con el fin de aumentar los incentivos para la instalación de cajeros automáticos en zonas con menor desarrollo bancario. Según la ubicación geográfica y el tipo de cajero (dentro o fuera de la sucursal), el ponderador que se emplea para el cálculo de esta deducción se incrementó entre el 5,6% y el 49,1%. Asimismo, se resolvió implementar una reducción de la exigencia de encajes en función de las acreditaciones efectuadas por la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) para el pago de haberes y/u otras prestaciones de la seguridad social, con el objetivo de promover este servicio, que generalmente involucra mayor retiro de efectivo por ventanillas de las sucursales bancarias. Esta última deducción también dependerá de la ubicación geográfica de la caja operativa en donde se realice el pago en cuestión, siendo mayor para aquellas que se encuentran en zonas con menor grado de desarrollo y bancarización.

A partir de octubre, se dispuso¹²⁵ una deducción adicional de la exigencia de encajes equivalente al 16% de las financiaciones que las entidades financieras otorguen en el marco del programa “Ahora 12”¹²⁶ y aquellas dirigidas a empresas no financieras emisoras de tarjetas de crédito a una tasa de interés de 0%, en la medida en que esas empresas hayan adherido a dicho programa.

En el segmento en moneda extranjera, la liquidez se incrementó 5,1 p.p. y se ubicó en diciembre en 108,2% de los depósitos en dólares. El aumento estuvo compuesto por el incremento de las cuentas corrientes en dólares de las entidades en el Banco Central y del efectivo en bancos en la misma denominación.

En línea con los nuevos estándares internacionales, a comienzos de 2015 se dispuso que las entidades deben contar con un adecuado fondo de activos líquidos de alta calidad, a fin de cubrir sus necesidades de liquidez durante un período de 30 días bajo

¹²⁴ Comunicación “A” 5623.

¹²⁵ Comunicación “A” 5638.

¹²⁶ Resolución Conjunta 671/2014 y 267/2014.

Cuadro 9.1
Tasas de interés de Pases en la Rueda REPO

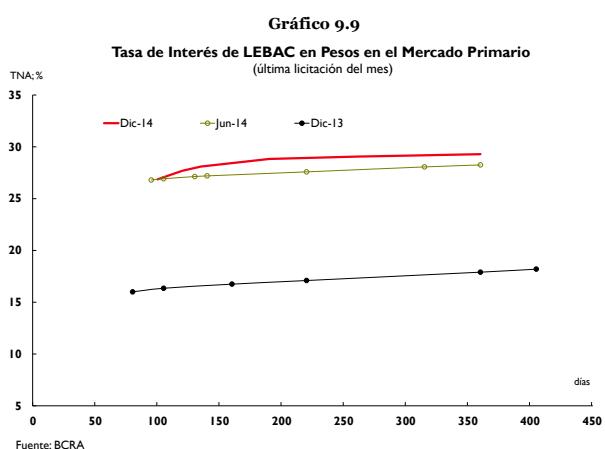
Plazo	Pases Pasivos		Pases Activos	
	anterior	actual	anterior	actual
1	9,0	13,0	11,0	16,0
7	9,5	14,0	11,5	17,0
60			14,0	20,0

un escenario de estrés¹²⁷. Tal escenario incluye situaciones como pérdida de depósitos, aumento de la volatilidad que repercute en las garantías de mercado (y que, por lo tanto, requiere garantías adicionales), necesidad de recomprar deuda para mitigar riesgo reputacional, entre otras. De esta manera, el ratio de cobertura de liquidez (LCR por sus siglas en inglés), calculado como el cociente entre el valor del fondo de activos líquidos mencionado y el total de las salidas netas de efectivo previstas para un período de 30 días en un escenario de estrés, deberá ser mayor a uno.

9.3 Tasas de interés¹²⁸

En el segundo semestre de 2014 el BCRA adoptó dos medidas que influenciaron significativamente la evolución de las tasas de interés del mercado monetario. La primera consistió en una modificación de las tasas de interés de sus operaciones de pase, con el objetivo de reducir la volatilidad del resto de las tasas de interés de corto plazo. Así, tras mantenerlas estables durante los primeros nueve meses de 2014, a comienzos de octubre el BCRA aumentó las tasas de interés de los pases pasivos entre 4 p.p. y 4,5 p.p., hasta ubicarlas en 13% y 14% para los plazos de 1 y 7 días, respectivamente. También incrementó las tasas de interés de los pases activos, entre 5 p.p. y 6 p.p., llevándolas a 16%, 17% y 20%, según los plazos sean de 1, 7 o 60 días, respectivamente (ver Cuadro 9.1). Por su parte, los pases activos a tasa variable, disponibles hasta 90 días de plazo, continúan remunerándose por el equivalente de la BADLAR bancos privados más un margen de 2 p.p.

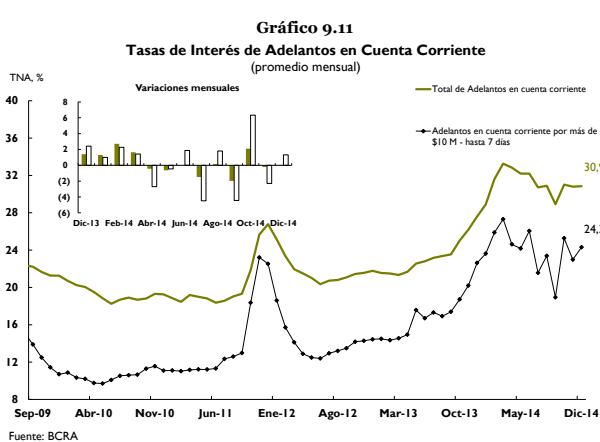
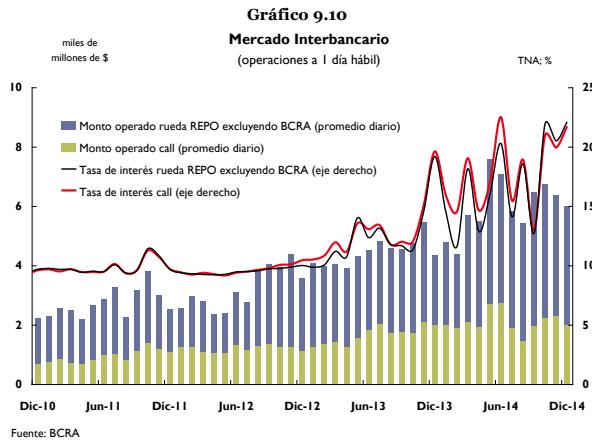
La segunda medida estuvo dirigida a favorecer los instrumentos de ahorro en pesos de las familias. También desde principios de octubre, el BCRA estableció un nivel mínimo para las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo que realicen las personas físicas, siempre y cuando el total de depósitos a plazo por persona física en la entidad no supere el importe de la cobertura del seguro de garantía de los depósitos¹²⁹. Las tasas de interés mínimas se establecieron como una proporción de la tasa de interés de referencia, la de las LEBAC más próximas a los 90 días de plazo. A su vez, con el objetivo de ampliar la protección de los ahorristas, se elevó el importe de la



¹²⁷ Comunicación “A” 5693. Dicha norma abarca a las entidades del grupo definido como Grupo A, que comprende a aquellas cuyo importe de los depósitos es mayor o igual al 1% del total de los depósitos del sistema financiero.

¹²⁸ Las tasas de interés que se mencionan en esta subsección se refieren a tasas nominales anuales (TNAs).

¹²⁹ Comunicación “A” 5640.



cobertura de garantía de los depósitos, por titular, desde \$120.000 a \$350.000¹³⁰.

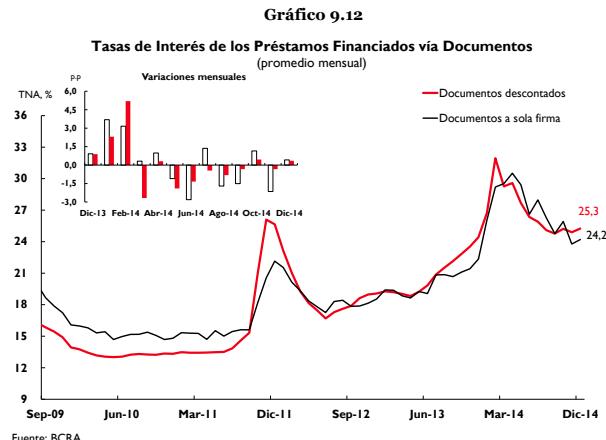
Por su parte, en el segundo semestre del año las tasas de interés de las Letras que coloca el BCRA en el mercado primario se mantuvieron estables en los plazos más cortos mientras que en los estratos más largos mostraron incrementos, por lo que se empinó la curva de rendimientos. Así, las tasas de interés de las LEBAC colocadas a tasa predeterminada –a plazos de 100 días y 120 días– se mantuvieron en 26,9% y 27,7%, respectivamente; mientras que la tasa de interés de la especie adjudicada con mayor madurez, a 360 días de plazo, se situó en 29,3%, mostrando un aumento de 1 p.p. respecto a junio y de 11,5 p.p. en el año (ver Gráfico 9.9).

No obstante, hacia principios del 2015, en un contexto de estabilidad cambiaria y holgados niveles de liquidez del sistema financiero, el BCRA redujo levemente las tasas de interés de las LEBAC. La disminución fue de entre 0,2 p.p. y 0,6 p.p. en las especies de menor plazo que se colocan a una tasa de corte predeterminada, mientras que la reducción fue de 0,3 p.p. en la especie adjudicada con mayor madurez.

La trayectoria de las tasas de interés de las operaciones de los mercados interfinancieros reflejó tanto las condiciones de liquidez del mercado como el impacto de los nuevos niveles de las tasas de interés de pasos del BCRA. Mientras que en el tercer trimestre las tasas de interés disminuyeron, a partir de los elevados niveles que habían alcanzado en junio –período en el que aumentan las necesidades de liquidez por los vencimientos impositivos y el pago del medio salario anual complementario–, en el cuarto trimestre aumentaron, siguiendo los cambios dispuestos por el BCRA en el mercado de pasos. La tasa de interés promedio del mercado no garantizado (call) se ubicó en diciembre en 21,7%, incrementándose 8,7 p.p. respecto a la registrada a fines del tercer trimestre y 2,1 p.p. por encima de la correspondiente a 12 meses atrás. Un comportamiento similar exhibió la tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil entre entidades financieras en la rueda REPO, que finalizó el año en 22,1%, nivel 9,4 p.p. mayor que el promedio de septiembre y 2,9 p.p. por encima del de diciembre de 2013 (ver Gráfico 9.10).

También pueden identificarse dos etapas para la evolución de las tasas de interés pasivas pagadas a las familias durante el segundo semestre. En la pri-

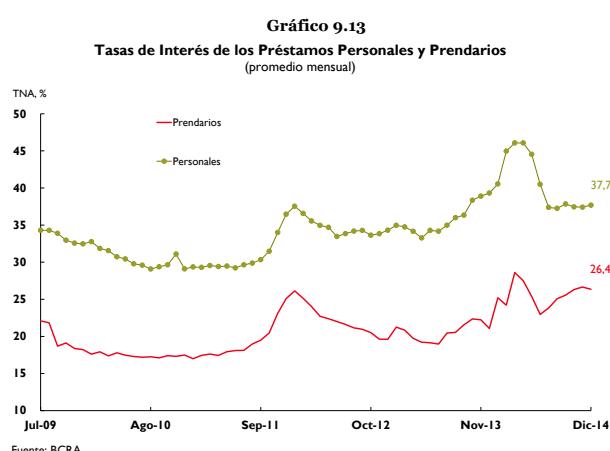
¹³⁰ Comunicaciones “A” 5641 y “A” 5651.



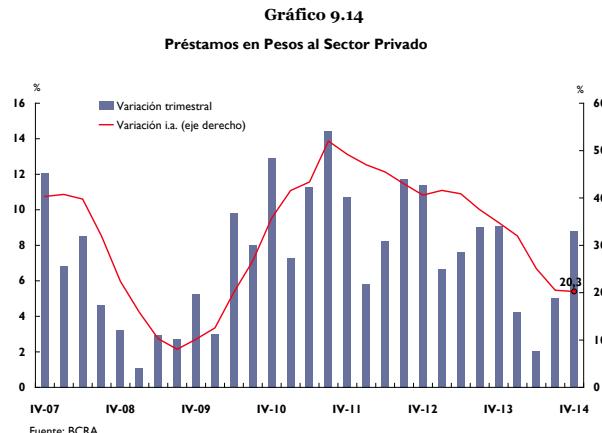
mera de ellas, el crecimiento de los depósitos por encima del de los préstamos generó condiciones de liquidez bancaria propicias para una reducción de las tasas de interés, mientras que en la segunda las entidades financieras se adecuaron a los mínimos dispuestos por el BCRA para los depósitos de personas físicas. Concretamente, la tasa de interés aplicada por los bancos privados al segmento de depósitos minoristas (hasta \$100 mil y hasta 35 días de plazo) promedió 18,4% en septiembre, 1,6 p.p. por debajo de la registrada en junio. Posteriormente aumentó casi 5 p.p., para finalizar diciembre en 23,2%. Así, en el año completó un aumento de 6,7 p.p. (ver Gráfico 9.2).

En cambio, en el segmento mayorista, la BADLAR de bancos privados sostuvo una tendencia descendente en el tercer trimestre, y se mantuvo relativamente estable en los últimos tres meses de 2014. Así, promedió diciembre 20%, 3 p.p. por debajo de su nivel en junio y prácticamente en el mismo valor que presentó en diciembre de 2013.

Por otra parte, la mayoría de las tasas de interés activas aplicadas sobre los préstamos en pesos al sector privado mostraron un descenso en el último semestre del año. Sus comportamientos fueron heterogéneos a lo largo de este período, afectadas por factores puntuales asociados a las distintos tipos de crédito.



Entre las líneas comerciales, la tasa de interés de los adelantos en cuenta corriente se ubicó en 30,9% en diciembre, 1,3 p.p. por debajo de la observada en junio y 3,3 p.p. por encima de la registrada 12 meses atrás. Asimismo, dentro de los adelantos en cuenta corriente, la tasa de interés de aquellos destinados a empresas, por más de \$10 millones y hasta 7 días de plazo, finalizó el año en 24,3%, disminuyendo 1,7 p.p. en el semestre (ver Gráfico 9.11). Esto ocurrió pese a que en diciembre, como sucede en los períodos de mayor demanda de liquidez, aumentó, en línea con la dinámica de los mercados interfinancieros. Respecto a las tasas de interés aplicadas sobre las financiaciones instrumentadas mediante documentos, la correspondiente a los documentos a sola firma promedió en diciembre 24,2%, acumulando desde junio un descenso de 2,4 p.p., a pesar de lo cual finalizó el año 1,9 p.p. por encima del nivel de diciembre pasado. La tasa de interés aplicada al descuento de documentos retrocedió 1,1 p.p. en el semestre hasta situarse en 25,3%, manteniéndose cercana a los niveles observados 12 meses antes (+0,8 p.p.; ver Gráfico 9.12).

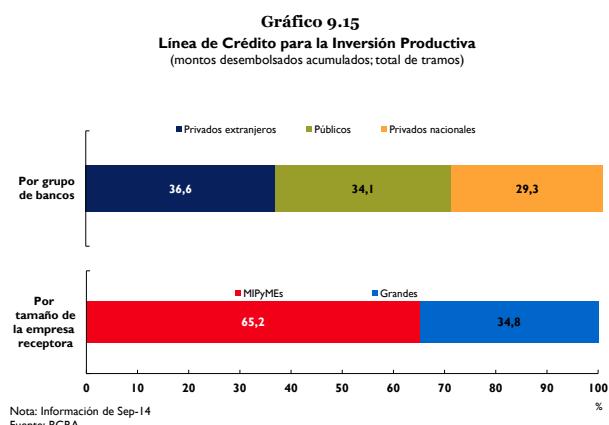


En tanto, tras la imposición de las tasas de interés máximas¹³¹ que estableció el Banco Central para los préstamos personales y prendarios a partir de junio, la tasa de interés aplicada sobre los préstamos personales registró una fuerte reducción en junio y julio, para mantenerse relativamente estable a lo largo del segundo semestre, en línea con la evolución de la tasa de interés de referencia, las tasas de las LEBAC a 90 días. En el caso de los préstamos personales, la tasa de interés máxima vigente en diciembre fue de 38,9% para las entidades del grupo I y de 48,3% para las del grupo II. Mientras que en el caso de los prendarios, dichas tasas se ubicaron en 33,6% y 37,6%, respectivamente. La tasa de interés promedio ponderada de los préstamos personales se ubicó al cierre del año en 37,7%, acumulando un descenso de casi 7 p.p. respecto a mayo –mes previo a la entrada en vigencia de la normativa de tasas de interés máximas– y de 1,6 p.p. respecto a diciembre de 2013. En tanto, la tasa de interés de los préstamos prendarios finalizó el año en 26,4%, incrementándose 1 p.p. desde mayo y 5,3 p.p. desde fines de 2013, aunque permaneciendo muy por debajo de los máximos establecidos (Gráfico 9.13). Cabe destacar que la vigencia de tasas máximas tuvo lugar junto con un incremento de los montos prestados en los segmentos más relevantes del mercado (ver Subsección 9.4).

9.4 Políticas de financiamiento productivo y crédito al sector privado¹³²

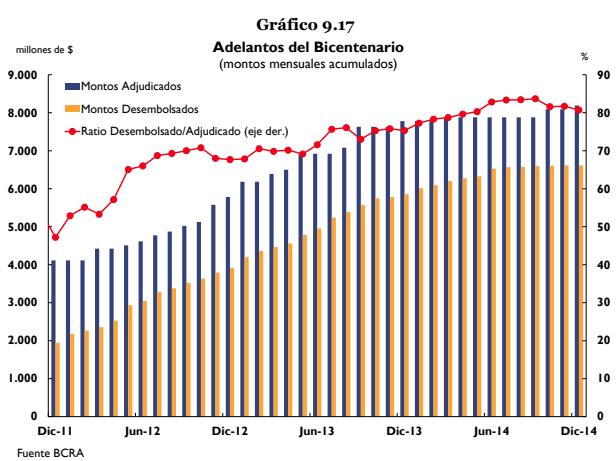
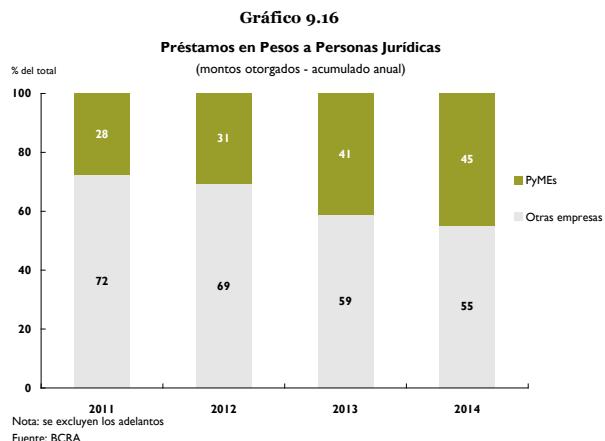
Los préstamos en pesos al sector privado finalizaron el año con un crecimiento del orden del 20%. En la segunda parte del período mostraron un mayor dinamismo que en la primera; ello obedeció principalmente al comportamiento de las financiaciones instrumentadas mediante documentos y los préstamos orientados al consumo. En particular, en el último trimestre registraron un aumento de 8,8%, que resultó similar al de igual período de 2013 y permitió estabilizar la tasa de crecimiento interanual (ver Gráfico 9.14).

Las políticas dirigidas a promover el crédito al sector productivo contribuyeron al crecimiento de los préstamos. De acuerdo a datos preliminares, e incluyendo información parcial del quinto tramo de la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP), correspondiente al segundo semestre de 2014, desde el momento del lanzamiento de dicha línea y hasta no



¹³¹ La tasa máxima se calcula en base al producto de la tasa de interés de referencia (promedio de las tasas de corte de las LEBAC, de plazo inferior a los 90 días, del segundo mes inmediato anterior al del desembolso del crédito) por un coeficiente que depende del tipo de financiación y entidad de la que se trate.

¹³² 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.



viembre de 2014 se habrían acordado préstamos por aproximadamente \$106.000 millones, que mayoritariamente habrían sido asignados a Micro, Medianas y Pequeñas Empresas (MiPyMEs; ver Gráfico 9.15).

El impacto positivo de la LCIP se reflejó en la creciente participación de las financiaciones otorgadas a MiPyMEs dentro de los préstamos a empresas. Al considerar el flujo de nuevos préstamos en pesos otorgados a las personas jurídicas, se comprueba que las empresas de menor tamaño relativo recibieron el 45% de los fondos en 2014, frente al 28% en 2011 (ver Gráfico 9.16).

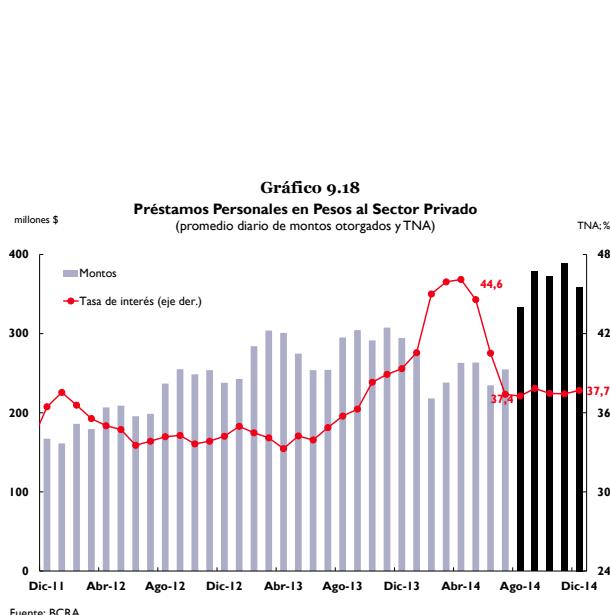
Debido al éxito de la LCIP, el Banco Central decidió extenderla durante el primer semestre de 2015¹³³. En este tramo, las entidades financieras alcanzadas por la norma destinarán a esta línea, como mínimo, un monto equivalente al 6,5% de los depósitos en pesos del sector privado no financiero de noviembre de 2014¹³⁴. El nuevo cupo de colocación, que ascenderá a aproximadamente \$37.400 millones, deberá ser asignado en su totalidad al financiamiento de las MiPyMEs, a una tasa máxima de 19% y a un plazo mínimo de 36 meses. Además, se implementará un mecanismo especial orientado tanto a privilegiar el financiamiento a las empresas de menor tamaño dentro de las MiPyMEs como a promover la regionalización del crédito, de modo que, con mayores incentivos, la financiación pueda llegar a las zonas con menor desarrollo económico. También, en esta ocasión se estableció la posibilidad de destinar hasta el 20% del cupo al financiamiento de capital de trabajo asociado a proyectos de inversión.

De manera complementaria, continuando con las políticas de estímulo al crédito al sector productivo, en el segundo semestre del año se realizaron dos licitaciones en el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB), a través de las cuales se adjudicaron \$311 millones. Así, el total de recursos adjudicados desde el comienzo del PFPB, a mediados de 2010, ascendió a \$8.191 millones, habiéndose desembolsado alrededor del 80% de los fondos (ver Gráfico 9.17).

Como se mencionó, las medidas orientadas a promover el crédito en condiciones más favorables para las familias, redundaron en un mejor desempeño de los préstamos personales. En efecto, comenzó a observarse un marcado incremento en los volúmenes

¹³³ Comunicación “A” 5681.

¹³⁴ Durante 2014, el cupo de colocación fue equivalente al 5% de los depósitos en el primer semestre y al 5,5% en el segundo semestre.



operados a partir de julio, luego de que se establecieran límites máximos a las tasas de interés de este tipo de préstamos, lo que llevó a una fuerte reducción en el costo del financiamiento (ver Gráfico 9.18).

En tanto, los préstamos al sector privado en moneda extranjera comenzaron a mostrar un descenso a partir de agosto, revirtiendo la tendencia ascendente iniciada en abril. De esta manera, en el último semestre del año acumularon una disminución de 20% (US\$690 millones) y una caída de 10% i.a.

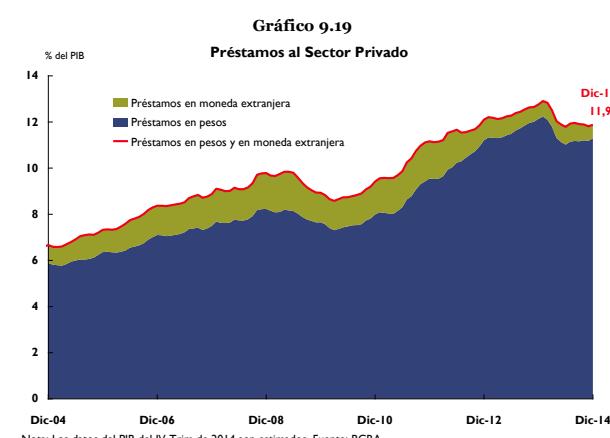
De esta manera, considerando el segmento en pesos y en moneda extranjera, el total de préstamos al sector privado presentó un crecimiento de 20,3% en 2014, con un *ratio* respecto al PIB cercano a 12%, acumulando un aumento de casi 3 p.p. desde la recuperación iniciada a principios de 2010¹³⁵ (ver Gráfico 9.19).

9.5 Reservas internacionales y mercado cambiario

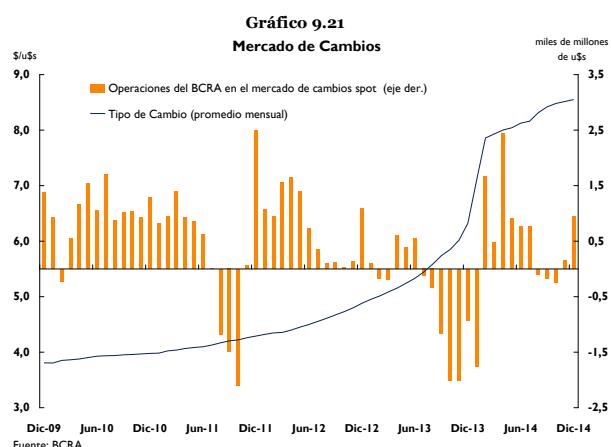
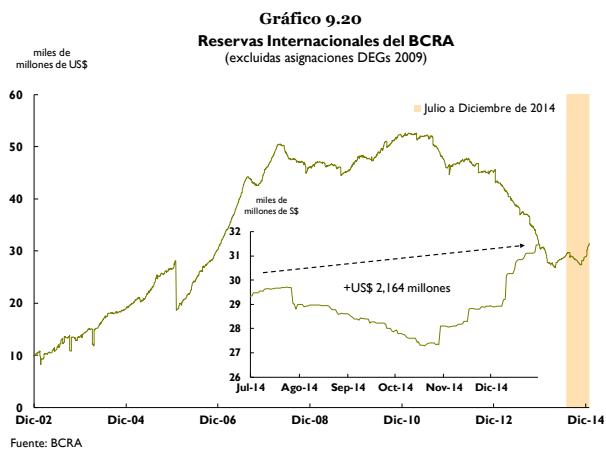
Las reservas internacionales totalizaron US\$31.443 millones a fin de diciembre, lo que representó un aumento de US\$2.164 millones en el segundo semestre y de US\$843 millones en el año (ver Gráfico 9.20). El principal factor de variación de las reservas internacionales fueron las compras de divisas por parte del Banco Central en el mercado de cambios (US\$1.350 millones en el segundo semestre y US\$5.860 millones en el total de 2014; ver Gráfico 9.20).

Cabe mencionar que, dentro de su política de flotación administrada y con el objetivo de mantener la estabilidad del mercado cambiario, mediante la Comunicación “A” 5627 el Banco Central dispuso que a partir de septiembre la Posición Global Neta de moneda extranjera de las entidades financieras no puede superar el 20% (frente al 30% vigente hasta agosto) de la Responsabilidad Patrimonial Computable o los recursos propios líquidos, lo que fuere menor.

Adicionalmente, a fines de octubre el Banco Central relanzó las LEBAC en pesos liquidables al tipo de cambio de referencia. Si bien las letras continúan siendo suscriptas por exportadores del sector cerealero y aceitero que hayan liquidado por el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) moneda extranjera por el equivalente en dólares del monto a suscribir, en esta oportunidad se añadió la posibi-



¹³⁵ 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.



lidad de suscribir los títulos en el caso de liquidar en el MULC ingresos por anticipos y prefinanciaciones de exportación adicionales a los previstos para su operatoria normal¹³⁶.

Cabe también señalar que la supervisión integral y coordinada con el resto de los organismos públicos ha permitido dar mayor transparencia al mercado cambiario. Estas acciones, iniciadas en octubre de 2014, junto con la mejora en la remuneración de los pequeños ahorristas y otras medidas regulatorias del sistema financiero, acotaron la volatilidad y aportaron positivamente a la estabilización de las expectativas cambiarias.

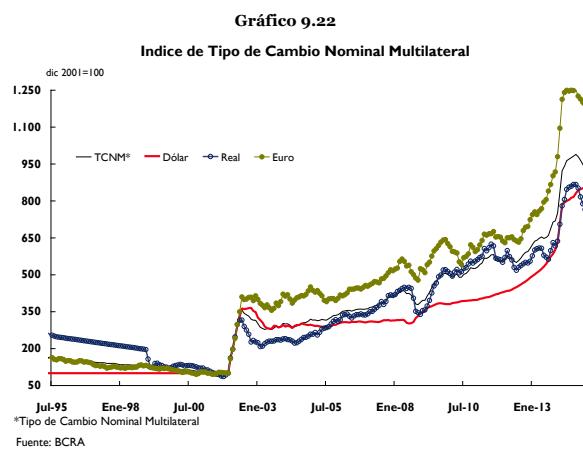
Además, a partir de octubre se activó el acuerdo de *swap* de monedas locales con el Banco Central de la República Popular de China. En el marco de este acuerdo, el BCRA puede solicitar intercambios, por hasta un máximo cercano a US\$11.000 millones, lo que representa un respaldo para implementar su política financiera, cambiaria y monetaria, en cumplimiento de los mandatos de la Carta Orgánica.

A principios de febrero de 2015, el Banco Central resolvió ajustar a 80 puntos básicos el margen máximo a ser percibido por las entidades financieras que suscriban LEBAC en dólares¹³⁷, con la finalidad de que éstas trasladen a sus clientes la mayor parte del rendimiento de tales instrumentos. Esta decisión, se traducirá en un estímulo para que los depositantes mantengan sus ahorros en dólares dentro del sistema financiero. A la vez, a los efectos de incentivar la colocación de nuevos depósitos a plazo fijo en dólares en las entidades financieras, se establece un nuevo segmento de LEBAC en dólares, las que podrán ser suscriptas sólo por entidades que capten nuevos plazos fijos del sector privado (en tanto y en cuanto impliquen un aumento de los depósitos totales del sector privado). Para este nuevo segmento de LEBAC en dólares el *spread* máximo de las entidades será de 130 puntos básicos.

Durante el segundo semestre del año el peso continuó depreciándose respecto al dólar estadounidense, aunque a un ritmo mucho menor de lo observado en el primer semestre del año (ver Gráfico 9.21). De esta manera la cotización promedio de diciembre de 2014 fue de \$8,55/US\$, 5,2% mayor a la de junio y 35,3% respecto a la del año anterior. En tanto, en un contexto de depreciación de las monedas de sus principales socios comerciales, el peso se apreció

¹³⁶ Comunicación “A” 5655.

¹³⁷ Comunicación “A” 5711.



respecto a éstas en el semestre bajo análisis. De esta manera, se observó que el Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral se redujo en diciembre 4,6% respecto a junio y se incrementó 24% en el año (ver Gráfico 9.22). En particular, las cotizaciones para el último mes del año del Real y del Euro fueron de \$3,24/Real y de \$10,54/€ respectivamente.

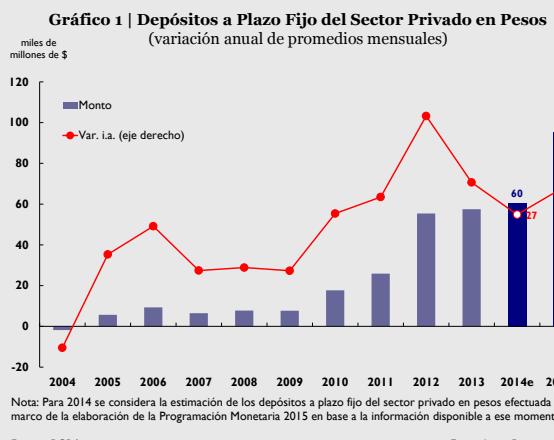
En los meses bajo análisis continuaron efectuándose operaciones en los mercados de futuros del tipo de cambio peso / dólar estadounidense. En el semestre, el monto promedio negociado diariamente en el mercado a futuro (ROFEX) fue cercano a \$2.300 millones. A su vez, la depreciación esperada para los próximos meses, implícita en los valores de los contratos, se redujo a lo largo del semestre.

Apartado 5 / Objetivos y planes del Banco Central para 2015

De acuerdo a lo establecido en el artículo tercero de su Carta Orgánica, el Banco Central 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. En su artículo 42 establece que el Banco Central deberá publicar, antes del inicio de cada ejercicio anual, sus objetivos y planes respecto del desarrollo de las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria¹³⁸.

Para 2015, el Banco Central continuará administrando las condiciones de liquidez de acuerdo con las necesidades de la economía, incluyendo el adecuado funcionamiento del sistema de pagos y el fomento del ahorro en pesos por parte del público. Para ello, empleará los diversos instrumentos disponibles, entre los que se cuentan las operaciones con Letras del Banco Central, la concertación de pasos y/o la modificación de los encajes u otras regulaciones que sean pertinentes dentro de las facultades normativas vigentes. Se prestará particular atención a incentivar la participación de los pequeños ahorristas en el segmento en pesos del sistema financiero local.

Para elaborar los Objetivos y Planes, se trabajó con un escenario consistente con el del Presupuesto Nacional 2015. Acompañando el aumento previsto de la actividad económica, se espera que el rango de crecimiento de los medios de pago privados (M2 Privado) se ubique entre 24,1% y 29,1%.



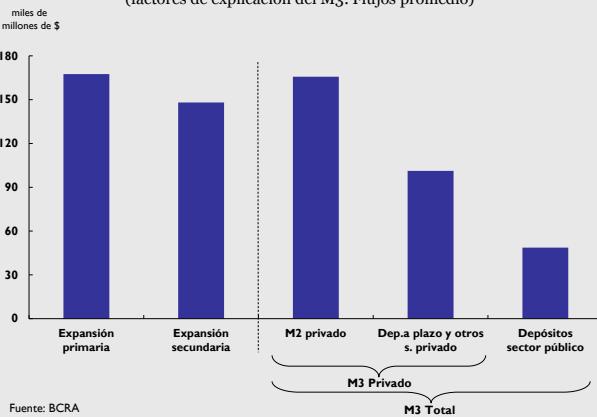
¹³⁸ Ver documento completo de Objetivos y planes 2015 en http://www.bcra.gov.ar/pdfs/polmon/ObjetivosBCRA_2015.pdf

Asimismo, el agregado monetario más amplio en pesos del sector privado (M3 Privado) presentaría una variación interanual en torno al 29%, impulsado por el dinamismo de los depósitos a plazo (ver Gráfico 1).

Dentro de los determinantes de oferta de dinero, gracias a las políticas en marcha, los préstamos al sector privado en pesos seguirán siendo un importante factor explicativo de la expansión monetaria. El aumento estaría impulsado por el financiamiento destinado a la actividad productiva, especialmente a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs), que continuarían ganando espacio dentro del total del crédito al sector privado.

Contribuirán también a la expansión monetaria las operaciones del sector público previstas en la Ley de Presupuesto de 2015 (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Programa Monetario 2015
(factores de explicación del M3. Flujos promedio)



En materia de política cambiaria, se mantendrá el régimen de flotación administrada del tipo de cambio. Esta política, junto a un bajo grado de dollarización del sistema financiero y niveles reducidos de endeudamiento externo, otorga la flexibilidad necesaria para aminorar el impacto de *shocks* de diversa naturaleza que tienen efectos adversos en términos monetarios, financieros y de actividad económica.

En este marco, se espera que durante 2015 las actividades comerciales y financieras con residentes del exterior permitan obtener divisas suficientes para finalizar el año con un saldo de reservas internacionales similar al del cierre de 2014.

Durante 2015, el Banco Central continuará promoviendo la estabilidad financiera. Para ello, la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC) del Banco Central continuará con las ta-

reas de supervisión de bancos, compañías financieras, casas y corredores de cambio con el objetivo de asegurar el cumplimiento acabado de las normas y regulaciones financieras y cambiarias.

Asimismo, se continuará con la supervisión integral y coordinada con el resto de los organismos públicos que ha permitido dar mayor transparencia al mercado cambiario. En este sentido, se seguirá reforzando el esquema de fiscalización de las personas físicas y jurídicas que operen en cambios con vistas a prevenir y sancionar los ilícitos en el marco de las competencias que le asigna el régimen penal cambiario.

Además, se continuarán implementando los cambios regulatorios consensuados en el marco del G20, el Foro de Estabilidad Financiera y el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, contemplando las características específicas de nuestro sistema financiero. En particular, tal como se preveía, se avanzó en la implementación del coeficiente de cobertura de liquidez¹³⁹, al tiempo que se trabajará en el diseño local del coeficiente de apalancamiento y se terminará de calibrar la metodología para identificar las entidades financieras sistemáticamente importantes a nivel local (determinando la exigencia de capital adicional a aplicar), promoviendo así a una mayor fortaleza del sistema financiero¹⁴⁰.

Por su parte, se continuarán impulsando medidas tendientes a lograr un mayor grado de seguridad, agilidad, eficiencia y bancarización de las operaciones del Sistema de Pagos, en función del avance realizado en la autoevaluación del grado de cumplimiento de los principios internacionales definidos por el Comité de Pagos y Sistemas de Liquidación del Banco Internacional de Pagos (BIS).

Sobre la base de las condiciones actuales del sistema financiero –exposiciones acotadas a los riesgos asumidos y adecuados márgenes de cobertura–, se seguirá impulsando la profundización y federalización de la intermediación financiera, propiciando una mayor interrelación con el mercado de capitales y el sector productivo de la economía.

Durante 2015, el Banco Central promoverá el acceso universal a los servicios financieros y la protección de los usuarios de esos servicios. Además a través de programas de educación financiera se buscará generar conciencia en la población sobre la importancia de la bancarización. Asimismo, a través de su servicio de Protección al Usuario de Servicios Financieros, se brindará información sobre derechos al consumidor, asesorará sobre productos y servicios bancarios y recibirá denuncias.

El Banco Central, a través de su política de crédito, contribuirá a vigorizar la inversión, fortalecer el mercado interno y estimular el comercio exterior. En este sentido, profundizará sus políticas de promoción del financiamiento productivo a mediano y largo plazo, con foco en las MiPyMes, aumentando el volumen y reduciendo el costo del crédito para las mismas. En este marco, se decidió extender la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP) durante el primer semestre de 2015 (ver Subsección 9.4).

Con estas políticas, el Banco Central continuará alentando la profundización del crédito a familias y empresas, fomentando la creación de nuevos productos financieros que presenten menores costos para los clientes. Por su parte, una mayor complementariedad con el mercado de capitales expandirá las fuentes de recursos financieros a disposición de los potenciales tomadores de créditos –en condiciones más ventajosas–, consolidando así los esfuerzos realizados para canalizar créditos a las empresas en el marco de la LCIP.

¹³⁹ Relación técnica que procura asegurar que las entidades financieras cuenten con suficientes activos líquidos de alta calidad y de libre disponibilidad para superar un episodio de estrés significativo –contemplando factores de riesgo idiosincrásicos y sistemáticos– durante treinta días corridos. A la fecha de elaboración del presente documento, en línea con los objetivos y planes trazados para 2015, el Banco Central estableció estos requisitos. Ver Comunicación “A” 5693 del 8 de enero.

¹⁴⁰ A la fecha de elaboración del presente documento, el Banco Central estableció una exigencia adicional para entidades financieras de importancia sistemática local. Ver Comunicación “A” 5694 del 8 de enero.

Glosario de Abreviaturas y Siglas

€: Euro	CEDIN: Certificados de Depósitos para la Inversión
ABS: Asset-backed security (bonos respaldados por activos)	CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia
Acum.: Acumulado	CFI: Coparticipación Federal de Impuestos
ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina	CGI: Cuenta de Generación del Ingreso
AFCP: Asociación de Fabricantes de Cemento Portland	CIADI: Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones
AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos	CNARG2004: Revisión Metodológica de las Cuentas Nacionales
AIP: Aglomerados del Interior del País	CNV: Comisión Nacional de Valores
ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social	Contrib.: Contribución
ART: aseguradora de riesgos de trabajo	COU: Cuadro de Oferta y Utilización
AT: Adelantos Transitorios	CSRC: Comisión de Regulación de los Mercados de China (por sus siglas en inglés)
ATN: Aportes del Tesoro Nacional	DEG: Derecho Especial de Giro
AUH: Asignación Universal por Hijo para Protección Social	DGA: Dirección General de Aduanas
AySA: Sociedad Agua y Saneamientos Argentinos Sociedad Anónima	DPN: Deuda Pública Nacional
BADLAR: Buenos Aires <i>Deposits of Large Amount Rate</i> (tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos en el tramo de 30 a 35 días por el promedio de entidades bancarias)	e: Estimado
BCB: Banco Central de Brasil	EE.UU.: Estados Unidos
BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires	EIA: Oficina de Información de Energía de los Estados Unidos
BCE: Banco Central Europeo	EMBI+: <i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
BCRA: Banco Central de la República Argentina	EMEA: Europa emergente, medio oriente y África
b.e.p.: barriles equivalentes de petróleo	EMI: Estimador Mensual Industrial
BIS: <i>Bank for International Settlements</i> (Banco de Pagos Internacionales)	ENARSA: Empresa Energía Argentina S.A.
BoC: Banco de Canadá, por sus siglas en inglés	EPH: Encuesta Permanente de Hogares
BoE: <i>Bank of England</i> (Banco de Inglaterra)	ETFs: <i>Exchanged Traded Funds</i> (fondos negociables)
BoJ: Banco de Japón (por sus siglas en inglés)	excl.: Excluyendo
Bonar: Bono de la Nación Argentina	FBC: Formación bruta de capital
BRIC: Brasil, Rusia, India y China	Fed: Reserva Federal de los Estados Unidos
CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires	FFS: Fondo Federal Solidario
Call: Tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil del mercado interfinanciero no garantizado	FGS: Fondo de Garantía de Sustentabilidad
CBPP3: <i>Covered Bonds Purchase Programme</i> (títulos de deuda del ECB que tienen el respaldo de activos financieros)	FMI: Fondo Monetario Internacional
CBR: Banco Central de Rusia (por sus siglas en inglés)	FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto
CCBCRA: Cuenta Corriente del Banco Central de la República Argentina	FONDEAR: Fondo de desarrollo económico argentino
	FONDOI: Fondo de desarrollo con organismos internacionales
	G-7: Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Canadá
	G20: Grupo de los 20
	GBA: Gran Buenos Aires
	GNC: Gas natural comprimido
	i.a.: Interanual
	IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales
	ICA: Intercambio Comercial Argentino

ICC: Índice del Costo de la Construcción	MIPyMEx: Micro, Pequeñas y Medianas Empresas
ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias	MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario
IEA: Agencia Internacional de Energía (por sus siglas en inglés)	MOI: Manufacturas de Origen Industrial
IED: Inversión Extranjera Directa	MRO: <i>Main Refinancing Operations</i>
INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos	MSCI: <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>
INSJyP: Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados	MULC: Mercado único libre de cambios
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	Mwh: megavatio-hora
IPC Nacional: Índice de Precios al Consumidor Nacional	NAHB: <i>National Association of Home Builders</i> (Asociación Nacional de Constructores de Viviendas)
IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)	NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)
IPCNu: Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano	OEDE: Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial
IPI: Índice de Precios Implícitos	OFJ: Orlando J. Ferreres & Asociados S.A.
IPIB: Índice de Precios Internos Básicos	ON: Obligaciones Negociables
IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor	OPEP: Países Exportadores de Petróleo
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	ORT: <i>Overnight Rate Target</i>
IPP: Índice de Precios al Productor	p.b.: Puntos básicos
IRI: índice de riqueza inclusiva	p.p.: Puntos porcentuales
ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción	p: Proyectado
ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos	PAMI: Obra Social para Jubilados y Pensionados
IVA DGA: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas	PBoC: Banco Popular de China
IVA DGI: Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos	PEA: Población Económicamente Activa
IVA: Impuesto al Valor Agregado	PF: Plazo Fijo
kg: Kilogramo.	PFPB: Programa de Financiamiento del Bicentenario
LCIP: Línea de Créditos para la Inversión Productiva	PGN: Posición Global Neta
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)	PIB: Producto Interno Bruto
LTRO: Long Term Refinancing Operation	PMI: <i>Purchasing Managers' Index</i>
MAE: Mercado Abierto Electrónico	PP: Productos primarios
M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	PRO.CRE.AR: Programa de Crédito Argentino
M3*: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$	PRO.GRE.SAR: Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina
M3: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$	PRO.CRE.AUTO: Plan oficial para financiar la compra de vehículos
MAGyP: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca	Prom. móv.: Promedio móvil
Mb/d: Millones de barriles por día	Prom.: Promedio
Mercosur: Mercado Común del Sur	Prov.: Provincia
MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires	PyMEx: Pequeñas y Medianas Empresas
mill.: Millones	QE: <i>Quantitative easing</i> (compra de títulos públicos y privados)
Min.: Mínimo	R\$: <i>Real</i>
	REPO: <i>Repurchase Agreement</i> (Operación de Recompra)
	Res: Resolución
	RMB: Renminbi
	ROFEX: Mercado a Término de Rosario
	RPC: Responsabilidad Patrimonial Computable

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)

SIPA: Sistema Integrado Previsional Argentino

SMVM: Salario mínimo vital y móvil

SPNF: Sector Público Nacional no Financiero

TCNM: Tipo de Cambio Nominal Multilateral

tn.: Tonelada

TN: Tesoro Nacional

TNA: Tasa Nominal Anual

TLTROs: *Targeted long-term refinancing operations* (operaciones de refinanciación a largo plazo)

Treasuries: Bonos del tesoro de Estados Unidos

Trim.: Trimestral / Trimestre

UCI: Utilización de la capacidad instalada

UE: Unión Europea

UOCRA: Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina

UOM: Unión obrero metalúrgica

US\$: Dólares Americanos

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

UTEDyC: Unión de Trabajadores de Entidades Deportivas y Civiles

Var.: Variación

VN: Valor nominal

VNO: Valor Nominal original

Vol.: Volumen

WTI: *West Texas Intermediate*

YPF SA: Yacimientos Petrolíferos Fiscales Sociedad Anónima