

# Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Abril de 2013



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

## Abril de 2013



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe Macroeconómico y de Política Monetaria**  
**Abril de 2013**

ISSN 2313-9498  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Abril de 2013

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

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

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

## Prefacio

*La reforma de la Carta Orgánica del BCRA ha generado un cambio trascendente en la configuración institucional de la política económica en la Argentina. Partiendo de un banco central que estaba concebido con un rol e instrumentos mínimos y sin la adecuada coordinación con el resto de las políticas económicas se pasa a un banco central con objetivos más abarcativos, un conjunto de instrumentos más amplio y un accionar coordinado con el resto de la política económica.*

*La nueva 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 nuevo mandato y la mayor amplitud de los instrumentos con los que hoy cuenta el BCRA se ha considerado oportuno perfeccionar la comunicación institucional a través del nuevo **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria**.*

*El Informe está organizado secuencialmente. En el primer capítulo se brinda un marco conceptual a través de la **Visión Institucional** que transmite la opinión del Banco Central sobre la coyuntura así como sus principales decisiones de política económica. Sobre esta base se estudian los eventos y tendencias más importantes en la economía internacional para determinar posibles impactos en nuestro país. Con el fin de tener una comprensión más adecuada tanto de la dinámica coyuntural como de las tendencias estructurales de la economía nacional se divide su análisis en distintos capítulos que son: la actividad económica, el sector externo, las condiciones socio-económicas con particular énfasis en la actividad laboral, los precios de la economía y la situación fiscal. Finalmente, se presenta un capítulo referido a los mercados monetarios y financieros donde se discuten especialmente las medidas de política que implementa la institución.*

# Contenido

## **Pág. 5 | 1 Visión Institucional**

### **Pág. 12 | 2 Contexto Internacional**

Pág. 33 | *Apartado 1 / Implicancias de la política fiscal sobre el crecimiento y el empleo en los países avanzados*

## **Pág. 36 | 3 Actividad Económica**

### **Pág. 46 | 4 Condiciones Socio-económicas**

Pág. 52 | *Apartado 2 / ¿Puede la desigualdad de ingresos generar una crisis financiera?*

## **Pág. 55 | 5 Sector Externo**

### **Pág. 62 | 6 Finanzas Públicas**

Pág. 71 | *Apartado 3 / La política de desendeudamiento público con el sector privado*

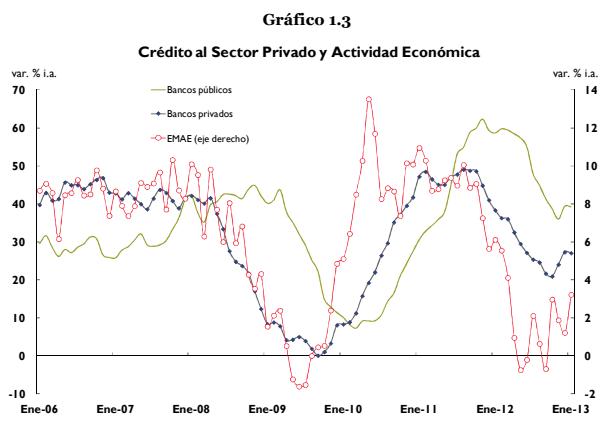
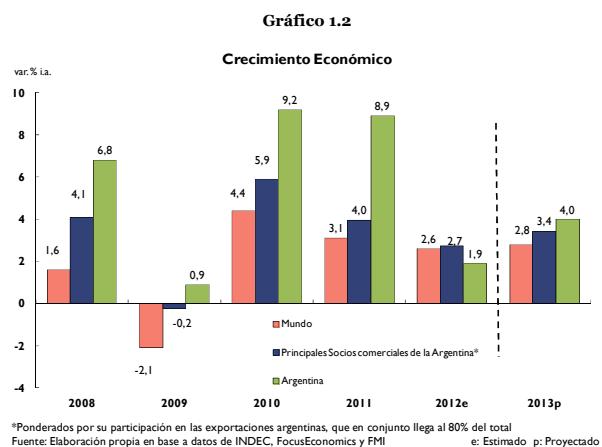
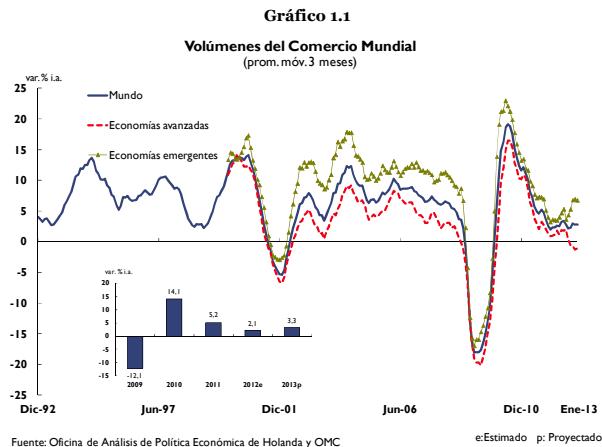
## **Pág. 75 | 7 Precios**

### **Pág. 84 | 8 Política Monetaria y Mercado de Activos**

Pág. 99 | *Apartado 4 / Línea de Créditos para la Inversión Productiva*

Pág. 103 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

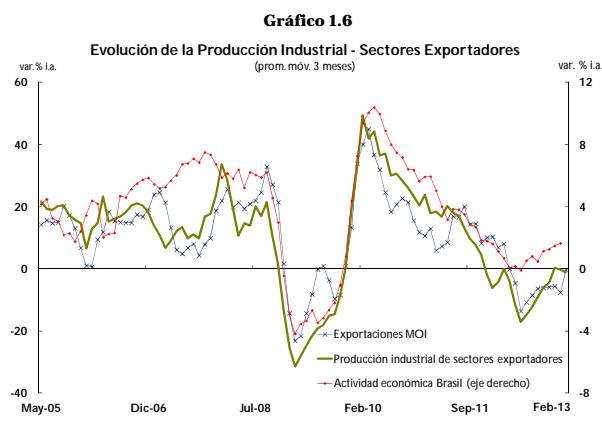
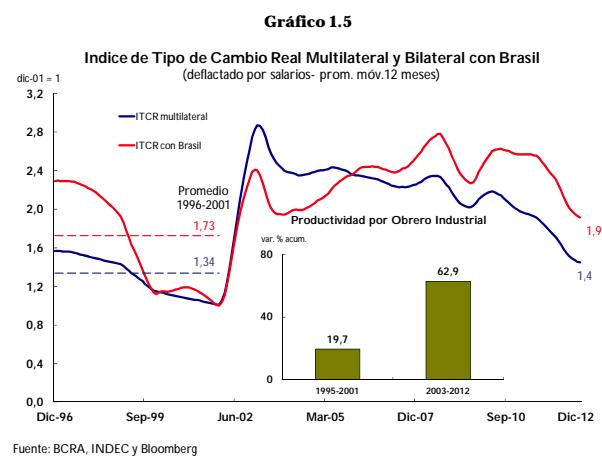
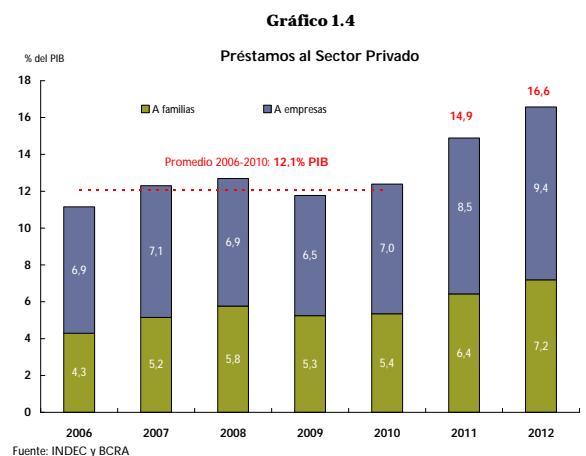
# 1 Visión Institucional



Desde el inicio de la crisis internacional, hace ya más de un quinquenio, el Gobierno Nacional ha desplegado un conjunto de políticas destinadas a paliar los efectos de la misma sobre la economía local. Estas políticas buscaron sostener la demanda interna y proteger el empleo y los ingresos de los sectores más postergados de la población. Esta orientación de las acciones desarrolladas se contrapone con lo acontecido en otros momentos de la historia nacional en los cuales, ante embates externos que impactan plenamente en la economía argentina, las políticas tomaban el camino de la “austeridad”. En los últimos años, la respuesta frente a la desaceleración del comercio exterior y al menor crecimiento relativo de nuestros socios estuvo dirigida a utilizar el margen de maniobra ganado para sostener el nivel de vida y alentar la producción y las inversiones productivas.

Para el Banco Central el rol anticíclico del crédito ha estado entre sus principales objetivos. En tal sentido se adecuaron las exigencias de liquidez de manera de favorecer las zonas del país menos desarrolladas y a las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs), al tiempo que se dispuso que los bancos de mayor envergadura orientaran parte de sus depósitos hacia la inversión productiva y, en especial, hacia las PyMEs. Estas políticas concretas permitieron que, en esta oportunidad, la evolución del crédito al sector privado, fundamentalmente a la inversión y al capital de trabajo, no acentuara el ciclo de desaceleración del crecimiento.

La política cambiaria acompañó este proceso por medio de intervenciones del BCRA en el mercado de cambios, en el marco de una estrategia de flotación administrada que busca morigerar las presiones cambiarias excesivas. De este modo, por ejemplo, en los últimos años se evitó una revaluación nominal de la moneda local, como ocurrió en muchos otros países emergentes orientados casi exclusivamente a cumplir una meta monetaria —en un contexto de aumento sostenido del precio de las *commodities* y elevada liquidez internacional—. Así, se logró mantener un tipo de cambio multilateral real respecto a los niveles salariales que continúa comparándose favorablemente con el de épocas pasadas. Datos objetivos como el resultado equilibrado de la Cuenta corriente del Balance de pagos indican que la paridad cambiaria sigue estando en un nivel adecuado con los objetivos de la política económica.

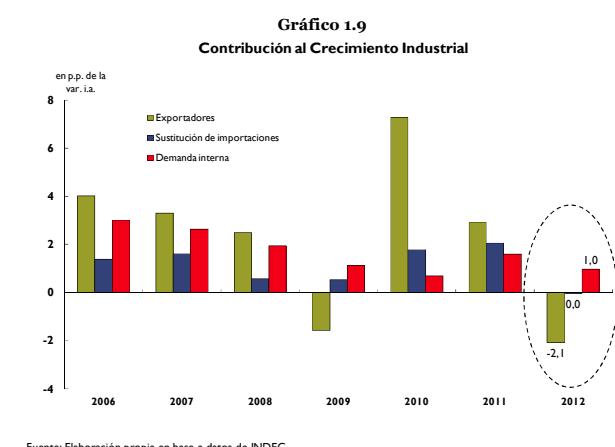
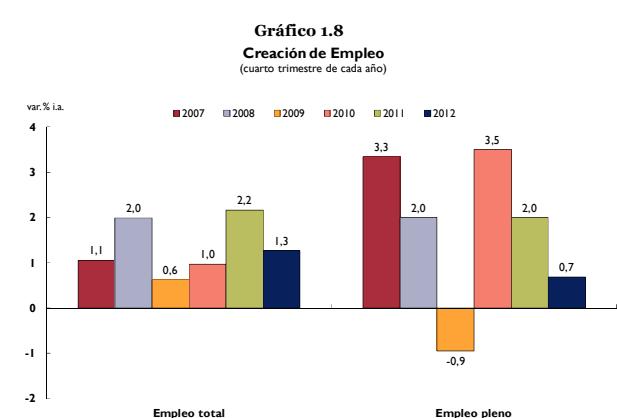
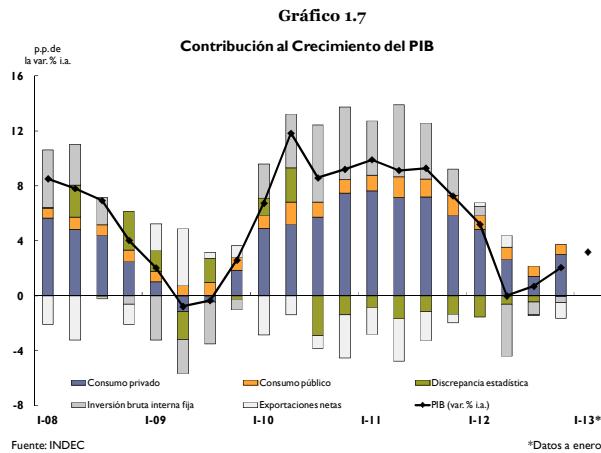


La experiencia de crisis anteriores y, más en general, el comportamiento cíclico secular del mercado financiero internacional —ya desde antes de la presente crisis— había conducido a nuestro país a adoptar una regulación prudencial del ingreso de capitales especulativos. Con este instrumental fue posible contener parte de las presiones apreciadoras provenientes de la abundante liquidez global. Desde el inicio de la crisis internacional otros países de la región fueron alternadamente utilizando herramientas que iban en este mismo sentido.

Esta crisis también puso de manifiesto la necesidad de avanzar en la eliminación de otros factores desestabilizadores de carácter estructural de la economía argentina: el endeudamiento con el exterior —que limitó la soberanía económica del país— y el desplazamiento del ahorro nacional hacia la formación de activos externos. Así, a partir de la renegociación de la deuda en cesación de pagos, la cancelación total de la deuda con el Fondo Monetario Internacional y, más recientemente, a través del uso de las reservas internacionales —constituidas exclusivamente por ingresos genuinos de divisas provenientes de un importante saldo comercial— se ha reducido notablemente el nivel de endeudamiento externo de la Argentina. Paralelamente, se reguló el atesoramiento en moneda extranjera, limitando el desvío de ahorro nacional hacia colocaciones en el exterior.

Las circunstancias en las que se desarrollaron estas acciones no fueron favorables. El desempeño económico del año 2012 estuvo condicionado por los efectos sobre el sector agropecuario —en sus exportaciones y su demanda sobre los otros sectores de la economía— de una de las sequías más grave en décadas. Además, durante el año pasado también se observó una desaceleración importante en el ritmo de crecimiento de algunas economías hacia las que se exportan productos manufacturados. Ambos factores contribuyeron a la caída de las ventas externas en términos reales de bienes y servicios en 2012 —que resultó de 6,6% interanual (i.a.)—, similar a la observada en 2009, año de gran turbulencia a causa de la crisis financiera internacional. Sin embargo, logró mantenerse el nivel de actividad económica (1,9%) y, sobre todo, la inversión continuó registrando niveles satisfactorios en relación con el Producto (23% en promedio anual).

Por su parte, el consumo privado presentó un comportamiento favorable en el año, con una expansión del 4,4% i.a. La solidez del mercado de trabajo —reflejada en los niveles de empleo y en la suba de los salarios— y el sostenimiento de las políticas de ingresos orientadas a los sectores vulnerables apuntalaron el consumo. En efecto, las mejoras de



las condiciones laborales logradas en el actual ciclo expansivo se mantuvieron a lo largo de 2012 cuando, aún partiendo de niveles elevados de empleo, se logró que los puestos de trabajo crecieran un 1,3%. Se intensificaron también las transferencias tendientes a mejorar la distribución del ingreso, destacándose el incremento registrado desde 2003 en la cantidad de beneficiarios de coberturas asistenciales.

La evolución de la demanda externa e interna tuvo como contracara un comportamiento heterogéneo entre los distintos segmentos de la oferta. Así, mientras que los sectores industriales orientados a la exportación evidenciaron una contracción en el año —particularmente asociada al ciclo económico brasileño— las ramas industriales abocadas a abastecer el mercado interno volvieron a expandirse. De la misma manera se comportaron los servicios, que crecieron en el año un 4,2%.

Estos factores externos negativos trajeron aparejada cierta turbulencia en el mercado cambiario que, por motivos varios, presenta en el caso argentino una alta complejidad. Los niveles de tipo de cambio adecuados para el funcionamiento real de la economía no siempre coinciden con los niveles que equilibrarían la demanda y la oferta de dólares como activo financiero.

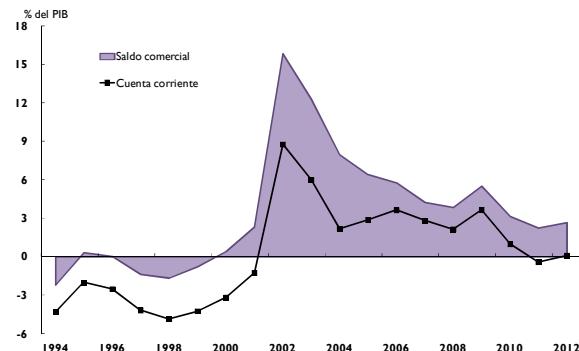
Ante eventos temporarios de menor afluencia de dólares comerciales por razones coyunturales, como ocurrió en 2012, en la Argentina se incrementa la demanda financiera de tipo precautoria y/o especulativa de divisas. Así, la brecha entre el tipo de cambio necesario para el funcionamiento normal de la economía y el que equilibraría la demanda causada por ese evento transitorio se amplía en forma notoria.

Ciertamente, la dinámica de los tipos de cambio está también influida por factores subjetivos que, en contraste con los fundamentales o elementos objetivos de la economía, se relacionan básicamente con la evolución de las expectativas acerca de cómo serán las cotizaciones futuras.

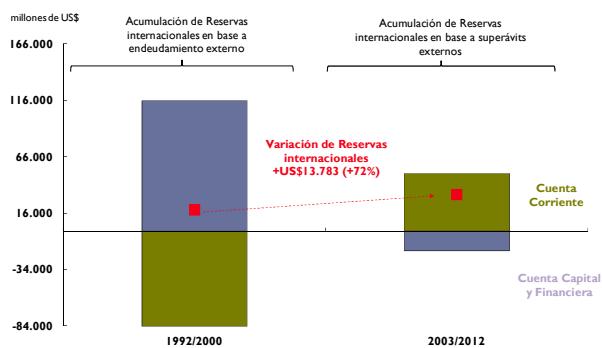
En la Argentina las expectativas cambiarias se guían ocasionalmente como si las devaluaciones bruscas de la moneda fuesen el desenlace natural e inequívoco de todo momento de incertidumbre. Esta creencia se asienta, en parte, en el aprendizaje de experiencias pasadas. Los eventos más disruptivos de nuestra historia económica se asociaron al estrangulamiento externo o crisis de la Balanza de pagos que implicaban importantes devaluaciones y cambios estructurales en la dinámica macroeconómica. Asimismo, siempre que una devaluación

Gráfico 1.10

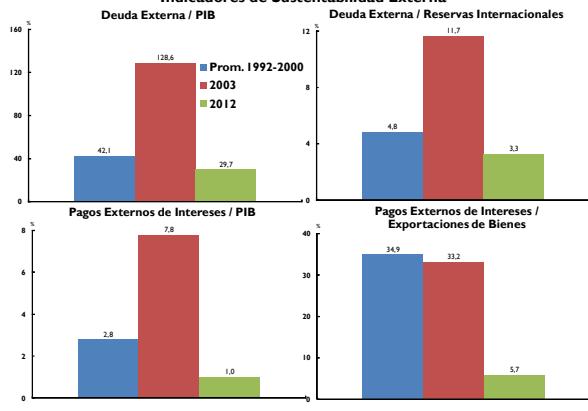
## Cuenta Corriente y Saldo Comercial



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Gráfico 1.11  
Balance de Pagos

Fuente: INDEC

Gráfico 1.12  
Indicadores de Sustentabilidad Externa

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

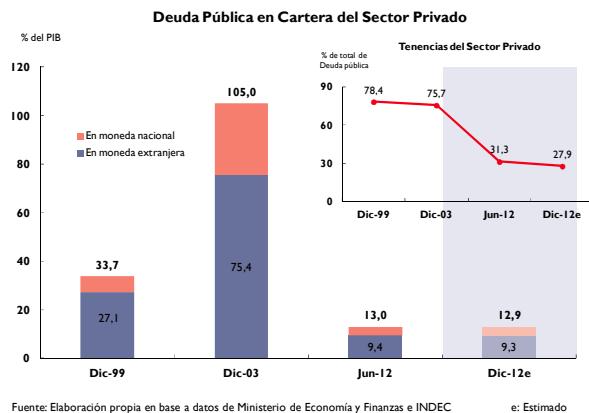
de magnitud tenía lugar, se verificaba una dramática redistribución del ingreso fuertemente regresiva, beneficiando a los sectores con mayor capacidad de ahorro en moneda extranjera. Estos episodios de estrangulamiento externo de la economía argentina encontraban sus orígenes en descalabros fiscales, en el sobrendendeudamiento externo tanto público como privado, en una enorme formación de activos externos netos y en un perfil productivo endeble, primarizado y excesivamente dependiente de las importaciones. Estos factores no están presentes en la actualidad.

Al analizar los resultados de la Cuenta corriente de la Balanza de pagos, se observa que la de Argentina es, dentro de América latina, una de las economías que ha logrado mantener saldos positivos o equilibrados (superávit promedio de 2,4% del PIB entre 2003 y 2012). Las cuentas externas de la Argentina y su comparación con otras economías de la región indican que nuestro país no enfrenta un desequilibrio fundamental que requiera correcciones abruptas de la paridad cambiaria. En otras economías latinoamericanas los niveles de déficit de Cuenta corriente alcanzan en la actualidad magnitudes del orden de 3 puntos del PIB.

Como fuera expresado previamente, otro elemento objetivo que habitualmente se considera para evaluar la vulnerabilidad externa de una economía es el nivel de endeudamiento. La relación de la deuda externa total (pública y privada) con respecto al Producto en la Argentina es, en la actualidad, del orden del 30%, lo que representa un valor muy bajo en cualquier comparación internacional. Por su parte, la deuda pública en moneda extranjera se redujo tras la salida de la convertibilidad de 106% a 24% del PIB, a la vez que se alargaron sustancialmente los plazos de pago. Fruto del proceso de desendeudamiento, a junio de 2012 sólo el equivalente al 9,4% del Producto de esta deuda estaba en manos privadas, obligaciones consideradas de mayor riesgo de refinanciación. En cuanto a los flujos futuros, los pagos de deuda pública en moneda extranjera, excluyendo los servicios correspondientes a tenencias de agencias del sector público, representarán sólo el 1,3% del Producto en 2013 y alcanzarían al 1,7% en 2014, contemplando para este último año el eventual pago del cupón PIB.

En la última década también se redujo sustancialmente el nivel de endeudamiento privado. La deuda externa del sector privado disminuyó en 52 puntos del PIB en este período, con un ratio a diciembre de 2012 del 14,7% del Producto. Cuando se extrae de este total la deuda comercial y la deuda intra grupo, la deuda externa del sector privado no financiero representa sólo el 3,8% del PIB. De este

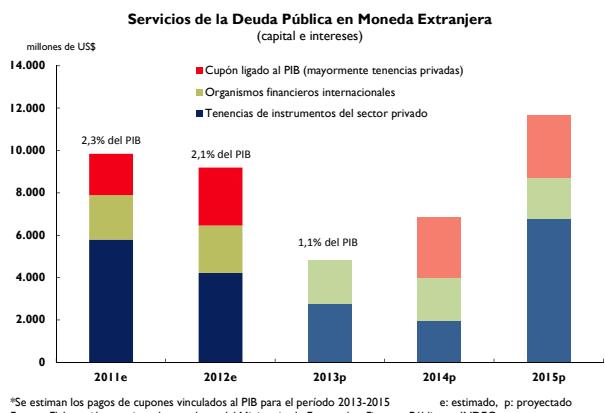
Gráfico 1.13



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

e: Estimado

Gráfico 1.14



\*Se estiman los pagos de cupones vinculados al PIB para el período 2013-2015

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

e: estimado, p: proyectado

Cuadro 1.1

Egresos brutos  
En millones de dólares

Mercado Único y Libre de Cambios

	2012		Enero - Abril parcial*	
	Total	Participación	Total	Participación
<b>Pagos de importaciones</b>	<b>66.054</b>	<b>62,2%</b>	<b>16.436</b>	<b>66,8%</b>
<b>Pagos de deuda (capital e intereses)</b>	<b>14.709</b>	<b>14,1%</b>	<b>2.935</b>	<b>11,9%</b>
a. Sector Privado	13.617	13,1%	2.420	9,8%
b. Gobiernos locales	806	0,8%	330	1,3%
c. Resto	286	0,2%	185	0,8%
<b>Turismo y viajes y pasajes</b>	<b>7.367</b>	<b>6,9%</b>	<b>2.969</b>	<b>12,1%</b>
a. Uso de tarjetas en el exterior	4.015	3,8%	1.775	7,2%
b. Pasajes ganados por buques y aeronaves	1.730	1,6%	617	2,5%
c. Operadores turísticos	1.069	1,0%	442	1,8%
d. Venta de billetes y otras transferencias	553	0,5%	135	0,5%
<b>Otros pagos de servicios (fletes, profesionales y otros)</b>	<b>6.502</b>	<b>6,1%</b>	<b>1.742</b>	<b>7,1%</b>
<b>Otros</b>	<b>11.648</b>	<b>10,7%</b>	<b>522</b>	<b>2,1%</b>
<b>Total</b>	<b>106.279</b>		<b>24.603</b>	

\*Datos al 9 de abril de 2013

Fuente: BCRA

modo, tanto en el sector privado como en el sector público se han reducido significativamente las necesidades estructurales de divisas para honrar sus compromisos externos mientras que, por los cambios en las tenencias de esas deudas, también han disminuido los riesgos implícitos de refinanciamiento.

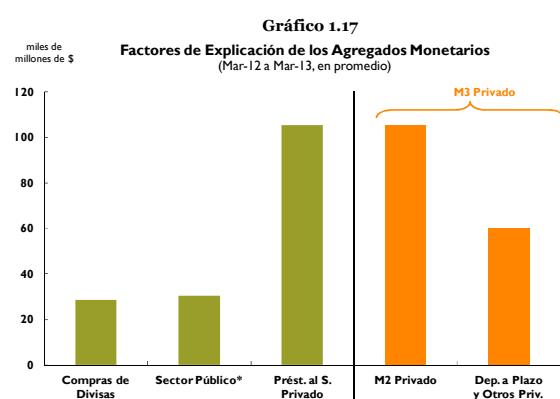
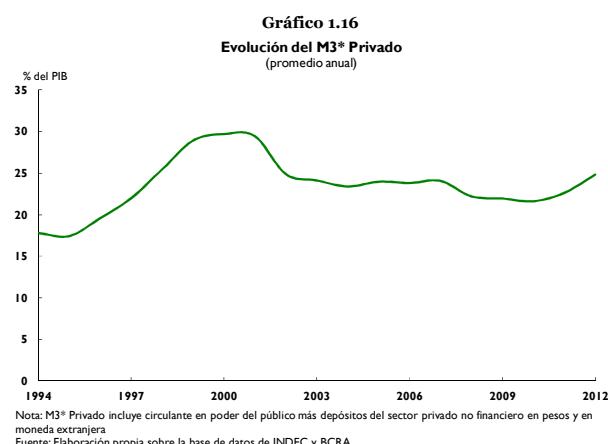
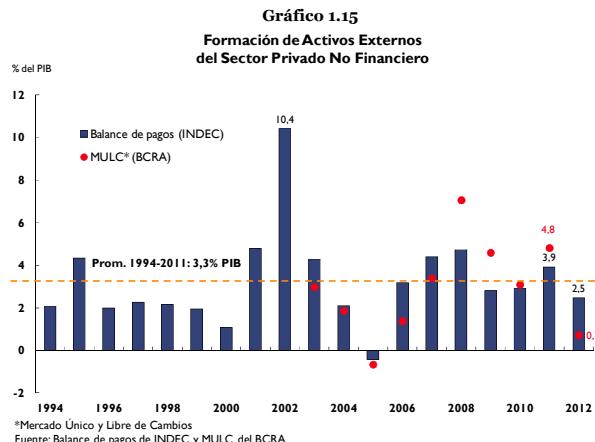
Así, los datos objetivos de la economía no dan soporte a las expectativas devaluatorias que se han manifestado en el mercado de cambios ilegal, caracterizado por cotizaciones que son muy volátiles —producto del escaso volumen transado— y donde su valor contempla el costo adicional de realizar operaciones por fuera de la supervisión fiscal y de la normativa cambiaria.

En contraste, el volumen operado formalmente en el Mercado Único y Libre de Cambios en el 2012 superó los US\$300.000 millones y en el primer trimestre de 2013 esa cifra ascendió a US\$59.000 millones.

En este marco debe entenderse la implementación de un esquema normativo prudencial más intenso sobre la Balanza de pagos que regula la compra de moneda extranjera. El objetivo de largo plazo es propender a una mayor monetización, buscando encauzar hacia la inversión productiva aquellos flujos que solían retirarse del circuito económico —en los últimos diez años la formación neta de activos externos sumó US\$90.000 millones—, para contribuir a la generación de la riqueza nacional.

Para el mediano y largo plazo, y con el fin de reducir cada vez más el impacto disruptivo de *shocks* externos e internos, las políticas deben seguir orientándose a profundizar el proceso de transformación estructural. En efecto, se entiende que un perfil de especialización basado sólo en los recursos naturales, donde las variaciones de los precios internacionales o las condiciones climáticas generan volatilidad e incertidumbre, es incompatible con un patrón de desarrollo económico perdurable.

En esta lógica se inscriben las políticas desplegadas por el BCRA en relación a la orientación del crédito a actividades productivas, reducción de costos transaccionales, incremento en la monetización de la economía y la citada administración del tipo de cambio. Profundizar el grado de intermediación financiera, compatibilizando el dinamismo del crédito con altas tasas de inversión, requiere de una remonetización de la economía, es decir, agregados monetarios que crezcan más rápido que el Producto. También implica tasas de incremento en los préstamos que permitan profundizar el canal del crédito que todavía hoy se encuentra en la Argenti-



\*Incluye operaciones del sector público con efecto sobre la base monetaria, préstamos y depósitos del sector público

Fuente: BCRA

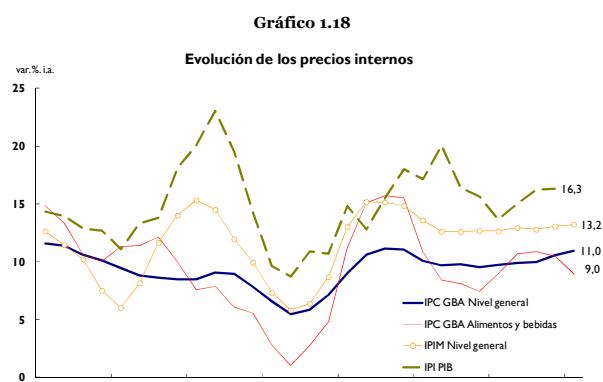
na muy por debajo de los valores de economías comparables.

En este contexto y en línea con lo esperado, durante el año pasado el aumento del M3 privado estuvo impulsado principalmente por el incremento de los préstamos en pesos al sector privado, en especial de aquellas líneas con destino comercial (adelantos y documentos). El crédito en moneda nacional a dicho sector aceleró su crecimiento a lo largo del año y finalizó 2012 con un alza del 40,5% i.a., 8,6 puntos porcentuales (p.p.) más que en diciembre de 2011. De esta manera, el financiamiento bancario al sector privado en pesos volvió a incrementarse en relación al tamaño de la economía, hasta representar 16,6% del Producto (+1,7 p.p. respecto de 2011). En lo que va de 2013 se mantuvo una tendencia similar en los agregados monetarios, donde los préstamos al sector privado volvieron a ser el principal impulsor del aumento del M3 privado.

Para 2013 se prevé que la actividad económica local cobre dinamismo a partir de la recuperación de la demanda externa y de la inversión, a lo que se sumará la continuidad del aumento del consumo privado. El mayor crecimiento económico permitirá sostener las condiciones del mercado de trabajo.

La producción de bienes repuntará liderada por la industria y el sector agropecuario. Las actividades manufactureras ligadas a la demanda externa, como el sector automotriz y el de metálicas básicas, se beneficiarán del mayor crecimiento económico esperado en Brasil. El resto de los sectores industriales incrementarán su producción a causa de la mayor demanda interna esperada. Por su parte, la producción agrícola de la campaña 2012/13 experimentaría un crecimiento en torno al 12% en relación al ciclo previo, a partir de los mayores volúmenes cosechados de maíz y de soja.

La evolución de los precios seguirá condicionada por el comportamiento de las cotizaciones internacionales, la puja distributiva y las características de la estructura productiva, como ser la concentración en algunos segmentos de la oferta y los cuellos de botella sectoriales. En particular, frente a la dinámica observada por los precios de algunos bienes en 2012, especialmente alimentos, y con el objetivo de contener las presiones alcistas y realizar una convergencia de expectativas, el Gobierno Nacional implementó a comienzos de 2013 un acuerdo de precios con grandes cadenas de supermercados y con firmas productoras de gran relevancia en la determinación de los precios. El mismo fue planteado inicialmente por un lapso de 60 días y luego prorrogado por un segundo bimestre.



Nota: IPC GBA: Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires; IPIM: Índice de Precios Internos al por mayor; IPI PIB: Índice de precios implícitos del PIB.  
Fuente: INDEC

\*Datos febrero

Frente al escenario de crisis internacional, los desafíos de mantener un alto nivel de actividad, de inversiones y de empleo así como de mayores ingresos de los sectores populares son importantes. La respuesta del BCRA será continuar con su política de promoción del crédito productivo y, en particular, de aquel destinado a inversiones clave para asegurar el empleo y el desarrollo, en sintonía con el texto del artículo tercero de la Carta Orgánica. Continuará también con la política de tipo de cambio administrado, evitando fluctuaciones abruptas en la paridad del peso, al tiempo que se mantendrán las regulaciones macroprudenciales y el proceso de desendeudamiento externo que han hecho posible el período más largo e intenso de crecimiento de la historia argentina.

## 2 Contexto Internacional

En 2012 el mundo presentó una desaceleración en su ritmo de crecimiento del PIB, al expandirse 2,6% i.a. —0,5 p.p. menos que en 2011—. Tras aminorar el ritmo de crecimiento hasta un nivel muy acotado en el cuarto trimestre de 2012, la actividad económica retomaría cierto impulso a lo largo del año, como sugieren diversos indicadores adelantados. Así, se prevé que en 2013 el incremento del Producto sea similar al del año previo. Estos resultados estarán condicionados al impacto de los ajustes fiscales, a la evolución de la crisis de la zona del euro y a la capacidad de las economías de gran porte —en particular de China— de sostener elevadas tasas de crecimiento.

A pesar del magro crecimiento económico, algunas naciones avanzadas continuaron implementando medidas de ajuste fiscal. Así, la política monetaria siguió siendo la principal herramienta para dinamizar la actividad en estas naciones. En el caso de los Estados Unidos comenzó a evidenciarse una mayor preocupación de la Reserva Federal respecto del potencial costo de sostener una política expansiva, debido al incentivo a tomar riesgo que enfrenta el mercado ante la abundante liquidez y las bajas tasas de interés. Sin embargo, no se prevén cambios en el sesgo de política durante 2013. En este contexto, contrasta el accionar de las autoridades de Japón, dado el reciente paquete de estímulo integral (fiscal, financiero y monetario) cuyo objetivo es dinamizar la economía y superar la deflación sistemática. Estas medidas causaron el resurgimiento del debate en torno a la “guerra de las monedas” en el seno del G-20.

La reducida demanda desde las naciones avanzadas y las políticas monetarias expansivas aplicadas por estas economías siguieron afectando, por el canal comercial y el financiero, el desempeño de los países emergentes. En el primer caso, a través de un debilitamiento en el comercio, y en el segundo, por los flujos de capitales de índole fundamentalmente especulativa que se dirigen hacia ellos, con su conocido efecto sobre las paridades cambiarias. Estos factores determinaron un menor crecimiento para las economías emergentes que el previsto durante 2012, aunque continuaron siendo las principales impulsoras de la expansión global. Para 2013 se prevé que estas economías sigan motorizando el crecimiento mundial, estimándose un mayor dinamismo económico para el año —en parte debido a las políticas de estímulo implementadas—. Las naciones de Asia emergente y América latina registrarían mayores tasas de crecimiento.

En conclusión, si bien la economía internacional evidenció cierto deterioro respecto lo proyectado en el anterior **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria**, las perspectivas del mercado dan cuenta de cierto repunte esperado para el resto del año. Esta evolución seguirá condicionada a diversos factores de riesgo que pesan sobre la economía global.

Gráfico 2.1

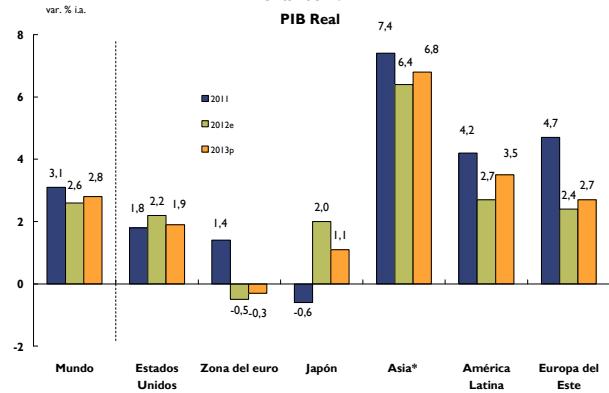
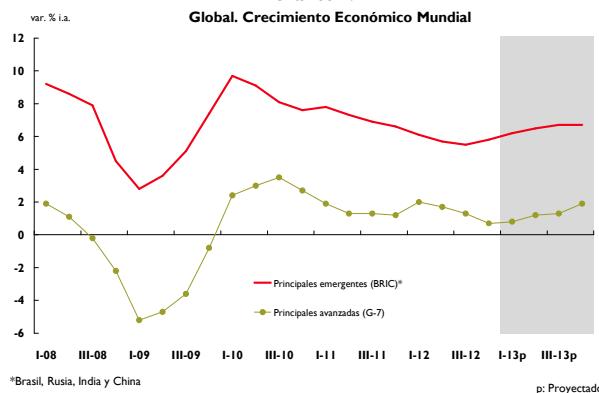
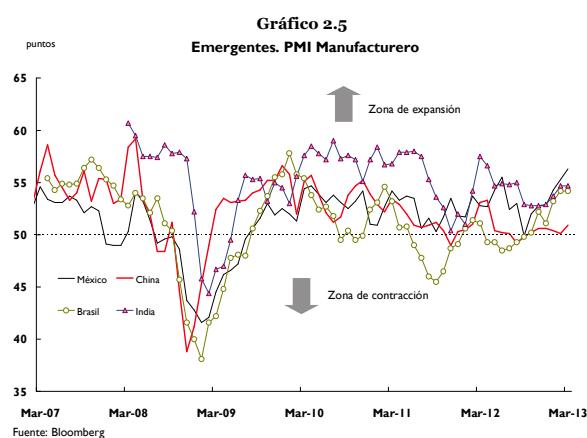
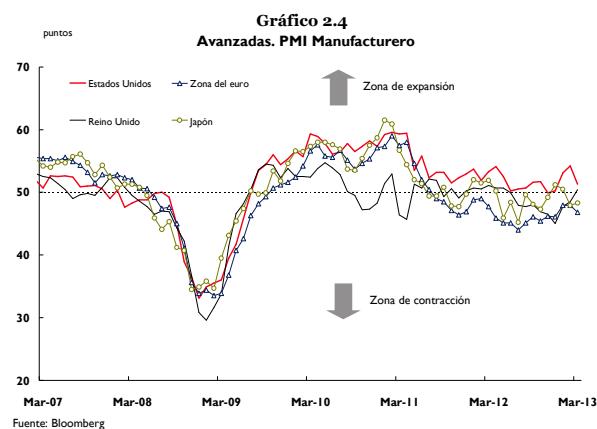
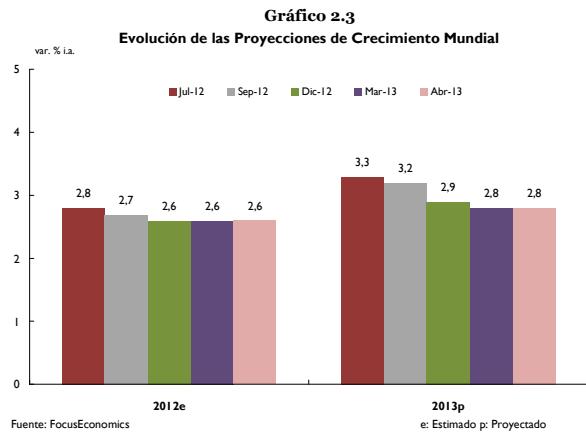


Gráfico 2.2



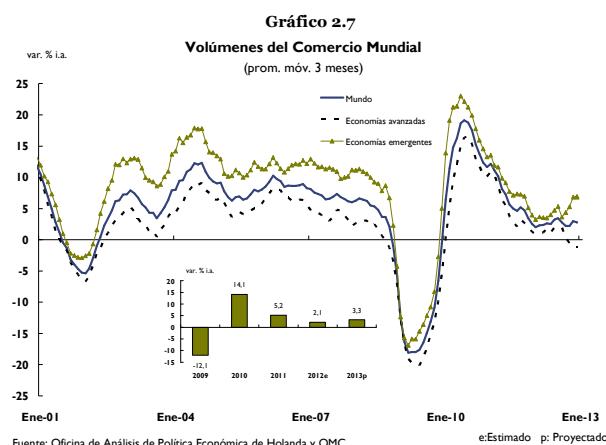
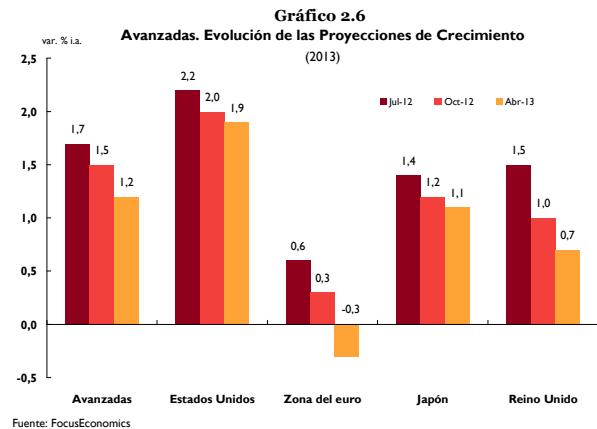


## 2.1 Economía Global

A más de cinco años del inicio de la crisis financiera internacional, la economía mundial sigue mostrando dificultades para recuperar un ritmo sostenido de crecimiento de la Producción. Tras aminorar la tasa de expansión hasta un nivel muy acotado en el cuarto trimestre de 2012, las proyecciones indican que en el 2013 la actividad retomaría cierto impulso. Sin embargo aún persisten importantes riesgos que podrían dar lugar a nuevas revisiones a la baja (ver Gráfico 2.3). Los mismos se concentran en las economías avanzadas, particularmente en la zona del euro y los Estados Unidos, y tendrían un impacto en la capacidad de las principales naciones emergentes de sostener niveles elevados de crecimiento. Así, y a pesar de la existencia de proyecciones que indican una recuperación del nivel de crecimiento mundial para este año, existen riesgos concretos que podrían continuar incidiendo negativamente en el nivel de actividad de este año.

En 2012 la economía mundial moderó su tasa de expansión hasta 2,6% interanual (i.a.), 0,5 puntos porcentuales (p.p.) menos que en 2011, con un comportamiento heterogéneo entre las regiones. Los países desarrollados crecieron 1,4% i.a., con la zona del euro en recesión (-0,5%) y otras economías avanzadas expandiéndose a tasas bajas. En tanto, las naciones emergentes mostraron una suba de 5,9% i.a., una tasa relativamente alta aunque inferior a la observada en los años previos al inicio de la crisis. De este modo, el conjunto de los países en desarrollo continuó siendo el principal impulsor del crecimiento global.

Para 2013 los pronósticos de expansión económica dan cuenta de una ligera aceleración en la tasa de crecimiento mundial hasta 2,8% i.a., tendencia que se empezó a reflejar sobre algunos indicadores adelantados de actividad, como el *Purchasing Manager Index* (PMI) —que indica la evolución de las expectativas de los gerentes de compras— a nivel global, regional y de los principales países avanzados y emergentes (ver Gráficos 2.4 y 2.5). En cuanto a la dinámica trimestral, la recuperación estaría concentrada en la segunda mitad del año, implicando cierto aplazamiento temporal de la expectativa de repunte respecto de lo previsto en el anterior informe. Sin embargo, las proyecciones del nivel de actividad económica para el corriente año —marginalmente superiores a las registradas en 2012— vienen reduciéndose sistemáticamente,



particularmente para las principales naciones avanzadas, lo que manifiesta un aumento de la percepción de la probabilidad de ocurrencia de los riesgos que podrían limitar la expansión prevista (ver Gráfico 2.6).

El cumplimiento de las proyecciones para el presente año estará condicionado a la evolución de los principales focos de incertidumbre, entre los que se destacan la resolución de la crisis financiera y de deuda soberana en la zona del euro y el impacto del ajuste fiscal en los Estados Unidos. Influirá también el desempeño macroeconómico de los principales países emergentes, como China, India y Brasil.

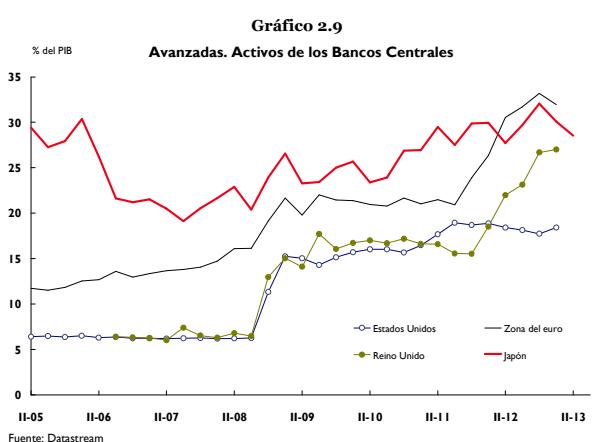
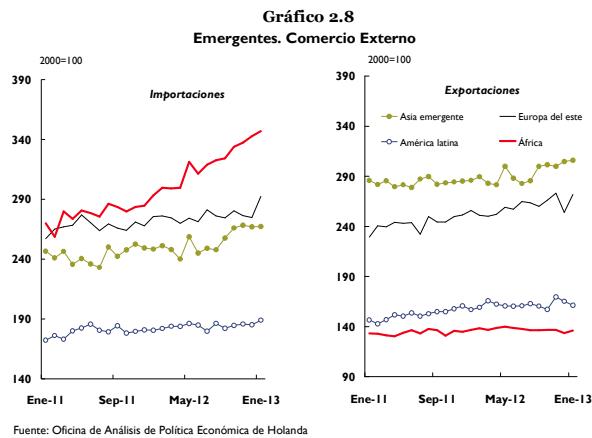
En línea con el débil desempeño de la actividad económica, el crecimiento del volumen de comercio mundial presentó una desaceleración de su ritmo de expansión anual hasta 2,1% en 2012, ubicándose en torno a la mínima suba de la última década (excluyendo 2009, período en el que se contrajo 12% i.a.). El comercio de las naciones avanzadas presentó un persistente deterioro a lo largo del año. En tanto, entre los emergentes, el intercambio entre los países de Asia presentó un significativo repunte hacia fines de 2012 (ver Gráfico 2.7). Asimismo se observó un incremento en las compras externas de las naciones africanas<sup>1</sup> (ver Gráfico 2.8). Para 2013 se espera una mejora acotada en los volúmenes de comercio global, impulsada por el comercio entre emergentes.

A pesar de las dificultades para la recuperación, las economías avanzadas insisten con la aplicación de ajustes tendientes a la consolidación fiscal (ver Apartado 1). En contraste con el comportamiento general, en Japón se anunció un significativo paquete de estímulo fiscal, financiero y monetario<sup>2</sup> para reactivar la actividad económica y superar la deflación sistemática.

En este marco, la política monetaria continuó siendo la principal herramienta utilizada para impulsar la actividad económica. Así, las

<sup>1</sup> Las mayores importaciones de África podrían responder a las importantes inversiones en infraestructura, maquinaria y equipo que está realizando China en la región.

<sup>2</sup> El Banco de Japón (BoJ, por su sigla en inglés) se puso recientemente como meta alcanzar una inflación minorista de 2% i.a. en el menor tiempo posible, en un horizonte de dos años. Para ello, anunció la implementación en ese período de una nueva fase de expansión monetaria —tanto desde el punto de vista cuantitativo como cualitativo— que considerará básicamente la duplicación de la base monetaria y del stock de bonos de tesoro del Gobierno Japón —y la extensión de vida promedio desde unos 3 años en la actualidad a entre 6 y 8 años a fines de 2014—. Sobre la compra de instrumentos de deuda pública del gobierno, el BoJ destacó que el objetivo de las mismas está relacionado con la conducción de la política monetaria y no con la financiación del déficit fiscal. Asimismo, incrementará la compra de fondos comunes de inversión y, en menor medida, de productos de inversión asociados al sector inmobiliario. Adicionalmente, anunció que prolongará en un año el período de asistencia financiera a las entidades de áreas afectadas por el terremoto de inicios de 2011.

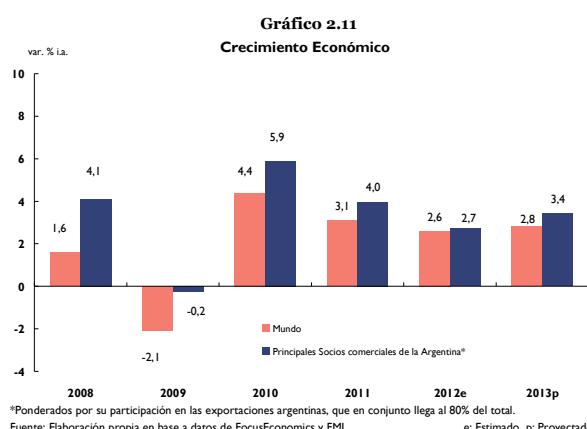
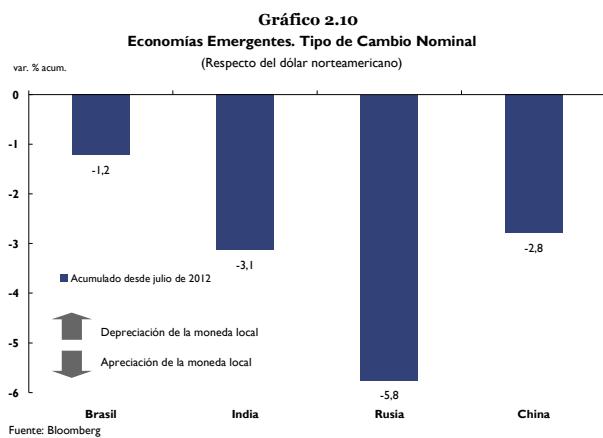


autoridades monetarias continuaron con la implementación de las medidas ya pautadas, al tiempo que en algunos casos se anunciaron estímulos adicionales. No obstante, en los Estados Unidos comenzó a observarse una mayor preocupación de la autoridad monetaria acerca de los beneficios de las medidas extraordinarias de estímulo y sus potenciales costos. En particular, surgieron preocupaciones vinculadas con los incentivos generados por estas políticas en la toma de riesgos por parte del mercado, en un escenario de elevada liquidez y bajas tasas. El uso de políticas monetarias expansivas no convencionales elevó considerablemente la liquidez internacional e implicó también un importante aumento de los activos y los pasivos de los principales bancos centrales del mundo en los últimos años, en algunos casos con un marcado incremento de la tenencia de letras del Tesoro (ver Gráfico 2.9). De todas formas, no se prevén cambios en el sentido de la política monetaria a lo largo del presente año.

En lo que refiere a las economías emergentes, Asia y América latina siguieron exhibiendo un mejor desempeño económico relativo, tendencia que persistiría en 2013. Particularmente se espera un mayor dinamismo de la actividad en Brasil —luego de un crecimiento de esta economía de apenas 0,9% durante 2012— y un sostenido ritmo de expansión en China e India. Sin embargo, el impacto de la moderación del crecimiento en el mundo desarrollado puede dar lugar a nuevas revisiones a la baja en las tasas previstas para el corriente año.

Producto de elevados niveles de la liquidez internacional derivados de las políticas monetarias expansivas implementadas, y de las mayores perspectivas de expansión y rendimientos en las economías en desarrollo, se verificó un significativo ingreso de capitales en las regiones emergentes. En consecuencia, en los últimos meses del año pasado y el inicio del presente se observó una tendencia a la apreciación de las principales monedas de las naciones en desarrollo respecto del dólar estadounidense (ver Gráfico 2.10).

Ante la revalorización de las monedas de los principales países emergentes, recuperó fuerza el debate sobre la eventual “guerra de monedas”, expresión que se utiliza para describir los efectos de la política monetaria ultra expansiva en las naciones avanzadas en las relaciones de la paridad de sus monedas frente a las de los emergentes. La



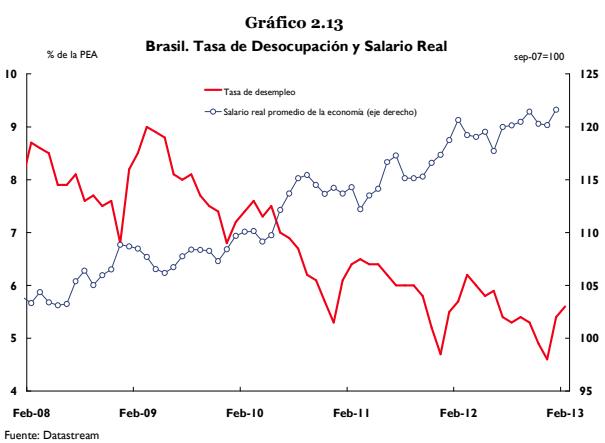
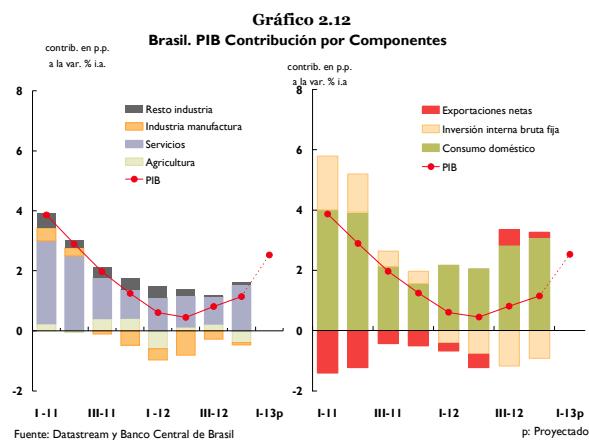
depreciación relativa de las primeras vigoriza la demanda agregada de esas economías a expensas del crecimiento de las segundas. Si bien, recientemente en la cumbre de los ministros de finanzas y de los representantes de los bancos centrales de las naciones avanzadas acordaron que la política monetaria estará orientada únicamente a dinamizar la actividad doméstica, dado el tamaño de las economías avanzadas y su fuerte integración global, inevitablemente las medidas monetarias expansivas que éstas implementen influirán sobre sus principales socios comerciales y el mundo. En este contexto, el Fondo Monetario Internacional reconoció en los últimos años que las medidas de regulación de los flujos de capitales pueden resultar útiles ante determinados contextos<sup>3</sup>.

En lo que hace a las cotizaciones internacionales de los *commodities*, en los últimos meses diversos analistas especializados señalaron que algunos precios de estos productos habrían llegado a niveles máximos (especialmente los agropecuarios y los industriales), y que la cotización del oro podría mostrar una tendencia decreciente. En conexión con estas perspectivas, en diversas partes del mundo las inversiones mineras a nivel global registraron demoras, reducciones de escalas o paralizaciones.

En resumen, la economía global presentaría durante el año en curso un ritmo de crecimiento algo superior al observado en 2012. Sin embargo, persisten significativos riesgos; entre los que se destacan la fragilidad de la zona del euro y el impacto negativo sobre el crecimiento de los ajustes fiscales en marcha en las diversas naciones avanzadas. Ambos factores podrían perturbar fuertemente el desempeño económico mundial, a lo que se suma la incertidumbre sobre la capacidad de los países emergentes de gran porte —sobre todo China— de sostener un elevado crecimiento económico. La materialización de estos riesgos podría dar lugar a un nuevo deterioro de las previsiones para 2013. Sin embargo, los países en desarrollo aún mantienen márgenes de aplicación de políticas anticíclicas, que a juzgar por el pasado reciente podrían utilizarse oportunamente frente a una desmejora en las condiciones económicas globales.

## 2.2 Principales Socios Comerciales

<sup>3</sup> Fondo Monetario Internacional, 2012. "The liberalization and management of capital flows: An institutional view", <http://www.imf.org/external/np/npeng/2012/111412.pdf>



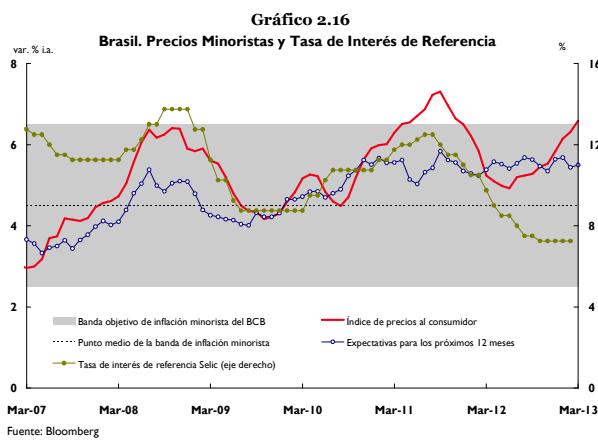
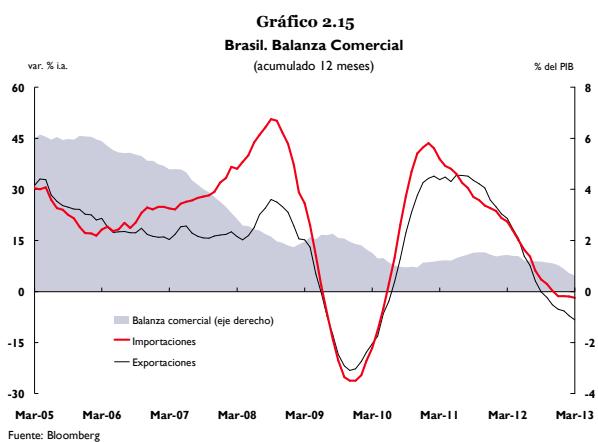
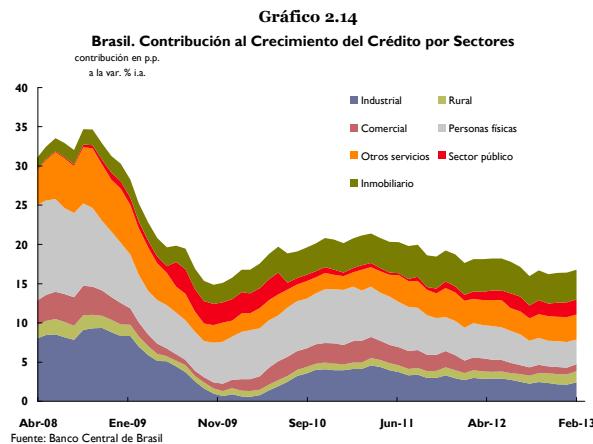
Para el año en curso, se espera que los principales socios comerciales de la Argentina registren un crecimiento de la actividad económica mayor al esperado para el promedio mundial, mejorando ligeramente su desempeño respecto del año pasado. Esta proyección se basa en una mejora del crecimiento proyectado para Brasil y China. No obstante, el desempeño general de los socios comerciales del país seguiría siendo más moderado que el observado en el promedio 2010-2011 (ver Gráfico 2.11).

### Brasil

Durante el primer semestre de 2012 la economía brasileña continuó desacelerándose, revirtiendo esta trayectoria hacia fin de año y alcanzando una tasa de expansión de 0,9% i.a. en el año. Para el 2013 se espera que la economía crezca en torno a 3% i.a., como consecuencia, entre otros factores, del aumento en el ritmo de ejecución de las obras de infraestructura preparatorias para el mundial de fútbol en 2014 y los Juegos Olímpicos en 2016, y de diversos estímulos tributarios al sector privado. Sin embargo, esta previsión podría revisarse a la baja, en función de la evolución de la economía global, en particular de las naciones avanzadas con las cuales Brasil mantiene estrechos lazos comerciales, así como por el sesgo que adopte la política monetaria local en los próximos meses.

Desde la perspectiva de la oferta agregada, el sector servicios fue el principal impulsor del crecimiento del PIB durante 2012, en tanto la industria manufacturera continuó su dinámica contractiva, aunque reduciendo su contribución negativa a la expansión del Producto a lo largo del año. Por el lado de la demanda agregada, el Consumo fue el principal dinamizador del crecimiento junto con una ligera contribución positiva del sector externo durante los últimos dos trimestres de 2012, en sintonía con las políticas aplicadas por el gobierno en materia de empleo, incorporación de personas a los estratos económicos medios y los programas sociales. La caída en la Inversión durante todo el año pasado constituyó el principal factor explicativo del acotado nivel de crecimiento anual (ver Gráfico 2.12).

El buen desempeño del Consumo respondió, en parte, a las robustas condiciones del mercado de trabajo, ya que la Tasa de desocupación continuó reduciéndose y se ubicó a finales de 2012 en 4,6% de la Población Económicamente Activa (PEA), su



menor valor en la última década. En este marco, el ingreso medio real de los trabajadores brasileños en 2012 aumentó 4,6% respecto del año anterior (ver Gráfico 2.13). En la determinación de los salarios resultó relevante el ajuste del salario mínimo<sup>4</sup>, el cual se elevó en el presente año un 9% adicional (14,1% en 2012).

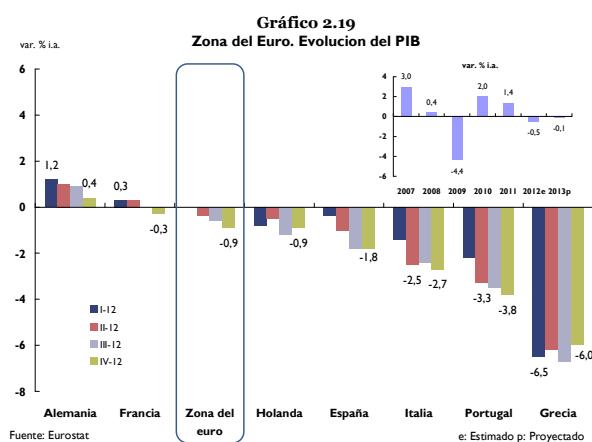
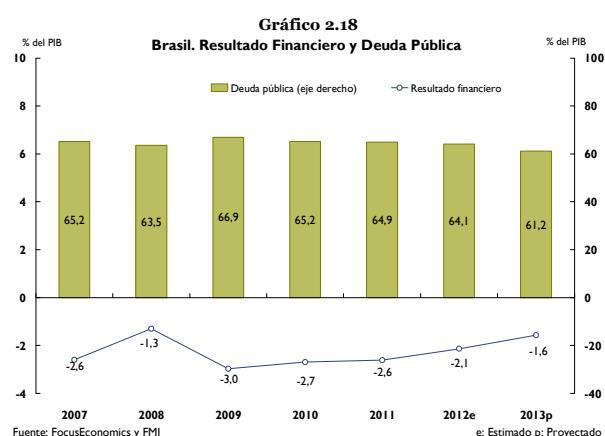
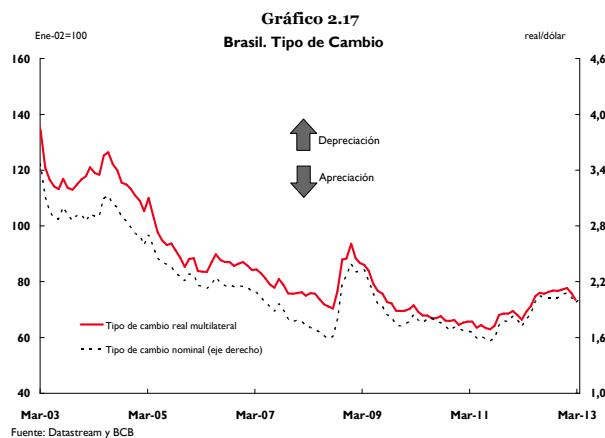
Como se mencionó anteriormente, la Inversión mostró un desempeño desfavorable, aún cuando el Gobierno Nacional continuó con su política de extensión de créditos al sector productivo a través del Banco Nacional de Desarrollo (BNDES). En 2012, el BNDES prestó 12% más que durante el año previo, lo que representa un monto cercano al 3,5% del PIB. Si bien los préstamos productivos desaceleraron su ritmo de crecimiento durante 2012, se estima que ante la proximidad del mundial de fútbol se deberá incrementar el ritmo de los trabajos de infraestructura, por lo que se proyecta un repunte del gasto de capital para 2013 (ver Gráfico 2.14).

En cuanto a la evolución del comercio exterior, en 2012 se observó una contracción tanto de las exportaciones (-5,2% i.a.) como de las importaciones (-1,4% i.a.). De esta forma, el año 2012 cerró con un superávit comercial de US\$19.450 millones (0,9% del Producto), implicando una retracción respecto del año previo (-0,3 p.p. del PIB; ver Gráfico 2.15), comportamiento que continuó verificándose en el primer trimestre de 2013. Por su parte, la Cuenta corriente continuó siendo deficitaria y representó cerca de 2,5% del PIB.

La inflación minorista se ubicó en marzo en 6,6% i.a., por encima del límite superior del rango establecido por el Banco Central de Brasil (BCB; 4,5% ± 2 p.p.), básicamente debido a la evolución del agrupado de alimentos. En este contexto, el gobierno anunció la eliminación de los impuestos sobre los productos que componen la canasta básica alimentaria.

En un marco en el que las expectativas inflacionarias se mantuvieron estables, los analistas del mercado prevén subas en la tasa de interés de referencia del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SE-LIC) que actualmente se ubica en 7,25%, su mínimo valor histórico (ver Gráfico 2.16). Por otra parte, el BCB intervino en el mercado cambiario con el objetivo de permitir una revalorización de la moneda que limite las presiones alcistas sobre los precios

<sup>4</sup> La tasa de aumento del salario mínimo se calcula por medio de una fórmula establecida por ley, que contempla el crecimiento real del PIB de 2 años atrás y la inflación del año inmediatamente anterior.



domésticos, aunque más recientemente actuó en sentido opuesto para evitar una apreciación excesiva del real brasileño. Así, en lo que va de 2013 la moneda se apreció aproximadamente 4% en términos nominales frente al dólar estadounidense, al tiempo que en términos interanuales presenta una depreciación cercana al 9% (ver Gráfico 2.17).

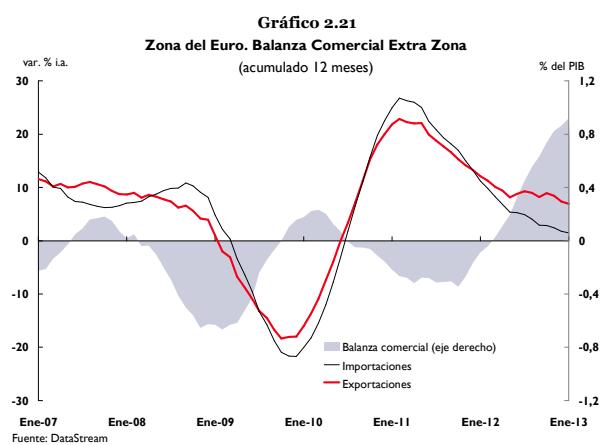
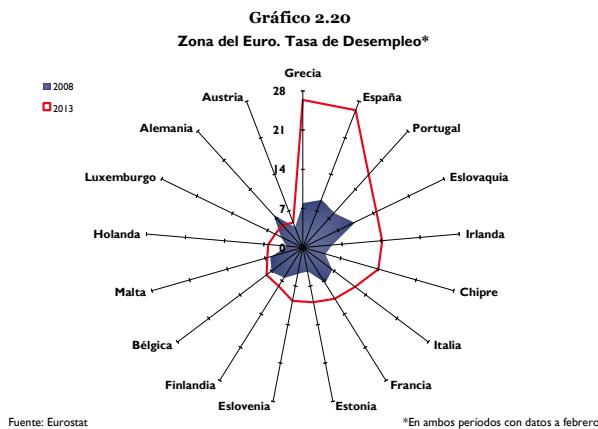
En el plano fiscal, el gobierno continuó aplicando medidas para estimular la actividad económica. A fines de diciembre de 2012 el ministro de hacienda de Brasil anunció una serie de concesiones fiscales. El paquete de estímulo alcanzará los R\$6.800 millones (0,1% del PIB estimado para 2013) e incluye, entre otros, la prórroga de la reducción del impuesto sobre los productos industriales (IPI) hasta el segundo semestre de 2013 para los sectores automotriz, línea blanca, muebles y otros productos del programa Reintegra<sup>5</sup> y la desgravación de la nómina salarial para el comercio minorista. Además el gobierno siguió ofertando líneas blandas de crédito a través del BNDES.

Pese a las medidas de estímulo, el resultado financiero del sector público pronosticado por los analistas del mercado mejoraría ligeramente en 2013 (hasta -1,6% del PIB), contribuyendo a una leve caída de la relación Deuda pública-Producto, que se ubicaría en torno a 61% en 2013 (ver Gráfico 2.18).

### Zona del euro

La zona del euro continuó evidenciando un importante deterioro de la actividad económica. Los datos del cuarto trimestre del año pasado confirmaron que la región se mantuvo en recesión al exhibir más de dos trimestres consecutivos de caída desestacionalizada del Producto. De esta forma, el año 2012 cerró con una contracción en la actividad económica regional de 0,5% i.a. Para el 2013 se espera que la economía de la zona euro recorte su caída hasta -0,1% i.a. Al interior de la zona, se observan disparidades, reflejando que el impacto de la crisis distó de ser homogéneo. Mientras que el PIB de Alemania (que representa el 28% del PIB de la región) continuó expandiéndose en términos interanuales (aunque se contrajo 0,6% trimestral sin estacionalidad —s.e.— en el cuarto trimestre), España e Italia siguieron mostrando disminuciones en su nivel de actividad (ver Gráfico 2.19).

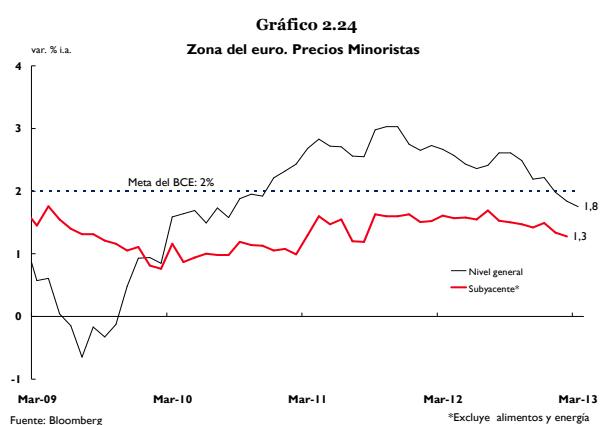
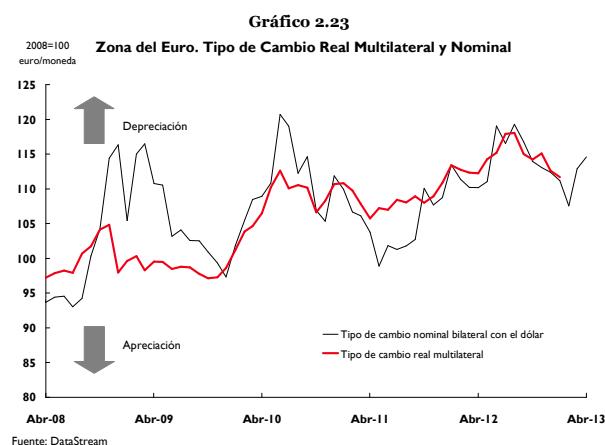
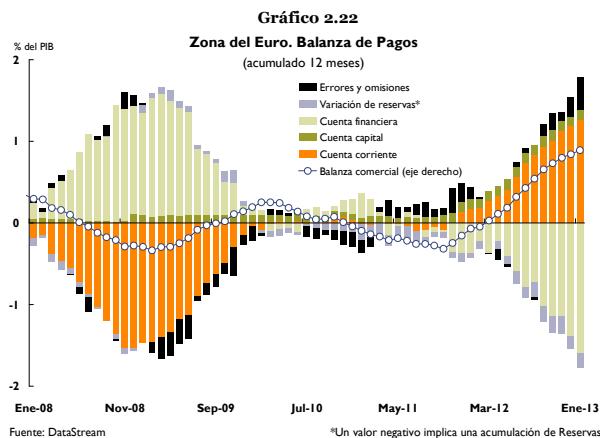
<sup>5</sup> El programa Reintegra devuelve bajo la forma de crédito tributario o dinero hasta 3% de la facturación de las exportaciones de bienes manufacturados, como compensación por impuestos indirectos cobrados a lo largo de la cadena de producción.



El débil desempeño económico continuó reflejándose en el mercado de trabajo. En efecto, la Tasa de desocupación continuó en aumento, ubicándose en febrero de 2013 en 12% de la Población Económicamente Activa (PEA). Hacia dentro de la región, se mantuvo la dispersión en las Tasas de desempleo, con economías como Alemania que registra una tasa del 5,3% de la PEA (reduciéndose con respecto a los meses anteriores) mientras en otros países, como España, Grecia, Italia y Portugal, el desempleo continúa en ascenso. Se destacan los casos de Grecia y España, cuyas tasas se ubican en niveles máximos en torno al 26% de la PEA (ver Gráfico 2.20).

En los últimos meses se verificó un nuevo incremento de la tensión de los mercados financieros asociado a la incertidumbre de la estabilidad política en Italia y, más recientemente, ante la posibilidad de efectos contagio en el marco de las decisiones de asistencia financiera oficial a Chipre.

El parlamento de Chipre rechazó una primera versión del programa de asistencia que implicaba la imposición de un tributo generalizado para los depositantes de los bancos (con alícuotas diferenciadas). El 25 de marzo se anunció un nuevo acuerdo. Según este último se reestructurará el segundo banco de mayor tamaño del país en dos unidades: un banco bueno y un banco malo, con costo para los depósitos mayores a €100.000, los bonos senior y las acciones. El banco bueno será adquirido por la entidad financiera más grande del país, que a su vez será recapitalizada a través de conversión de depósitos no asegurados (mayores a €100.000) en acciones, con costo también para los tenedores de deuda y los accionistas. Esto sería acompañado por medidas adicionales (reducción del tamaño del sistema financiero hasta el promedio regional en 2018, aumento en el impuesto a las ganancias de las empresas, etc.). A pesar de la escasa relevancia del sistema económico y financiero de Chipre para la región, la forma de resolución de la crisis tuvo una importante repercusión regional, dado que planteó el interrogante acerca de si se tratará de un caso aislado o si implicará un nuevo modelo de resolución de crisis bancarias para el resto de los países vulnerables de la región. Asimismo, la crisis insular constituye una muestra más de la debilidad en la cual opera la zona del euro actualmente. En este contexto, resulta relevante monitorear la evolución de los mercados financieros y de los depósitos de las economías vulnerables de Europa ante las medidas anunciadas.



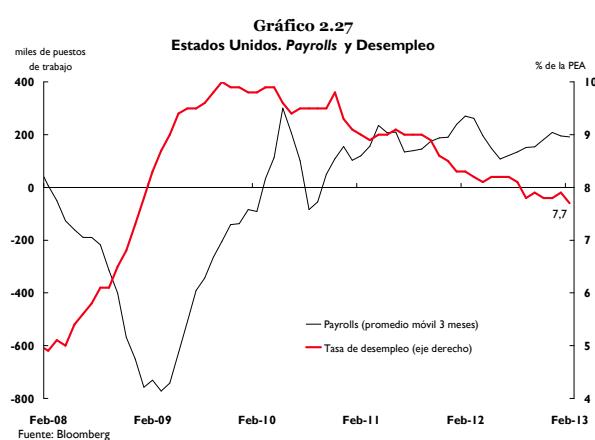
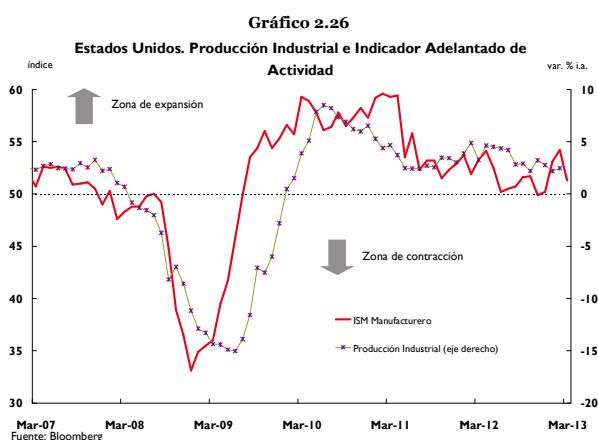
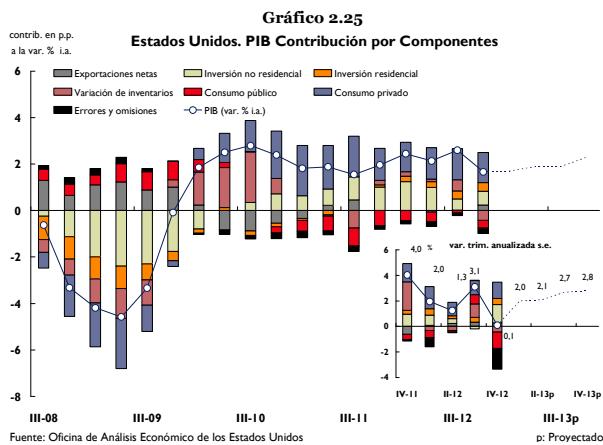
En cuanto a los indicadores de comercio exterior, el saldo comercial de la zona continuó creciendo marcadamente, alcanzando un máximo de 0,9% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses a diciembre de 2012. Tanto las exportaciones como las importaciones cayeron fuertemente en un escenario recesivo (ver Gráfico 2.21). El superávit comercial sostuvo el saldo positivo en la Cuenta corriente (1,2% del PIB en 2012) que fue compensado por una salida neta de capitales (principalmente inversiones de portafolio; ver Gráfico 2.22).

La trayectoria del euro registró cierta volatilidad y exhibió una tendencia hacia la apreciación nominal respecto del dólar estadounidense en el segundo semestre de 2012 (ante la prevalencia de incertidumbre sobre el sendero de ajuste fiscal —“abismo fiscal”— en los Estados Unidos). En los últimos meses se verificó cierta depreciación asociada al magro desempeño relativo de la actividad en la zona, entre otros factores (ver Gráfico 2.23).

Durante febrero, los precios minoristas mostraron una desaceleración ubicándose en 1,8% i.a., por debajo de la meta del Banco Central Europeo (BCE; 2%) luego de permanecer 25 meses por encima de la misma (ver Gráfico 2.24).

En este contexto, el BCE en su reunión de enero decidió, en línea con lo esperado por el mercado, mantener su tasa de interés de referencia en 0,75%. La autoridad monetaria continuó proveyendo liquidez al mercado a través de diversos programas, aunque sólo una fracción ha sido canalizada hacia la economía real. En efecto, mientras que el crédito bancario a las familias se mantuvo prácticamente inalterado en la variación interanual del promedio de los últimos 12 meses, los préstamos a las empresas no financieras se contrajeron. Por otra parte, vale mencionar que a la fecha, ningún país solicitó acceso a los mecanismos de compra de bonos soberanos por parte del BCE. Para el presente año, el BCE indicó que no espera modificar el sesgo actual de la política monetaria dada la estabilidad observada en la inflación.

Adicionalmente, el 14 de diciembre los ministros de finanzas de la zona del euro acordaron un plan para implementar la supervisión bancaria unificada en la región a partir de 2014. Según el acuerdo, el BCE tendría responsabilidad directa por los bancos con activos superiores a los 30.000 millones de euros, o más de un quinto del PIB del país de origen y la ca-



pacidad de intervenir cualquier banco y dar instrucciones a los supervisores nacionales.

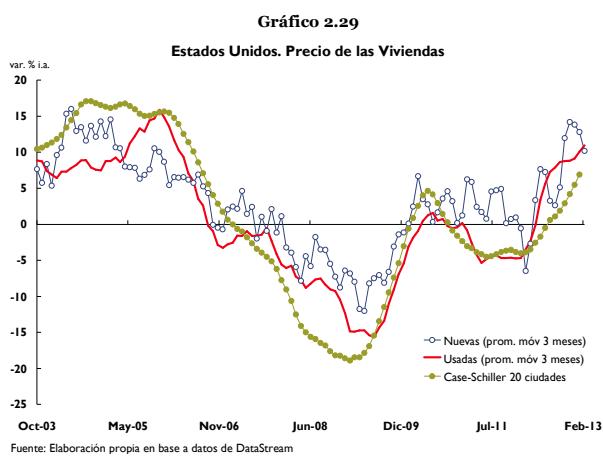
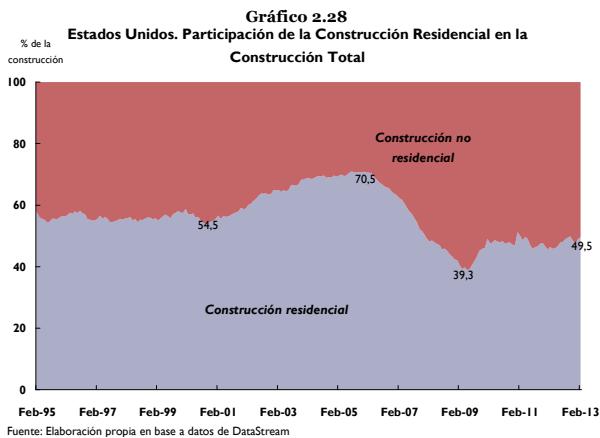
En 2012, el déficit financiero de la zona del euro habría alcanzado 3,3% del PIB, implicando una reducción de 0,8 p.p. respecto de 2011, aunque todavía levemente por encima del límite de 3% del PIB fijado en el Tratado de Maastricht. A partir de los datos de los países se observa un comportamiento heterogéneo, presentando las economías más vulnerables un déficit, en promedio, 3,6 p.p. superior al de la región. Finalmente, en el plano fiscal se continuaron implementando medidas de ajuste, con el objetivo de alcanzar las metas fiscales establecidas. En este sentido el 1 de enero de 2013 entró en vigor el acuerdo de disciplina fiscal para la zona euro que establece una pauta fiscal reforzada y una vigilancia más estricta dentro de la zona, con la introducción de la "regla de oro", que limita el déficit estructural anual (sin incluir los gastos e ingresos de carácter cíclico) al 0,5% del PIB.

### Estados Unidos

La economía estadounidense registró una marcada desaceleración en su ritmo de expansión en el último trimestre de 2012. Esta dinámica estuvo explicada, fundamentalmente, por la contribución negativa de la variación de inventarios y del Consumo público, al tiempo que el Consumo privado y la Inversión siguieron sosteniendo el acotado crecimiento. La expansión de 2012 fue de 2,2%, dejando un arrastre estadístico de 0,5 p.p. para el presente año. Así, para 2013 se proyecta un incremento del Producto similar al de 2012 (1,9% i.a; ver Gráfico 2.25).

La actividad industrial aumentó 3,8% en 2012. Las perspectivas para la actividad manufacturera continuaron siendo ligeramente favorables y exhibieron mejoras en el margen. En efecto, el índice manufacturero del *Institute for Supply Management* (ISM) —que refleja la percepción que tienen los gerentes de compras sobre la evolución de las condiciones económicas del sector— se ubicó en 53,7 puntos en enero, mostrando un crecimiento de 2,9 puntos respecto de diciembre y situándose en la zona de las expectativas de expansión económica (ver Gráfico 2.26).

Este desempeño de la actividad económica se vio reflejado en una mejora de los indicadores del mercado de trabajo. Así, durante el 2012 la Tasa de desempleo disminuyó 0,6 p.p. hasta 7,9% de la PEA. Por otra parte, se mantuvo el crecimiento en la



nómina de empleados (*payrolls*), implicando en el año 2,2 millones de puestos de trabajo adicionales (ver Gráfico 2.27).

Durante 2012 se destacó el crecimiento en la inversión residencial, que mostró una tasa de expansión trimestral anualizada (s.e.) promedio de 15%. Al respecto, cabe mencionar que el mercado inmobiliario estadounidense continúa mostrando indicios de recuperación moderada, observándose cierto incremento de la participación de la construcción residencial sobre la construcción total, aunque por debajo de los niveles pre-crisis 2008 (ver Gráfico 2.28).

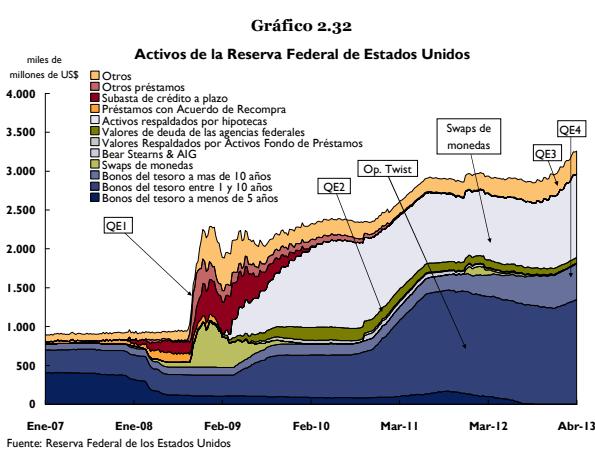
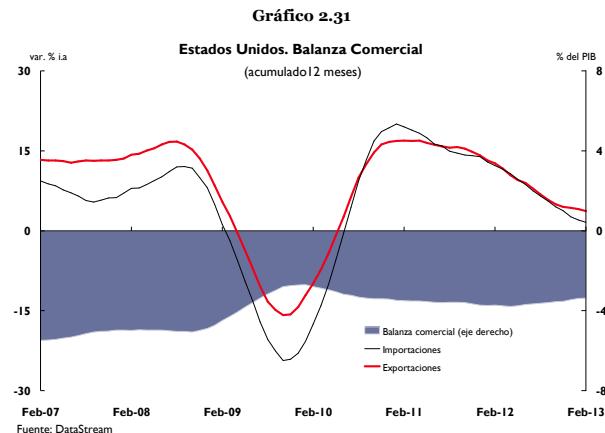
Los permisos de construcción mantuvieron una tendencia creciente a lo largo de 2012, al igual que los inicios de nuevas viviendas. Asimismo, las ventas de inmuebles nuevos y usados registraron un ligero aumento y los precios de los mismos continúan subiendo en términos interanuales (ver Gráfico 2.29).

En los últimos años se observó una continua reducción en los niveles de endeudamiento para consumo con garantías hipotecarias. En efecto, los flujos de fondos provenientes de créditos hipotecarios con un destino distinto a la adquisición de viviendas (*home equity withdrawal*, en idioma inglés), pasó de representar poco más del 9% del ingreso disponible a fines de 2007 hasta ubicarse ligeramente por debajo del 6% a fines de 2012, posicionándose así en su menor valor desde inicios de 2003 (ver Gráfico 2.30).

A pesar de este menor apalancamiento basado en el valor de las propiedades, la mayor fortaleza del mercado de trabajo —aunque todavía débil— permitió que el Consumo privado continuara presentando cierto dinamismo, siendo uno de los factores de impulso de la actividad económica. En efecto, las ventas minoristas reales mantuvieron a lo largo del año pasado una tasa promedio de expansión de aproximadamente 3% i.a.

En el frente externo, en línea con lo que se está verificando particularmente en los principales países avanzados del mundo, tanto las exportaciones como las importaciones continuaron perdiendo dinamismo. El crecimiento de la producción local no convencional de petróleo<sup>6</sup> permitió reducir las importaciones de combustibles, impulsando un achi-

<sup>6</sup> Para un análisis más detallado ver Apartado Incidencia de la producción de combustibles no tradicionales en los Estados Unidos del Panorama Global de Commodities de enero 2013



camiento del déficit comercial en los últimos meses del año (ver Gráfico 2.31).

En el marco de un crecimiento acotado de los precios domésticos, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su nombre en inglés) decidió mantener la tasa de política monetaria entre 0,0% y 0,25%. La decisión se adoptó al menos hasta que, según la autoridad monetaria, la Tasa de desempleo se ubique por debajo de 6,5% de la PEA, la inflación esperada no supere el 2,5% en los próximos dos años y las expectativas inflacionarias se mantengan bien ancladas. Adicionalmente, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) considerará, para determinar cuánto tiempo se mantendrá la posición altamente acomodaticia de la política monetaria, información adicional proveniente de otros indicadores del mercado de trabajo, de presiones y expectativas inflacionarias y del desempeño de los mercados financieros. La estrategia de salida contemplará una perspectiva equilibrada entre los objetivos de largo plazo de máximo empleo e inflación de 2%. Además, hacia finales de 2012 y tras el fin de la denominada “Operación Twist” que redujo la tenencia por parte de la autoridad monetaria de bonos del Tesoro de corto plazo y aumentó los de mayor madurez relativa, la Fed anunció un programa de compra de activos del Tesoro de mediano y largo plazo por US\$45.000 millones mensuales sin fecha de finalización<sup>7</sup>. Esta medida se sumó al programa de compras de activos respaldados por hipotecas de aproximadamente US\$40.000 millones mensuales destinados para estimular el crédito para la construcción inmobiliaria<sup>8</sup> (ver Gráfico 2.32).

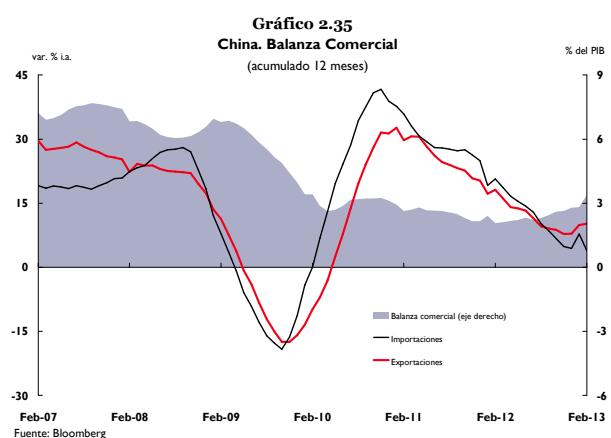
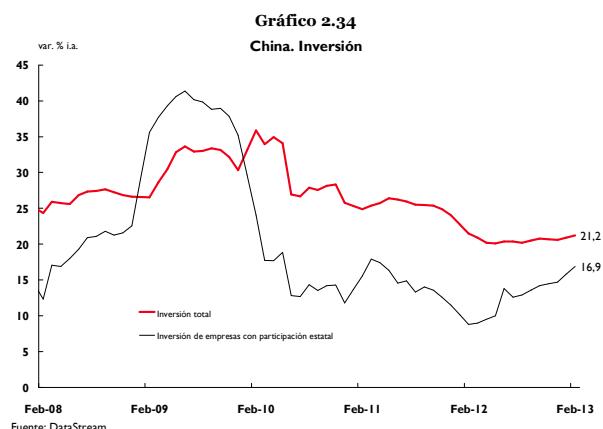
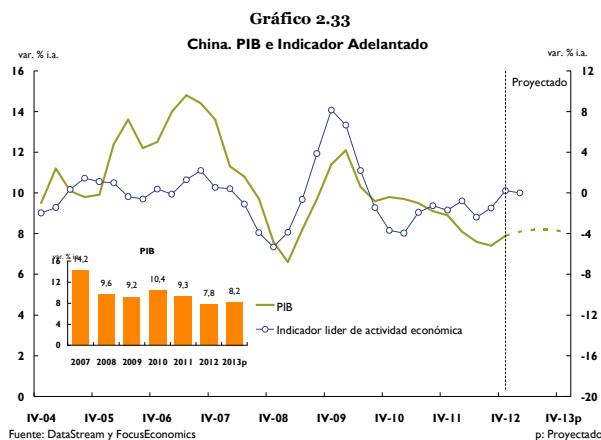
La minuta de la reunión de diciembre da cuenta que si bien la autoridad monetaria continuaría con las medidas extraordinarias, aumentó la preocupación entre los funcionarios respecto del riesgo potencial de mantener estas políticas sobre la estabilidad de los mercados financieros y las expectativas inflacionarias futuras. Sin embargo, no se esperan cambios en el sesgo de la política monetaria durante 2013.

En materia fiscal, los meses recientes estuvieron signados por la discusión en torno al “abismo fiscal”<sup>9</sup> y el impacto de un ajuste de las cuentas públi-

<sup>7</sup> Este programa se conoció como la cuarta fase del *quantitative easing* –QE4–.

<sup>8</sup> El Comité Federal de Mercado Abierto también mantuvo su política de reinversión de los vencimientos de capital cobrados por sus tenencias de deuda de agencias y de activos de agencias respaldados por hipotecas, así como refinanciando los vencimientos de bonos del Tesoro.

<sup>9</sup> A mediados de 2011, en el marco de las discusiones de aumento del tope de endeudamiento, se estableció un ajuste fiscal automático en caso de que no se alcanzara un consenso en relación con los rubros de los Ingresos y los Gastos sobre los que se efectuarían las



modificaciones necesarias para lograr la reducción del déficit fiscal. En este marco, el ajuste comenzaría a regir a partir de enero de 2013.

<sup>10</sup> Servicios de salud para pobres y discapacitados.

cas sobre el crecimiento de la economía. En los primeros días de 2013 se logró un acuerdo, aunque sólo parcial. Entre las medidas más importantes alcanzadas se destaca el aumento del impuesto al ingreso y a las ganancias de capital para familias de altos ingresos, la eliminación de ciertas deducciones impositivas, el aumento del impuesto inmobiliario y la expiración en la reducción de impuestos a la nómina salarial. Respecto de la reducción de gastos, se realizará de manera relativamente homogénea entre gastos en defensa y otros gastos discrecionales (aunque exceptuando ciertas partidas, entre las cuales se cuentan a pensiones y al programa Medicaid<sup>10</sup>) y no discrecionales. Aún resta por resolver el tope de endeudamiento, cuyo tratamiento deberá ser encarado con anterioridad a mayo del presente año, mes en el que finaliza la extensión provisoria aprobada por el Congreso a inicios de año.

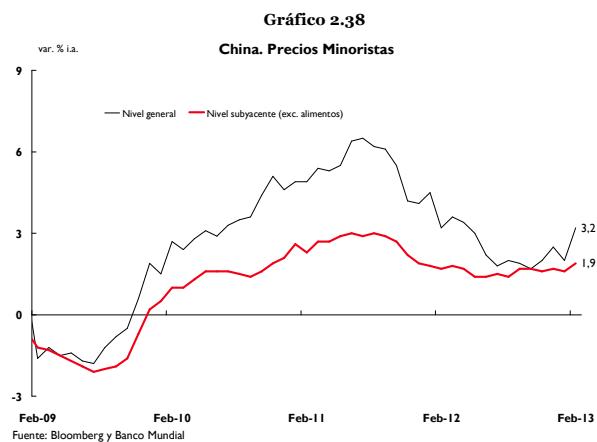
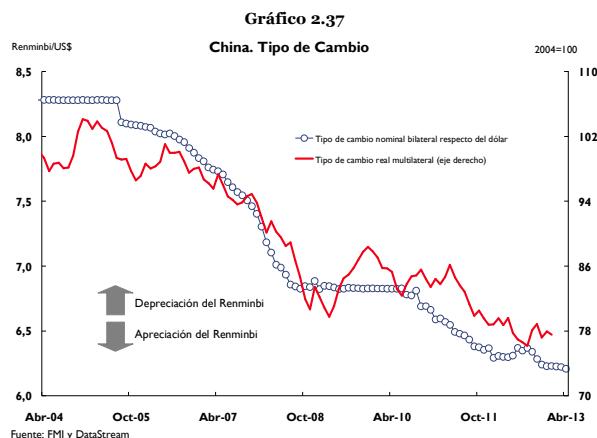
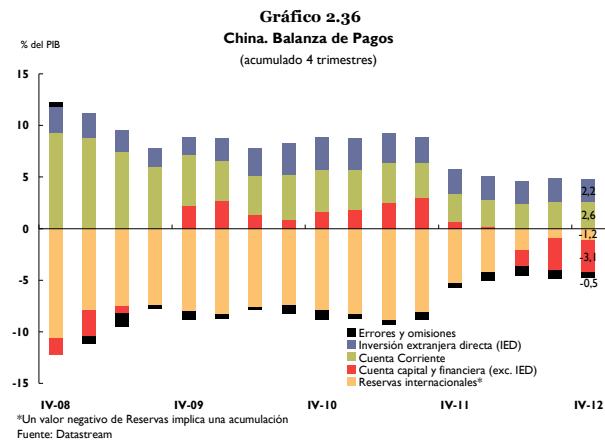
## China

En 2012 China exhibió la tasa de crecimiento más baja de los últimos 13 años (7,8% i.a.), aunque sostuvo uno de los ritmos de expansión más elevados del mundo. Las proyecciones para el presente año dan cuenta de una leve aceleración del Producto hasta 8,2% i.a. (ver Gráfico 2.33).

Por el lado de la oferta, en el último semestre de 2012 la producción industrial recuperó dinamismo, aunque todavía permanece por debajo de la suba promedio de 2011. Los indicadores adelantados anticipan cierta mejoría de la actividad sectorial.

Por el lado de la demanda agregada, la Inversión continuó siendo un factor gravitante en la expansión de la actividad económica (50% del PIB). En particular, desde la segunda mitad de 2012 se destacó el dinamismo de la inversión de empresas con participación estatal, que siguió acelerándose en un marco de relativa estabilidad de la tasa de aumento de la inversión total (ver Gráfico 2.34). Por su parte, el Consumo de las familias exhibió un buen desempeño, en un contexto de incremento del ingreso disponible real.

En relación al comercio exterior, tanto las exportaciones como las importaciones mostraron cierto repunte a finales de 2012 y principios de 2013. De esta forma, el saldo de comercial en el acumulado



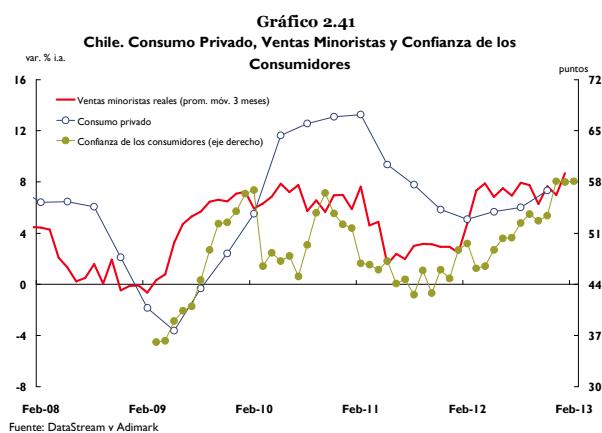
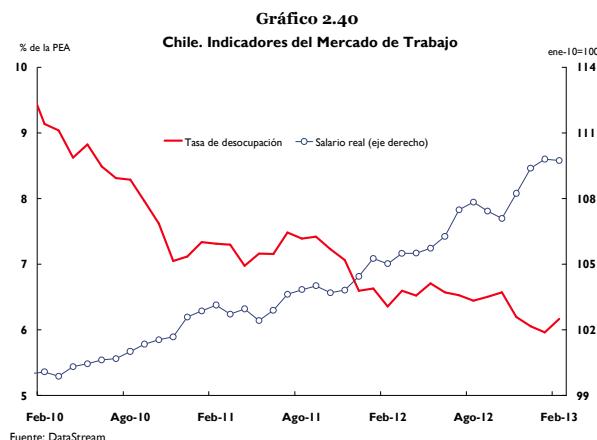
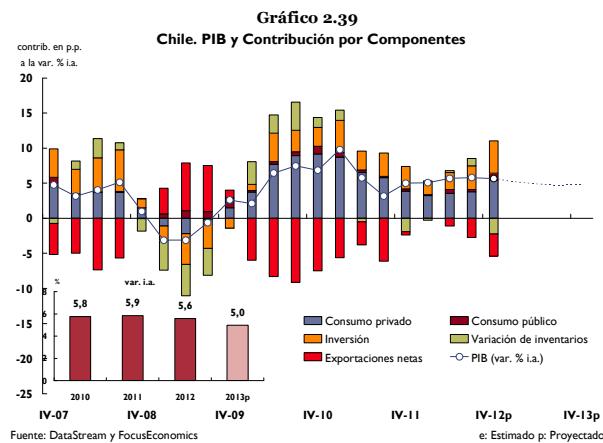
de los últimos 12 meses a enero representó aproximadamente 2,8% del Producto, exhibiendo una mejora con respecto a los meses anteriores (ver Gráfico 2.35). El déficit de la Cuenta capital y financiera continuó deteriorándose debido a la formación de activos externos por parte de los residentes y a los menores niveles de inversión extranjera directa. Dado que la Cuenta corriente registra un superávit superior al saldo negativo de la Cuenta capital y financiera, siguió el proceso de acumulación de reservas (ver Gráfico 2.36).

En materia cambiaria, la cotización del renminbi respecto del dólar retomó su tendencia a la apreciación luego de una pausa entre noviembre de 2012 y febrero del presente año. En los primeros días de marzo de 2013, el tipo de cambio se ubicó en el menor valor de la serie. Asimismo la moneda también se revalorizó en términos reales en relación a las de sus principales socios comerciales (ver Gráfico 2.37).

Luego de que en diciembre de 2012 la inflación se acelerara debido a las condiciones climáticas adversas que sesgaron al alza el precio de los alimentos frescos, durante enero el alza del índice de precios se ubicó en torno al 2% i.a. En tanto, la inflación subyacente, que excluye alimentos, se mantuvo estable y registró una variación de 1,6% i.a. en el primer mes de 2013 (ver Gráfico 2.38).

En materia fiscal, en febrero de 2013 el gobierno chino anunció una extensa reforma tributaria con el objetivo de reducir la creciente desigualdad del ingreso, lo cual también contribuirá al rebalanceo de la demanda doméstica hacia mayores niveles de Consumo privado. El paquete de medidas anunciado tiene como objetivo un aumento del salario mínimo en la mayor parte del país hasta alcanzar el 40% del salario medio para 2015 y que el ratio de negociaciones colectivas alcance al 80% de los empleados del sector privado. Asimismo, para contribuir al cierre de la brecha de ingresos, se están analizando incrementos en los impuestos a la propiedad y límites a las subas de los salarios de los ejecutivos de mayor jerarquía. Para financiar la política social el gobierno solicitará a las empresas públicas que incrementen un 5% sus giros al Tesoro.

Por otra parte, recientemente el gobierno chino dio a conocer la implementación de una serie de medidas tendientes a desinflar una potencial burbuja inmobiliaria en un contexto donde los



precios de los inmuebles continuaron aumentando. La medida contempla una mayor restricción para la compra de la segunda vivienda en aquellas zonas con más tensión en los precios, a partir de mayores impuestos (del 20% a las ganancias de capital en ventas de viviendas), menor crédito y mayor exigencia de pago en efectivo para acceder al crédito inmobiliario.

Durante el presente año se espera que China exhiba una ligera aceleración en su tasa de crecimiento durante el presente año. Sin embargo, esta evolución estará condicionada por el desempeño de la zona del euro y del resto de sus socios comerciales y por la efectividad de las políticas tendientes a incentivar el gasto interno.

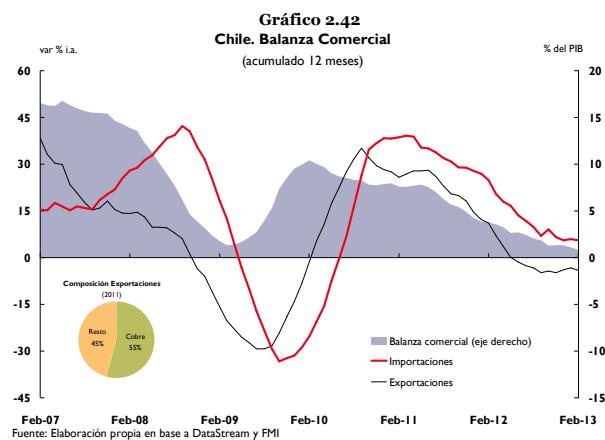
## Chile

En 2012, el PIB finalizó con una expansión de 5,6% i.a. El crecimiento fue impulsado básicamente por el Consumo privado y la Inversión. Compensaron parcialmente las Exportaciones netas. Para el presente año se proyecta una ligera desaceleración relativa en el ritmo de crecimiento, que de acuerdo con las estimaciones privadas, alcanzaría 5% i.a. (ver Gráfico 2.39).

La expansión del Consumo privado como principal impulsor del crecimiento es consecuencia de un mercado de trabajo robusto. La Tasa de desocupación se redujo en los meses recientes hasta aproximadamente 6,1% de la PEA —en un contexto en el que la fuerza laboral siguió mostrando una tendencia creciente—, ubicándose así en torno a su mínimo valor de los últimos 15 años. En tanto, los salarios reales continuaron con la tendencia alcista en los meses recientes (ver Gráfico 2.40).

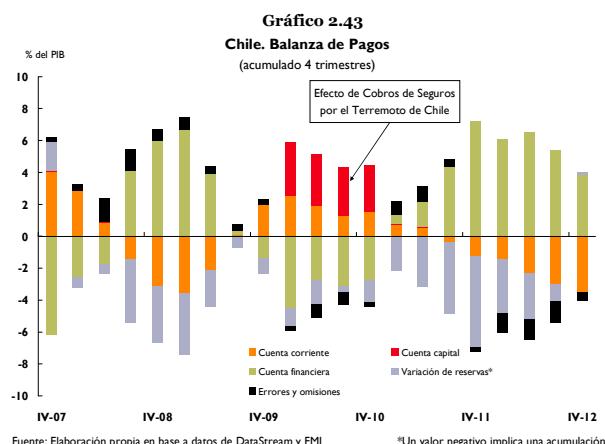
En lo que refiere a los indicadores adelantados del Consumo privado, las ventas minoristas reales mantuvieron en los últimos meses una tasa de crecimiento estable en torno al 7% i.a. El creciente nivel de confianza de los consumidores, las favorables condiciones laborales con persistente aumento de los salarios reales y la marcada expansión del crédito, hacen prever un sostenimiento del Consumo (ver Gráfico 2.41).

La Inversión también continuó siendo un importante factor de impulso al crecimiento económico. Recientemente mostró un mayor dinamismo asociado a la mejora del gasto de capital en equipo du-



rable de producción (43% del total). En tanto, la construcción tuvo un desempeño más acotado.

Por el lado de la demanda externa, las exportaciones tuvieron un bajo dinamismo a lo largo del 2012 ingresando en zona de contracción a partir de la segunda mitad del año, situación esperable si se considera que las principales economías avanzadas adquieren más del 40% de las exportaciones chilenas. Sin embargo, hacia finales de año se observó cierto repunte explicado por la mayor demanda de China, destino de una cuarta parte de las ventas externas del país. El crecimiento de las importaciones condujo a una reducción del superávit comercial (ver Gráfico 2.42).



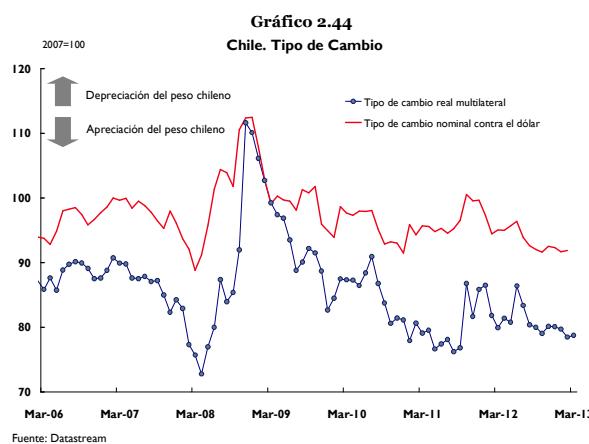
La dinámica del comercio externo continuó contribuyendo al deterioro del déficit de Cuenta corriente. En 2012 este saldo negativo representó 3% del Producto. Dado que el superávit de la Cuenta capital y financiera se mantuvo relativamente estable, se moderó la acumulación de reservas internacionales (ver Gráfico 2.43).

El peso chileno en relación al dólar norteamericano evidenció una tendencia a la apreciación a lo largo de 2012 y se encuentra en valores cercanos a los que impulsaron las intervenciones en el mercado cambiario en 2008 y 2011 (ver Gráfico 2.44). Por su parte, el tipo de cambio real multilateral también presentó una tendencia similar, ubicándose en torno a su mayor nivel de fortaleza de los últimos años.

Para 2013 se prevé que el Banco Central de Chile mantenga la tasa de referencia de la política monetaria sin cambios (en torno a su valor actual de 5%), dadas las condiciones macroeconómicas locales y externas.

En lo que respecta a las finanzas públicas, 2012 finalizó con un resultado fiscal prácticamente equilibrado, de manera similar a lo sucedido en los últimos años (ver Gráfico 2.45). El endeudamiento del sector público permaneció en niveles bajos en el período, característicos de la economía chilena de las últimas décadas.

Para el año 2013 la economía presentaría un ritmo de expansión elevado en relación a los países de la región. La desaceleración relativa que las proyecciones privadas presentan, podría ser mayor en la medida en que la actividad económica global y en particular de sus socios comerciales —las naciones avan-



zadas y China— registren un desempeño menos favorable que el esperado. Sin embargo, cabe señalar que las autoridades disponen de un amplio margen de maniobra para dar soporte a la actividad económica, ante el eventual caso de considerarlo necesario.

### 2.3 Mercados Financieros Internacionales y Flujos de Capitales

En los mercados financieros internacionales, los precios de los activos continuaron orientados al alza en los últimos meses. Esta tendencia fue apuntalada por acuerdos parciales con respecto a la situación fiscal de los Estados Unidos, renovadas acciones de estímulo monetario en el mismo país y un desarrollo favorable de los mercados de deuda soberana en Europa. En este último caso, sin embargo, desde fines de febrero se verificó una mayor cautela, producto de la situación política en Italia y los temores con respecto a un eventual contagio asociado a las características del acuerdo de asistencia a Chipre, a pesar de la escasa relevancia de su sistema económico y financiero para la región. En el caso de los activos financieros de economías emergentes, si bien iniciaron el año con tendencia alcista, hacia febrero-marzo pasaron a evidenciar un comportamiento negativo. Se destaca que sigue habiendo factores de riesgo (fundamentalmente asociados a la situación de las economías desarrolladas) que podrían imprimir volatilidad en los mercados en los próximos meses.

Aunque en los Estados Unidos la incertidumbre de corto plazo acerca de la evolución de la situación fiscal se atenuó relativamente, se mantiene la cautela con respecto a la posibilidad de que se llegue a un acuerdo de largo plazo. En tanto, la Fed anunció en diciembre un nuevo programa de compras de bonos del Tesoro, pasando además a vincular explícitamente su accionar en materia de tasas de interés con la evolución del mercado laboral.

En Europa continuaron a la baja los rendimientos de la deuda soberana de economías de gran porte en situación vulnerable en los primeros meses de 2013, incluso a pesar de la creciente incertidumbre registrada hacia marzo (ver Gráfico 2.46). Así, países como España e Italia pudieron seguir colocando instrumentos de deuda con recorte en los rendimientos y extensión en los plazos. Por otra parte, se destaca que a comienzos de 2013 los bancos europeos precancelaron parte del financiamiento a 3 años del Banco Central Europeo obtenido a fines de

Gráfico 2.45  
Chile. Indicadores Fiscales

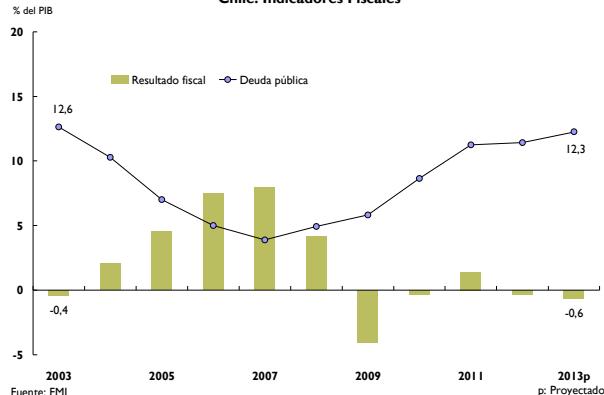
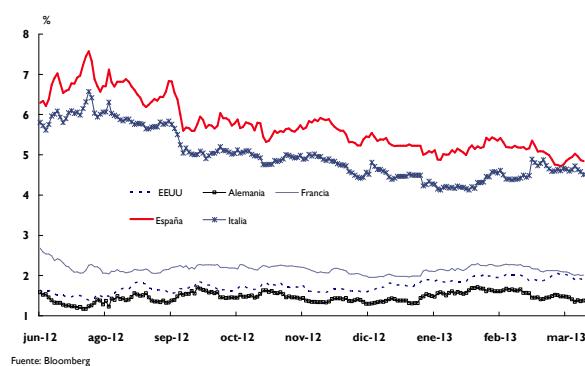


Gráfico 2.46  
Rendimientos a 10 años de Deuda Soberana

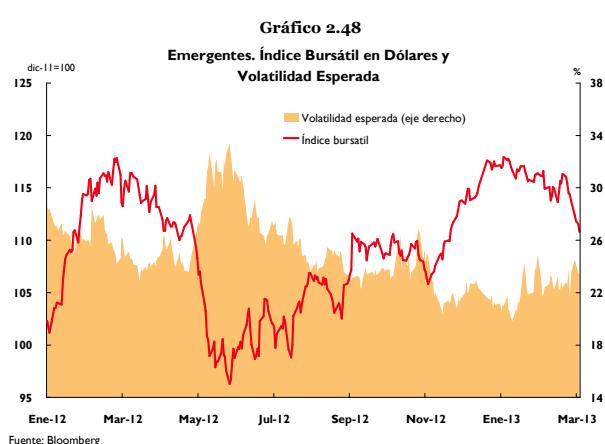
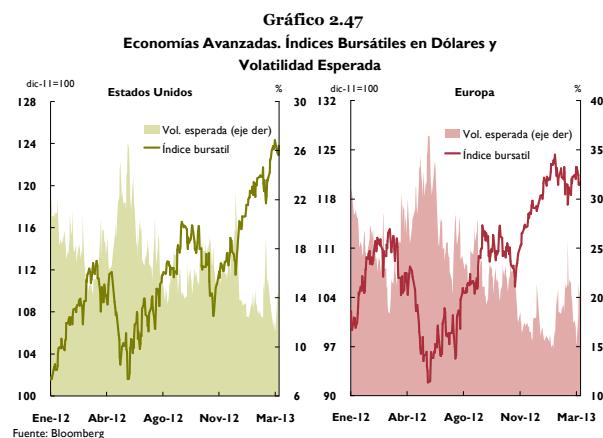


2011 y principios de 2012<sup>11</sup>. Sin embargo, se mantiene la atención sobre la aplicación de las diversas medidas anunciadas en 2012 para apuntalar la estabilidad financiera, al tiempo que más recientemente se incrementó la cautela en los mercados, en función de la situación política en Italia tras las elecciones y el acuerdo de asistencia para Chipre por hasta €10.000 millones que implica costos para los depositantes, los tenedores de sus bonos y los accionistas de las entidades financieras.

Tras marcar ganancias de entre 13% y 16% en 2012, los principales índices bursátiles de los Estados Unidos y Europa continuaron revalorizándose en los primeros meses de 2013<sup>12</sup>. En lo que va del año el S&P500 registró una ganancia de más de 9% y el EuroStoxx600 avanzó más de 3% medido en dólares (ver Gráfico 2.47). Se destaca que, tras registrar avances de 25%-26% en 2012, los subíndices de acciones del sector financiero para los Estados Unidos y Europa evidenciaron un comportamiento diferenciado en los primeros meses de 2013. Mientras que en el caso norteamericano se computó una suba de casi 11%, el subíndice europeo –más afectado por el incremento en las tensiones hacia fines del primer trimestre– registró un alza menor a 1%. Por su parte, las volatilidades esperadas para los principales índices de estos mercados bursátiles tendieron a contraerse en el primer bimestre, marcando sus mínimos niveles desde 2008, pasando a ampliarse posteriormente (con suba más marcada en Europa).

Si bien los índices bursátiles de las economías emergentes también registraron un avance hasta mediados de febrero, a partir de entonces revirtieron esta tendencia, acumulando un resultado negativo en lo que va de 2013 (ver Gráfico 2.48). El índice *Morgan Stanley Capital International* para emergentes (MSCI EM) cayó casi 4% en el año, luego de registrar un incremento de más de 15% en 2012 (medido en dólares). En el caso específico de América latina el MSCI perdió casi 2% en lo que va de 2013, tras avanzar más de 5% el año pasado. La volatilidad esperada para las acciones de las economías emergentes pasó de recortarse a fines de 2012 y principios de 2013 a ampliarse desde comienzos febrero.

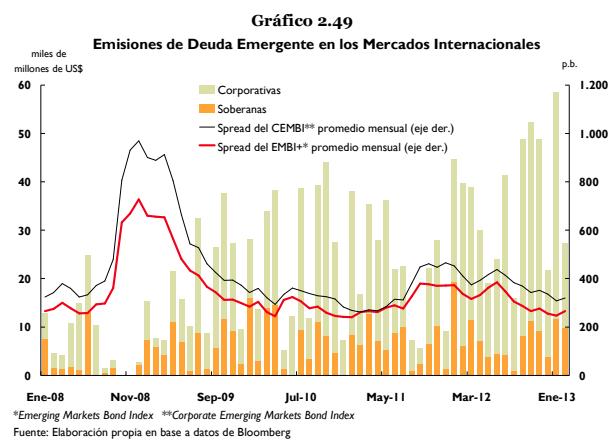
Los rendimientos de la deuda soberana de largo plazo de los Estados Unidos y de Alemania acumu-



<sup>11</sup> Esto se dio en un contexto en el cual los bancos habían podido reanudar sus colocaciones de deuda en los mercados financieros.

<sup>12</sup> A los factores generales ya mencionados se le suma, en el caso de las acciones, una temporada de balances con sesgo relativamente positivo.

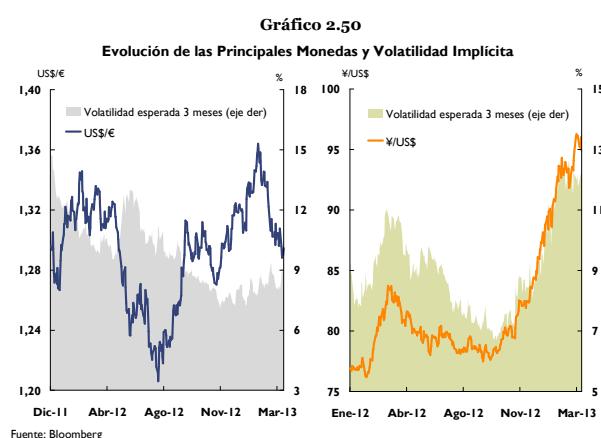
lan una ampliación en lo que va del año, aunque con el correr de los meses evidenciaron un patrón de comportamiento cambiante. Los retornos a 10 años de la deuda norteamericana se incrementaron 17 puntos básicos (p.b.), mientras que en el caso alemán la ampliación fue de menos de 10 p.b. desde comienzo de año, en oposición a las caídas que tuvieron lugar en 2012 (cerca de 10 p.b. y 50 p.b. para los Estados Unidos y Alemania, respectivamente).



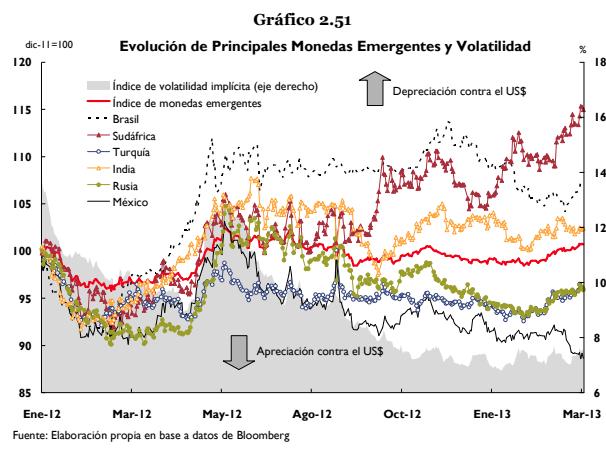
Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana emergente se recortaron en 2012, con una marcada contracción durante el segundo semestre del año, tendencia que se revirtió en los primeros meses de 2013. Por su parte, las emisiones de deuda de emergentes en los mercados internacionales registraron un monto récord en 2012, fundamentalmente explicado por el incremento en las colocaciones de deuda de las empresas (con un alza interanual superior al 75%). A comienzos de 2013 el ritmo de emisiones de agentes de economías emergentes se mantuvo fuerte, alcanzándose en enero un máximo mensual histórico, aunque durante el último mes perdieron dinamismo (Gráfico 2.49).

En lo que respecta a los flujos de portafolio de fondos especializados en economías emergentes, tanto los que se dedican a renta variable como aquellos que invierten en renta fija verificaron ingresos de manera sostenida desde mediados del año pasado, hasta alcanzar un máximo histórico de entradas en enero, pero luego comenzaron a contraerse<sup>13</sup>. En el caso específico de los fondos que invierten en activos de renta fija, se destaca que en los últimos meses los ingresos a aquellos especializados en bonos en moneda local que fueron ganando terreno en detrimento de los que invierten en renta fija en moneda extranjera.

El dólar cerró 2012 con una depreciación cercana al 2% contra el euro, en un escenario de fuerte baja de la volatilidad esperada (ver Gráfico 2.50). Sin embargo, en lo que va de 2013 la moneda norteamericana pasó a apreciarse contra el euro (1,5% en el acumulado del presente año), revirtiendo parcialmente el desempeño registrado en 2012. Por su parte, tras apreciarse casi 13% contra el yen en 2012, el dólar profundizó este comportamiento en 2013; se revalorizó casi 9% contra la moneda japonesa, debido a las expectativas de mayores medidas de estímulo por parte del Banco Central de Japón.



<sup>13</sup> En marzo pasaron a registrarse salidas en los fondos dedicados a renta variable.



Tras haberse apreciado 1% en promedio contra el dólar en 2012, las monedas de las economías emergentes acumularon en los primeros meses del 2013 una depreciación de 1,8%, en un contexto de volatilidad esperada relativamente baja. Si bien esta tendencia a la depreciación fue generalizada en términos regionales, se dio con más fuerza en Europa Emergente, Medio Oriente y África. En sentido contrario, en América Latina, se destacó el real brasileño con una apreciación del 2% contra el dólar en lo que va del año (ver Gráfico 2.51), llevando al BCB a intervenir en el mercado para contener la revalorización de la moneda luego de que a fines del año pasado tuviera que hacerlo en sentido inverso.

El primer trimestre del año cerró con cautela de los agentes en relación a la evolución de los mercados financieros en Europa y al comportamiento de la actividad económica en ese continente. A esto se le suman los potenciales riesgos asociados al tratamiento de la situación fiscal en los Estados Unidos. También influirá la capacidad de las principales naciones emergentes de sostener niveles elevados de crecimiento, en especial China. De evitarse la materialización de estos riesgos potenciales, la amplia liquidez en los mercados financieros a nivel global y el mejor desempeño relativo de las naciones emergentes sugieren que los precios de los activos financieros de estas últimas economías podrían retomar su tendencia positiva en los próximos meses. Esto tendría como correlato el sostenido ingreso de capitales a los países emergentes, lo que implica un desafío por su impacto en las paridades cambiarias y, en el mediano plazo, en la estabilidad financiera.

## *Apartado 1 / Implicancias de la política fiscal sobre el crecimiento y el empleo en los países avanzados*

Las economías avanzadas exhibirán este año un desempeño económico débil, similar al que vienen mostrando desde que estalló la crisis financiera internacional hace ya un lustro. En este escenario de lento crecimiento económico se prevé que persistan los dilemas de política fiscal. En particular, por el impacto negativo que la consolidación fiscal simultánea de las economías de mayor porte tendrá sobre el crecimiento y el empleo global. En este contexto, resulta interesante repasar los contrastes entre los distintos abordajes de la política fiscal por parte de los gobiernos.

El origen de la crisis financiera internacional se asocia fundamentalmente a la insostenibilidad de un modelo de crecimiento económico en los principales países desarrollados basado en el endeudamiento privado, exacerbado por la creciente desregulación de los sistemas financieros en la década previa, en un contexto de declinación permanente de los salarios reales. Hacia fines de 2008, los efectos del sobreendeudamiento del sector privado y la interconexión extrema a través de productos sofisticados del mundo financiero precipitaron el estallido de una crisis de dimensiones considerables que terminó afectando la marcha de la economía global a través de los canales financieros y comerciales. En respuesta, los países implementaron un conjunto de medidas para dinamizar la actividad económica. En los albores de la crisis se observó cierto grado de coordinación a nivel global.

Las medidas monetarias ultraexpansivas contemplaron estrategias no convencionales de inyección de liquidez con el fin de calmar la incertidumbre sobre el desempeño de los mercados financieros. En esa primera etapa de la crisis, las políticas expansivas y los intentos de coordinación entre las distintas naciones salvaron a la economía mundial de una depresión mayor, fundamentalmente a través del rescate y el saneamiento de los sistemas financieros. Sin embargo, y sin restar importancia o mérito a esta lógica, las políticas implementadas no lograron reactivar sosteniblemente la demanda de los sectores sobreendeudados. De esta manera, se registró un aumento de los pasivos del sector público, reconvirtiendo la crisis financiera internacional en una crisis de deuda soberana. Notablemente, ello devino en una catarata de opiniones que indicaban al descalabro fiscal como una de las causas de la crisis cuando el deterioro de las cuentas fiscales de la mayoría de los países fue justamente producto del salvataje financiero.

En ese contexto, y a la par del exiguo repunte de la actividad económica mundial desde 2010, se extendió un proceso de consolidación fiscal en Europa, los Estados Unidos y otras economías avanzadas, con la notable excepción de Japón, que debió recurrir a un uso extraordinario del gasto público aplicado a la reconstrucción luego del terremoto y del tsunami de principios de 2011 y que recientemente emprendió un nuevo plan de estímulo.

Esta tendencia al ajuste fiscal en las economías avanzadas resulta consistente con la teoría económica clásica que sugiere que los altos niveles de deuda pública pueden tener un efecto adverso sobre el crecimiento económico al ocasionar un aumento del costo del capital y producir el denominado efecto “*crowding out*” (desplazamiento fiscal)<sup>14</sup>. Cuando desde la teoría convencional se postula que una contracción fiscal resulta “expansiva”, se está esperando que consumidores y empresas anticipen las menores cargas tributarias futuras (por la austeridad fiscal presente) induciendo a un adelantamiento del gasto<sup>15</sup>.

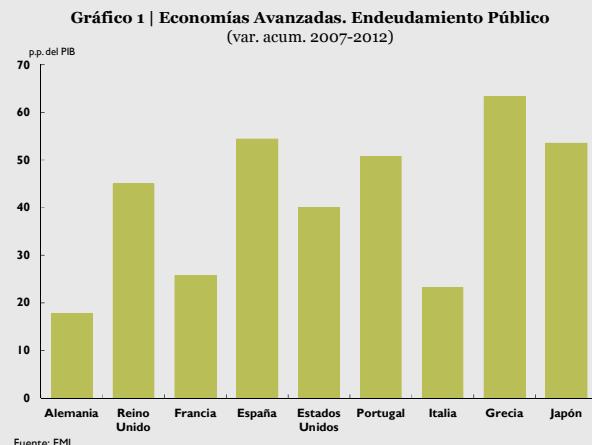
Sin embargo, otras visiones de la macroeconomía alejadas de la perspectiva monetarista más conservadora orientada a controlar la inflación —y que dejan a un lado otras dimensiones reales— contemplan, por ejemplo, el principio keynesiano de la gestión anticíclica de la demanda en aras del pleno empleo, resultando sumamente críticas de estos postulados y sugiriendo, con perspectivas heterodoxas, abordajes diferentes a las políticas implementadas, en algunos casos, incluso con sentidos directamente opuestos.

Como resultado, el ajuste fiscal contribuyó negativamente sobre el desempeño de las economías avanzadas. Ante el frágil comportamiento de la actividad económica y dado el mayor endeudamiento público para afrontar las adversas condiciones macroeconómicas, el ratio de la Deuda/PIB aumentó notablemente en las principales economí-

<sup>14</sup> La lógica del razonamiento es que el creciente endeudamiento público conlleva a que, frente a la necesidad en aumento de renovación de la deuda, los países quedan expuestos a mayores costos de financiación dada la incertidumbre acerca de la solvencia del país para afrontar los vencimientos futuros. De esta manera, se produce un encarecimiento del fondeo no sólo para el sector público, sino también para el privado, afectando con ello al consumo y, principalmente, a la inversión.

<sup>15</sup> Fondo Monetario Internacional (2012). “Coping with High Debt and Sluggish Growth”. World Economic Outlook October 2012.

as avanzadas, con incrementos de 34 p.p. en promedio (ver Gráfico 1). Además, la evolución de la actividad afectó de manera negativa los recursos fiscales de estos gobiernos, y por ende su capacidad de pago de los servicios de deuda, aumentando a su vez las exigencias respecto a las medidas de austeridad fiscal<sup>16</sup>.



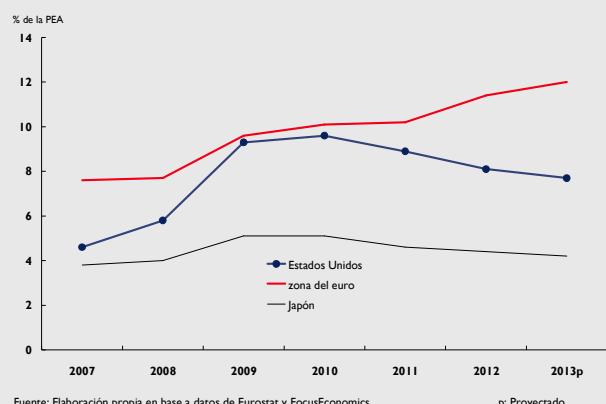
El resultado adverso se explica en parte por algunas particularidades de la situación económica mundial que limitan el gasto privado, más allá del desempeño de las finanzas públicas. Por un lado, existe un elevado nivel de endeudamiento de las empresas y de las familias que incentiva el “desapalancamiento” a partir de un menor gasto presente —pese al entorno de bajas tasas de interés—, y determina una débil demanda agregada y un lento crecimiento económico.

A más de cinco años del inicio de la crisis, millones de personas continúan desocupadas en los principales países avanzados adoptando características de desempleo estructural o de larga duración, situación que en algunos casos continuó agravándose por la fragilidad económica. Esta tendencia resulta particularmente preocupante en la zona del euro, donde se verifican situaciones extremas de desempleo —aún en creciente deterioro—. En particular, en las naciones más vulnerables (como España y Grecia) la tasa de desempleo ya superó el 25% de la Población Económicamente Activa. Por su parte, si bien en los Estados Unidos la desocupación se ubica en niveles históricamente elevados, el desempeño económico relativamente más dinámico se viene reflejando en una lenta recuperación (ver Gráfico 2).

La evidencia estaría mostrando que en este escenario recortar el gasto público o aumentar impuestos,

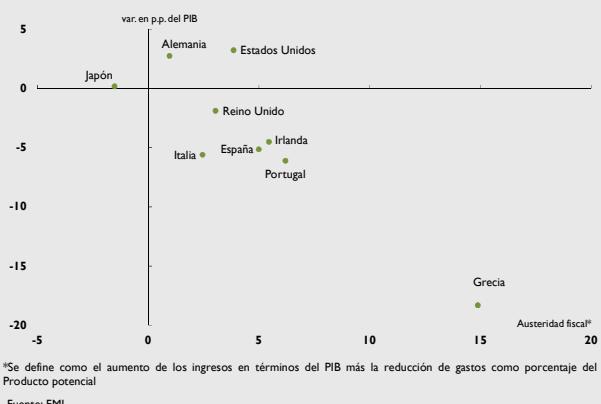
en lugar de resultar “expansivo” profundiza la contracción de la actividad económica (ver Gráfico 3).

Gráfico 2 | Principales Economías Avanzadas. Desempleo



La evidencia estaría mostrando que en este escenario, recortar el gasto público o aumentar impuestos, en lugar de resultar “expansivo” profundiza la contracción de la actividad económica (ver Gráfico 3).

Gráfico 3 | Economías Avanzadas. Austeridad Fiscal y Crecimiento (2009 – 2012)



Tal como quedó demostrado en los últimos eventos de legitimación democrática, los impactos negativos de los ajustes abruptos y simultáneos de las cuentas públicas sobre el empleo y sobre la distribución equitativa del ingreso condicionan la gobernabilidad política en esas naciones.

Como producto de los magros resultados y de la persistencia de la crisis, en particular sobre las economías, los salarios reales y el empleo, se han comenzado a discutir definiciones más amplias de estabilización económica basadas en la integración de indicadores fiscales y monetarios anticíclicos a corto plazo con objetivos de largo plazo. Recuperando la idea de que las políticas macroeconómicas deben centrarse en el crecimiento, persiguiendo el pleno empleo y la inversión en capacitación de los

<sup>16</sup> Paul De Grauwe, Yuemei Ji (2013) “Panic driven austerity in the Eurozone and its implications”, <http://www.voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications>

jóvenes. En todo caso, esas condiciones harán posibles a la postre recuperar los equilibrios perdidos, entre ellos los fiscales.

En este contexto, se observaron diferencias en el abordaje de la cuestión fiscal entre las naciones. Mientras que en algunos países se priorizó garantizar la recuperación de la anémica actividad económica, aunque con promesas y mecanismos a futuro para rebalancear las finanzas públicas (como en los Estados Unidos y en Japón —antes del desastre natural que afectó al país asiático a inicios de 2011—), en otros casos se realizaron ajustes abruptos que contribuyeron al deterioro de la actividad económica (zona del euro, Reino Unido).

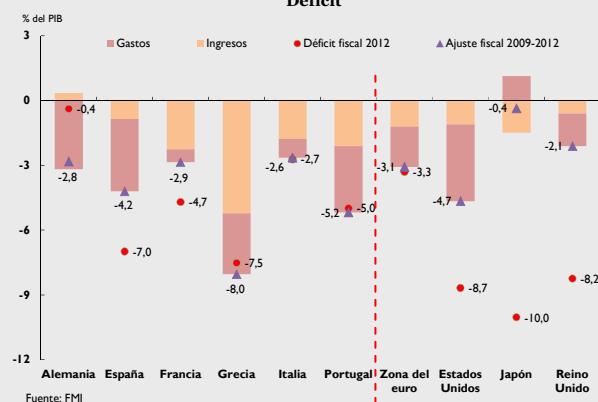
Incluso al interior de la zona del euro se registraron significativas diferencias en cuanto a la magnitud de los ajustes y la diversidad de medidas implementadas, en virtud de las heterogeneidades en relación a las posiciones fiscales iniciales de cada país (ver Gráfico 4). La evidencia empírica indica que la exigencia de los ajustes fiscales fue relativamente mayor para los países más vulnerables de la región, afectando en mayor medida a estas economías, redundando en un nuevo aumento de la ya elevada disparidad regional en términos de crecimiento.

En los Estados Unidos la brecha fiscal se cerró en cerca de 5 p.p. del PIB desde 2009, mayormente a partir del recorte de gastos, e incluso tras ese esfuerzo mantendrían un resultado fiscal negativo superior al 8% del Producto. Sin embargo, en ese caso se viene notando una preocupación mayor por el control del daño que las políticas de austeridad pueden implicar para la marcha de la economía real. Así, las medidas de subas de impuestos y recortes de gastos automáticas conocidas como “principio fiscal” seguirían implementándose gradualmente y negociándose en función de la evolución de la economía.

Por su parte, Japón —la economía más deficitaria dentro del conjunto de países avanzados analizados— efectuó un recorte del déficit entre 2009 y 2010, aunque luego debió enfrentar mayores gastos para la reconstrucción asociados al terremoto y tsunami de 2011, lo que en definitiva redujo el ajuste fiscal (equivalente a 0,4 p.p. del PIB). Con una larga historia de bajo crecimiento —vinculado en parte a cuestiones propias de la demografía del país—, un nuevo gobierno ha fomentado desde inicios de 2013 una política de estímulo fiscal —y de mayor expansión monetaria con relajamiento de la pauta de inflación esperada y depreciación de su moneda— que pretende sacar a la economía del letargo en que se encuentra desde hace años.

En definitiva, en los últimos años el sesgo excesivo hacia la austeridad, sólo permitió sostener un débil crecimiento económico, con mayor volatilidad que en el pasado, al tiempo que se registró un deterioro significativo de los indicadores socioeconómicos y una pérdida de gobernabilidad política. En este contexto resulta necesario lograr un equilibrio más preciso entre la necesaria consolidación de las cuentas públicas y los efectos del ajuste fiscal sobre la demanda agregada, considerando las implicancias de corto y largo plazo. La evidencia empírica sugiere que el concepto de estabilización económica debe contemplar definiciones amplias del marco de referencia de política económica, que integren indicadores fiscales, financieros y monetarios de corto plazo con objetivos de largo plazo centrados en el crecimiento sostenible, el empleo y la capacitación de las generaciones más jóvenes. Así, sería posible finalmente promover la actividad económica y el empleo y, al mismo tiempo, alcanzar la sostenibilidad de las cuentas públicas.

Gráfico 4 | Economías Avanzadas. Esfuerzo Fiscal para Reducir el Déficit



## 3 Actividad Económica

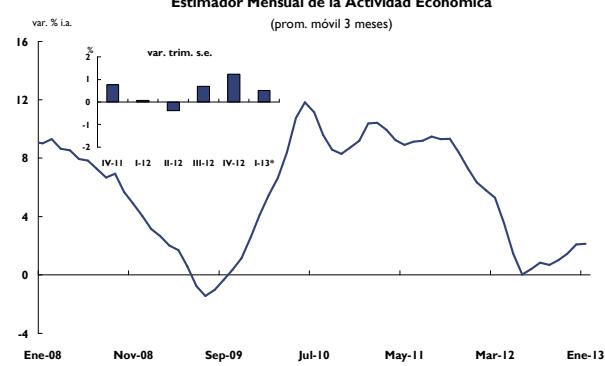
La actividad económica exhibió una mejora en el cuarto trimestre de 2012, al crecer 2,1% interanual (i.a.). De acuerdo a los indicadores adelantados, esta mejora se mantuvo en los primeros tres meses del corriente año. La absorción interna siguió siendo el sostén de la economía, al tiempo que la demanda externa continuó quitándole impulso al nivel de actividad.

Por el lado de la demanda, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) evidenció una recuperación hacia fines de 2012, al caer sólo 1,9% i.a. en el cuarto trimestre vs. 3,5% en el trimestre previo. Este desempeño se explicó por el incremento en las compras de Equipo durable de producción, mientras que la Inversión en construcción tuvo un desempeño desfavorable. El Consumo privado permaneció como el impulsor de la economía con una expansión de 4,5% i.a. en el último cuarto de 2012. El gasto de las familias se vio favorecido por la solidez del mercado laboral, las políticas públicas orientadas hacia los sectores de menores recursos y las alternativas disponibles de financiación. Por su parte, las cantidades exportadas continuaron con la tendencia negativa iniciada en el segundo trimestre del año pasado.

Por el lado de la oferta, la industria y la construcción registraron caídas interanuales en el último trimestre de 2012 y en el inicio del corriente año, aunque a un ritmo menor. El sector agropecuario exhibió una recuperación en su nivel de actividad en los meses recientes, con un alza en la ganadería y en la producción agrícola de cosecha gruesa de la campaña 2012/13. Los servicios siguieron mostrando datos positivos. Las comunicaciones y la intermediación financiera volvieron a ser los sectores que crecieron en mayor cuantía y que contribuyeron de manera más significativa al avance de la actividad económica. En tanto, las cantidades importadas se recuperaron, en línea con la evolución de la actividad local.

Para 2013 se espera un incremento en el ritmo de expansión de la economía, producto de la fortaleza del mercado interno, un crecimiento en los volúmenes de la cosecha gruesa 2012/13 y un mayor dinamismo de la actividad en los principales socios comerciales de la Argentina, en particular en Brasil.

Gráfico 3.1

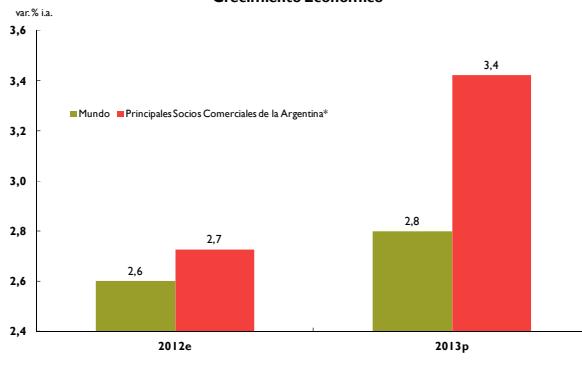
Estimador Mensual de la Actividad Económica  
(prom. móvil 3 meses)

Fuente: INDEC

\*Datos a enero

Gráfico 3.2

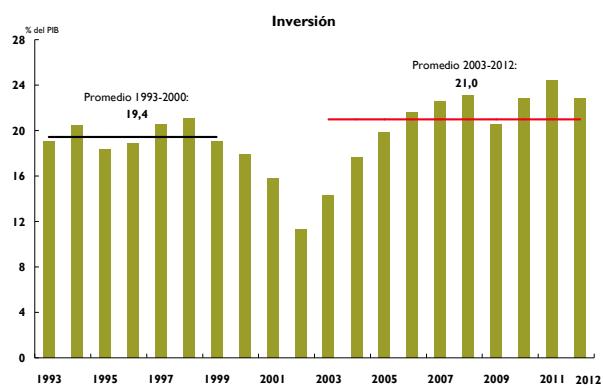
Crecimiento Económico



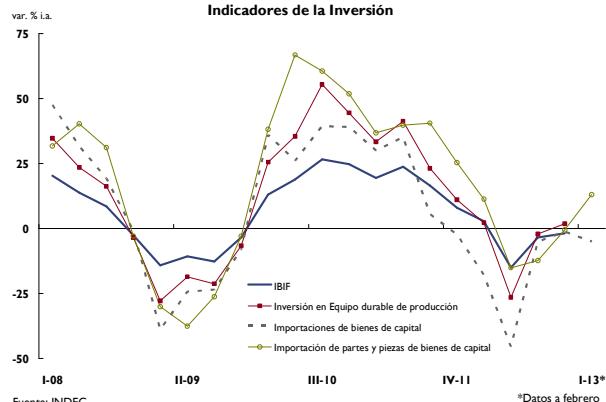
\*Ponderados por su participación en las exportaciones argentinas, que en conjunto llega a cerca del 80% del total  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de FocusEconomics y Banco Central de Brasil

e: Estimado p: Proyectado

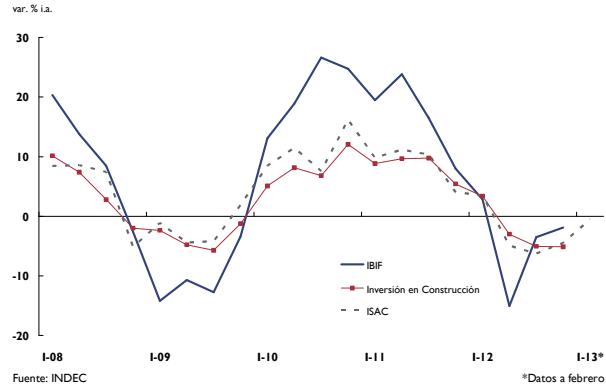
Gráfico 3.3



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico 3.4  
Indicadores de la Inversión

Fuente: INDEC

Gráfico 3.5  
Indicadores de la Inversión

Fuente: INDEC

### 3.1 Demanda

En el último trimestre de 2012 la economía exhibió una mejora de la actividad, con un dinamismo superior al de los dos períodos previos (2,1% i.a. vs. 0% i.a. y 0,7% i.a. en el segundo y tercer trimestre, respectivamente). Los indicadores adelantados señalan que esta tendencia se mantuvo en el inicio de 2013, con el consumo privado como el principal sostén de la demanda. A pesar que la inversión presentó un débil desempeño durante el año pasado, la tasa de inversión en relación al Producto fue de 23%. En tanto, las exportaciones continuaron exhibiendo una caída interanual.

#### Inversión

La Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) volvió a recortar la caída interanual (i.a.) en el último trimestre de 2012 a 1,9%. Si bien el gasto en capital se retrajo en 2012, la Tasa de inversión se ubicó nuevamente por encima de 20% del Producto (ver Gráfico 3.3).

Según se desprende de los indicadores adelantados, el gasto en Equipo durable de producción registró incrementos desde el cuarto trimestre de 2012, a partir del aumento en las compras de maquinarias y equipos de origen nacional y una recuperación de las adquisiciones de bienes de capital importado en relación a trimestres previos (ver Gráfico 3.4). Las compras al exterior de partes y piezas de bienes de capital se elevaron en el inicio del corriente año, alentadas por la necesidad de insumos resultante de la recuperación de la actividad del sector automotor, entre otros factores.

Por su parte, la Inversión en construcción siguió registrando una caída interanual, aunque con menos fuerza en el primer trimestre de 2013 (ver Gráfico 3.5). A excepción de las construcciones petroleras —que se desaceleraron—, el resto de las obras vinculadas al sector privado así como aquellas relacionadas al sector público tuvieron una mejora en el margen.

Para los próximos trimestres se espera un mayor dinamismo de la inversión, en un marco en que continúan las políticas adoptadas con el fin de incentivar el gasto en capital. El Programa de Crédito Argentino (PRO.CRE.AR) implementado por el Gobierno Nacional en julio pasado, se espera tenga un mayor impacto durante el corriente año. También alentará el desempeño de la construcción, la extensión desde fines de marzo del alcance del PRO.CRE.AR a la ampliación, terminación y refacción de viviendas.

Gráfico 3.6

Contribución al Crecimiento del PIB

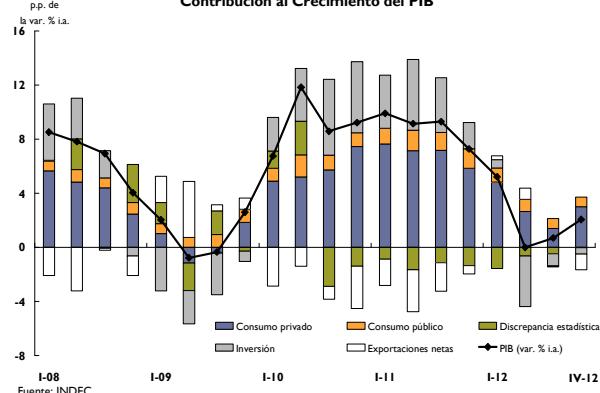
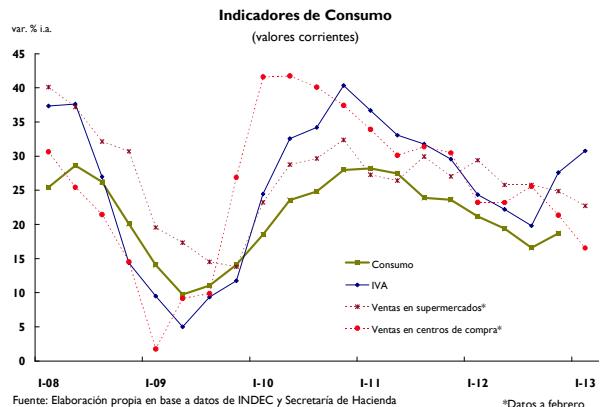
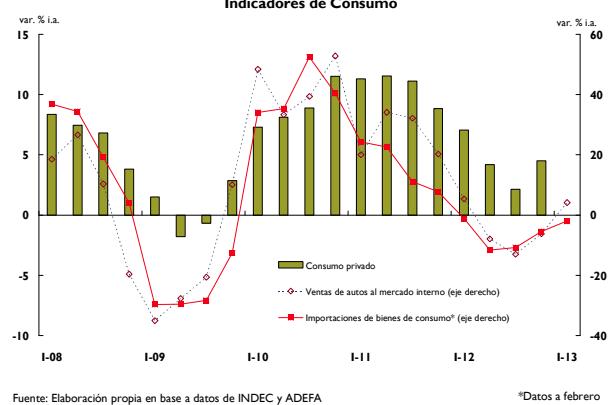


Gráfico 3.7

Indicadores de Consumo (valores corrientes)

Gráfico 3.8  
Indicadores de Consumo

Dentro de los programas implementados por el BCRA, se extendió la línea de promoción de la inversión productiva<sup>17</sup>, al tiempo que la institución continuó licitando fondos en el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (ver Sección 8 y Apartado 4).

Finalmente, para el corriente año se espera un mayor dinamismo del gasto en capital, a partir del incremento en la obra pública (ver Sección 6).

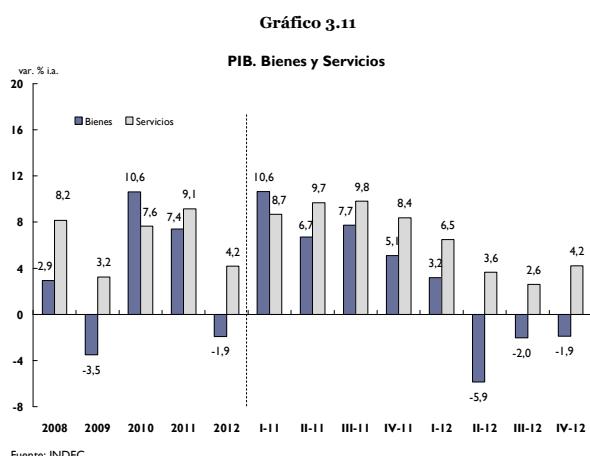
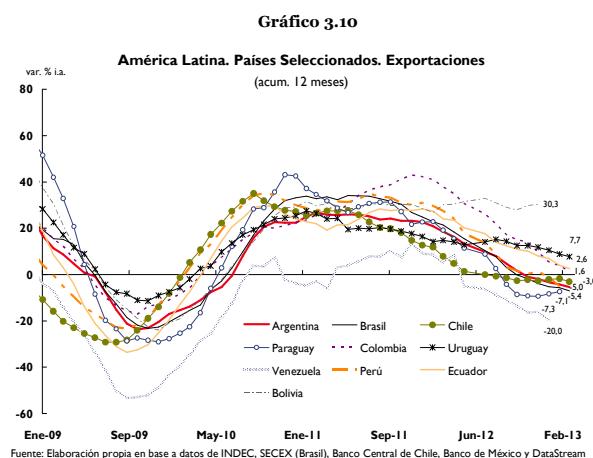
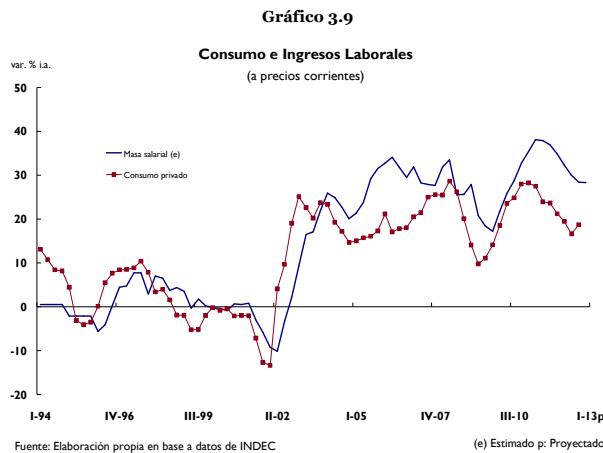
### Consumo

El Consumo privado permaneció como el componente de mayor contribución al crecimiento de la economía (ver Gráfico 3.6). En tanto, el Consumo público se incrementó a un ritmo semejante al registrado en los meses previos.

El Consumo privado cerró 2012 con una suba del 4,4% i.a., mientras que los indicadores adelantados exhiben resultados mixtos sobre el dinamismo del gasto de las familias en los meses recientes (ver Gráfico 3.7). Las ventas en supermercados en términos nominales redujeron su aumento a aproximadamente 23% i.a. en los dos primeros meses de 2013, mientras que las ventas en centros de compras lo hicieron a 17% i.a. Las ventas de autos en el mercado local se recuperaron, tras la baja de 2012. Este comportamiento obedeció a que la comercialización de vehículos de origen nacional creció en el primer trimestre de 2003 aún con más fuerza que en períodos previos mientras que se estabilizaron las ventas de autos importados. En tanto, las cantidades importadas de Bienes de consumo recortaron la caída respecto de 2012 (ver Gráfico 3.8).

El gasto de las familias se vio favorecido por el incremento de sus ingresos nominales. Los elevados niveles de empleo y el aumento de las remuneraciones originaron un nuevo crecimiento de la masa salarial (ver Gráfico 3.9). En tanto, continuaron las políticas públicas destinadas a los sectores de menores recursos, como la Asignación Universal por Hijo para Protección Social —AUH— que, conjuntamente con el resto de las asignaciones familiares, experimentaron un aumento de 26% en octubre pasado, y las jubilaciones que, como resultado de la Ley de Movilidad Previsional, registraron un alza de 11,4% en septiembre y acumularon un aumento de 31% durante 2012 (ver Sección 6).

<sup>17</sup> Las principales entidades financieras y aquellas que se desempeñen como agentes financieros del gobierno nacional, provincial, de la CABA y/o municipal deben destinar el 5% de los depósitos del sector privado al otorgamiento de créditos al sector productivo.



Durante el último trimestre de 2012 y en el primero de 2013 el endeudamiento de las familias siguió mostrando una dinámica importante, con variaciones interanuales de los préstamos personales y de las financiaciones con tarjeta de crédito en torno a 29% y 43%, respectivamente (ver Sección 8).

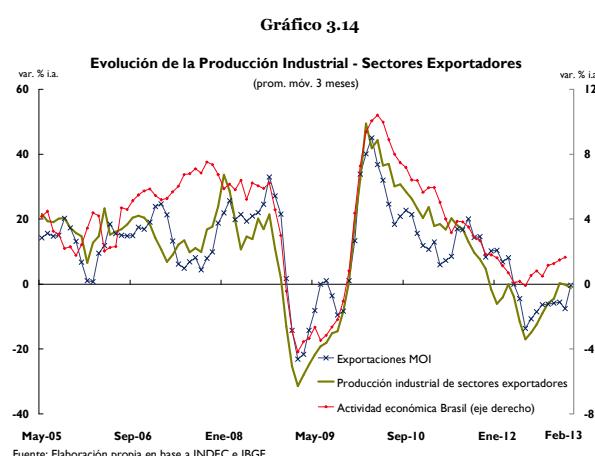
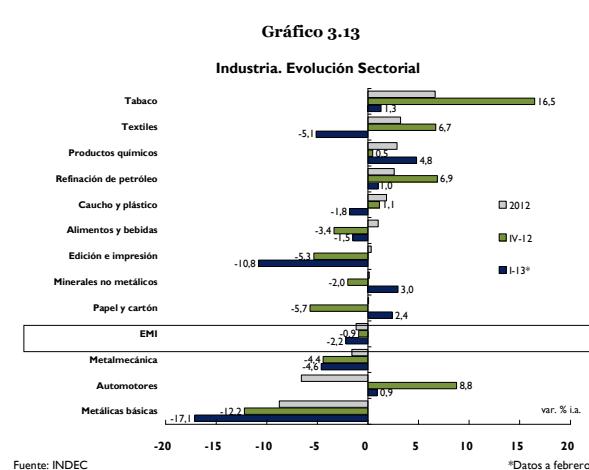
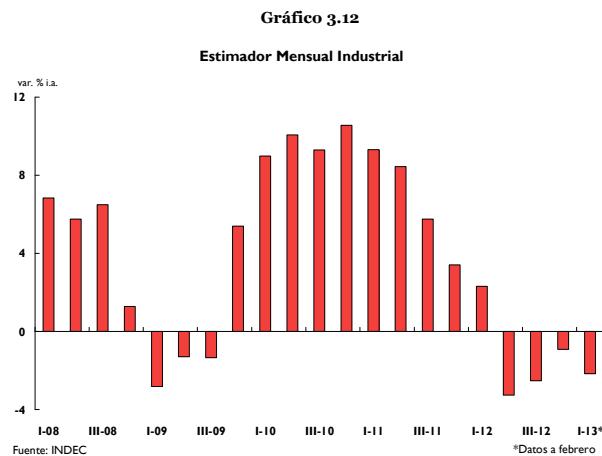
### Exportaciones

En el cuarto trimestre de 2012 las cantidades exportadas de bienes continuaron con la tendencia negativa iniciada en el segundo trimestre del año pasado, con una baja en torno a 10% i.a. El desempeño desfavorable de la demanda externa también se reflejó en el resto de los países de la región, afectados por el contexto internacional adverso (ver Gráfico 3.10 y Sección 5). A inicios del 2013 se observó un recorte de esta caída.

En el 2012, el magro crecimiento de Brasil (0,9% para todo el año) y del resto de los principales socios comerciales redujo la demanda de los productos exportables. A ello se adicionó la baja en la cosecha del ciclo 2011/12 y la reducción en la producción de trigo de la campaña actual, que disminuyeron los saldos exportables agrícolas y afectaron las ventas al exterior de Productos Primarios (PP) y sus derivados.

En particular, las cantidades exportadas de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) profundizaron su caída a 18% i.a. en el cuarto trimestre de 2012 y el primer bimestre de 2013, explicada principalmente por los menores envíos de aceites y grasas, pellets, productos lácteos y productos de molinería. Las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) mostraron una retracción del 7,7% i.a. en el último trimestre del año pasado, destacándose la disminución en las ventas al exterior de productos químicos y plásticos, y de material de transporte. En los primeros meses del corriente año se observó una mejora en las exportaciones de manufacturas industriales. El incremento de las exportaciones de material de transporte —a partir de la recuperación de las ventas de autos a Brasil en los últimos meses—, en conjunción con la suba en las exportaciones de manufacturas de metal y de maquinarias y material eléctrico, entre otros rubros, resultó en un crecimiento de los volúmenes de MOI en torno a 3% i.a. en los primeros dos meses de 2013.

Las exportaciones de PP profundizaron su caída a 10% i.a. a inicios de 2013, resultado de una merma



<sup>18</sup> La evolución de este sector en los próximos meses podría verse afectada por el siniestro ocurrido en la refinería de Ensenada a inicios de abril de 2013.

en los envíos de semillas y frutos oleaginosos, cereales, frutas y hortalizas y legumbres, mientras que las exportaciones de Combustibles continuaron con la tendencia negativa.

### 3.2 Oferta

Por el lado de la oferta, los indicadores adelantados reflejaron un recorte en el ritmo de caída de la actividad en la industria y en la construcción, y una recuperación en los meses recientes del sector agropecuario. Los servicios permanecieron como el principal sostén de la economía, exhibiendo una mayor expansión (ver Gráfico 3.11).

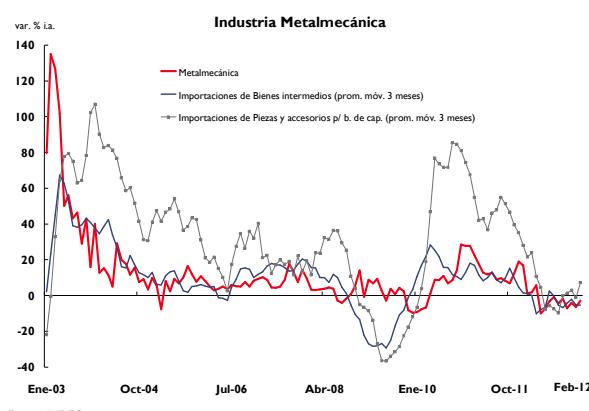
#### Industria

Según el Estimador Mensual Industrial (EMI) —que mide el desempeño de los productos e insumos más representativos— el sector manufacturero redujo la caída en términos interanuales de su actividad entre el último trimestre de 2012 y el primer bimestre del corriente año en relación a los períodos previos (ver Gráfico 3.12).

La industria automotriz comenzó a mostrar una recuperación desde octubre pasado, favoreciendo al desempeño de la actividad manufacturera (ver Gráfico 3.13). La dinámica del sector respondió al incremento en la demanda externa proveniente de Brasil y al aumento de las ventas de autos nacionales en el mercado local. Según datos de la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA), las exportaciones se elevaron 14,1% i.a. entre octubre y diciembre, y 7% i.a. en el primer trimestre de 2013. Las ventas del sector a Brasil crecieron 20,8% i.a. en el último trimestre del año pasado y 22,6% i.a. en el inicio de 2013. Esto se dio en un marco de mayor dinamismo económico de Brasil y de continuidad, aunque con menores beneficios, de las medidas de estímulo al sector automotor en el país vecino (ver Gráfico 3.14). Para el mismo período se observó un alza de la comercialización de vehículos nacionales (+5,5% i.a. en el cuarto trimestre de 2012 y +11,2% i.a. en el primer trimestre de 2013).

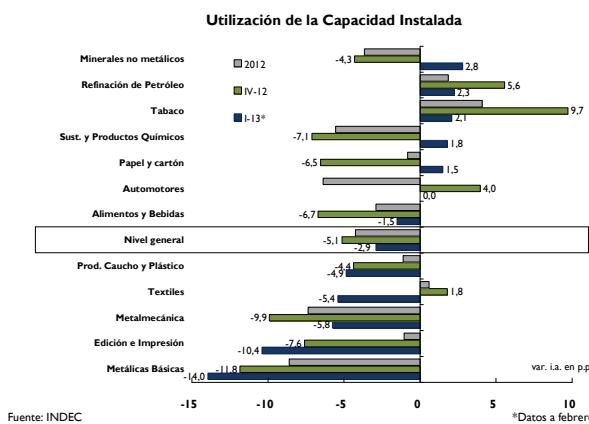
Desde fines de 2012 la fabricación de productos químicos, vinculada a la elaboración de agroquímicos y productos farmacéuticos, también exhibió un incremento. La refinación de petróleo<sup>18</sup> mantuvo su

Gráfico 3.15



Fuente: INDEC

Gráfico 3.16



Fuente: INDEC

tendencia positiva, al igual que el sector productor de tabaco, mientras que en el inicio del corriente año se evidenció una recuperación de los minerales no metálicos, atada a la actividad de la construcción.

La industria alimenticia redujo su actividad en los últimos meses de 2012 y, en menor medida, en el inicio del corriente año. Esta mejora en el margen obedeció a la recuperación de la molienda de cereales y oleaginosas y al sostenido ascenso en la producción de carnes blancas, al tiempo que disminuyó la elaboración de carnes rojas, de lácteos y de bebidas.

Las industrias metálicas básicas redujeron su producción desde octubre pasado, afectadas por la extensión de las reparaciones programadas en algunas plantas de acero. También contrajeron su actividad la industria metalmecánica y la edición e impresión, y más recientemente los textiles y los productos de caucho y plástico (ver Gráfico 3.15).

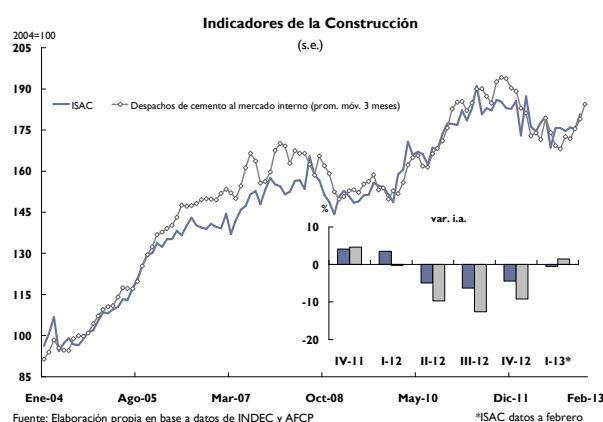
Por su parte, la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) se ubicó en promedio en 76,9% en el cuarto trimestre y en 74,5% durante 2012. Como resultado del nivel de actividad y por la elevada base de comparación, la UCI experimentó una disminución en términos interanuales de 5,1 y 4,3 puntos porcentuales en uno y otro período, respectivamente, pero recortando la caída en el inicio de 2013 (ver Gráfico 3.16). La metalmecánica, las metálicas básicas y la edición e impresión se encuentran entre los bloques que experimentaron la mayor disminución en la UCI.

## Construcción

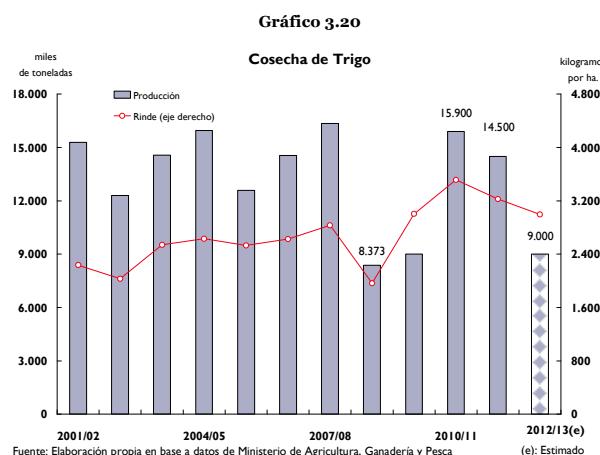
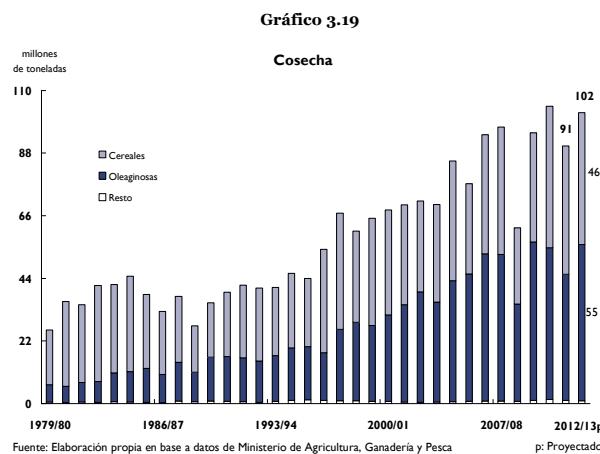
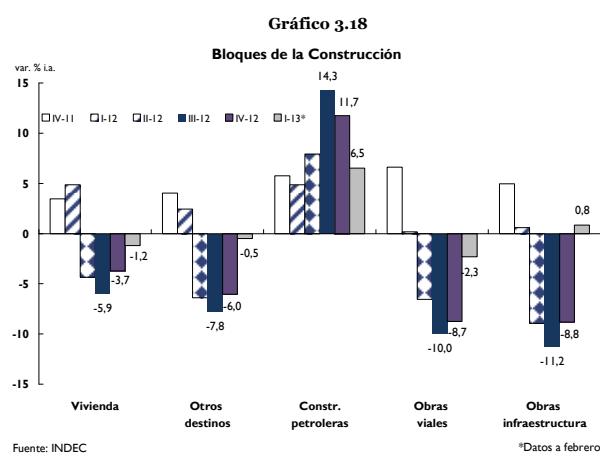
En el inicio de 2013 la construcción exhibió un recorte de su caída en términos interanuales, luego de la merma registrada en 2012. De acuerdo al Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), el sector evidenció una disminución de 4,5% i.a. en el cuarto trimestre del año previo y de 0,5% i.a. en los primeros dos meses de 2013 (ver Gráfico 3.17). En tanto, luego de las sucesivas caídas registradas en 2012, los despachos de cementos al mercado interno mostraron un incremento en el primer trimestre de 2013, dando cuenta de la mejora reciente de la actividad sectorial.

Mientras que las construcciones petroleras se incrementaron con menos fuerza, el resto de los bloques recortó su caída interanual desde el cuarto trimestre de 2012, siendo este comportamiento más

Gráfico 3.17



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



marcado para aquellas construcciones relacionadas con la obra pública. En particular, las viviendas mostraron una retracción de 3,7% i.a. entre octubre y diciembre y menor en el primer bimestre del año, mientras que las construcciones con fines comerciales e industriales se redujeron 6% i.a. y en torno a 0,5% i.a., respectivamente. Las obras de infraestructura se contrajeron 8,8% i.a. en el cuarto trimestre y se elevaron en torno a 1% i.a. durante el primer bimestre año, al tiempo que las construcciones viales mermaron 8,7% i.a. y 2% i.a., en uno y otro período (ver Gráfico 3.18).

Por su parte, las construcciones petroleras aminoraron su expansión en los primeros dos meses de 2013 a aproximadamente 6% i.a. (+11,7% i.a. en el cuarto trimestre; +9,9% i.a. en 2012).

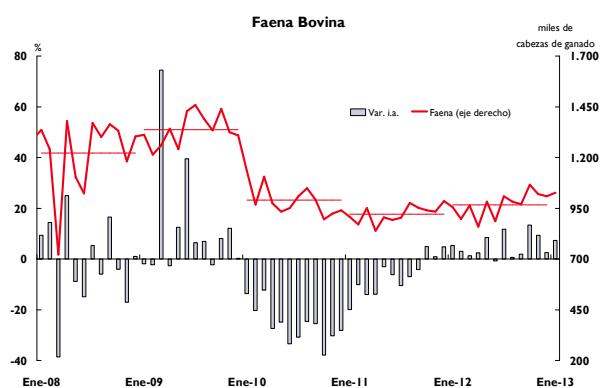
Los indicadores adelantados vienen dando señales mixtas. La encuesta cualitativa realizada por el INDEC a los empresarios del sector sobre las perspectivas para la actividad en 2013 tuvo como respuesta predominante un escenario de estabilidad. Sin embargo, las expectativas de cambio netas (porcentaje de encuestados que espera aumentos menos porcentaje que prevé disminuciones) se ubicaron en terreno positivo para las obras públicas, mientras que para el ámbito de las obras privadas las expectativas netas fueron negativas. Por su parte, los permisos de edificación para obras privadas en un conjunto representativo de 42 municipios, señaló igual tendencia, al mantener la baja interanual, aunque a un menor ritmo.

### Sector Agropecuario

El sector agropecuario exhibió una recuperación de la actividad hacia el primer trimestre de 2013. La producción pecuaria permaneció en alza mientras que la actividad agrícola recuperaría su dinamismo a partir del segundo trimestre producto del impacto en el valor agregado de la cosecha gruesa correspondiente a la campaña 2012/13.

El desempeño del sector agrícola estuvo vinculado a las tareas finales de recolección de granos finos y a las de siembra de los granos gruesos del ciclo 2012/13. En particular, las estimaciones de la campaña actual se ubican en torno a 102 millones de toneladas, lo que implica un aumento de 12% con respecto a los volúmenes obtenidos en el ciclo previo, de aproximadamente 91 millones de toneladas (ver Gráfico 3.19).

Gráfico 3.21



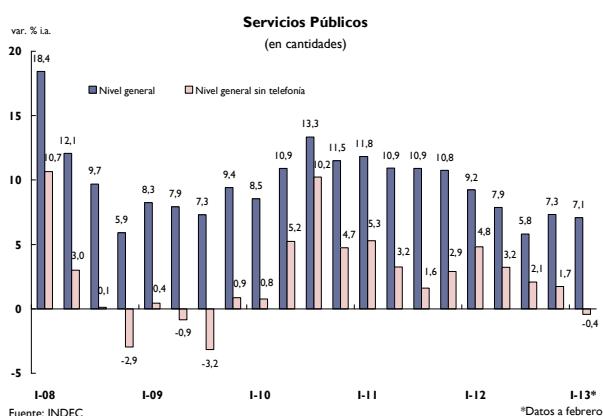
Fuente: Elaboración propia en base a datos de ONCCA y Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca

Gráfico 3.22



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

Gráfico 3.23



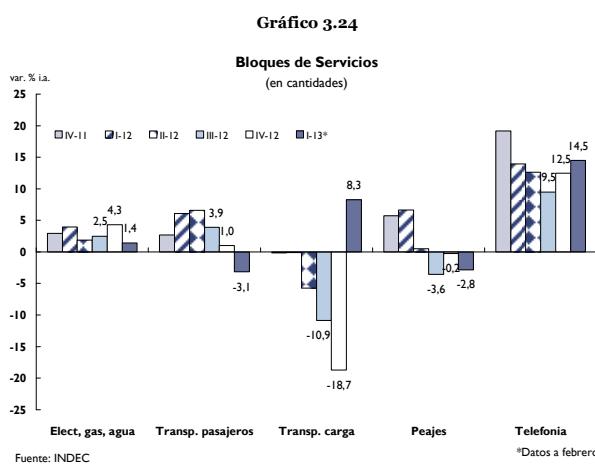
Fuente: INDEC

Las proyecciones de la campaña en curso consideran una caída de 37,9% de la producción de trigo a 9 millones de toneladas —del que se encuentra finalizada su cosecha—. Esto responde a una merma de 31,7% del área sembrada con el cereal, a 3,16 millones de hectáreas, y de menores rendimientos a los obtenidos en la campaña anterior (-7,2%), debido a problemas sanitarios, excesos hídricos en agosto pasado y elevadas temperaturas durante noviembre (ver Gráfico 3.20). También finalizó la cosecha de la cebada cervecera, con una producción récord de 5 millones de toneladas (+23,6%), resultado de un incremento en el área sembrada de 40,9% a 1,65 millones de hectáreas que más que compensó la caída en los rendimientos. Para el caso del maíz, se proyecta que la producción crezca en torno a 21%, alcanzándose 25,7 millones de toneladas, a partir de un crecimiento de los rendimientos de 22% con respecto a los del ciclo previo. En tanto, de acuerdo al Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca a la fecha de publicación del presente informe, para la soja se estima una cosecha de 51,3 millones de toneladas (+27,9%), con un área sembrada de 19,12 millones de hectáreas y rendimientos superiores en 22,6% a los de la campaña pasada.

Por su parte, el sector pecuario registró un alza de su actividad en el cuarto trimestre de 2012 y en el inicio del corriente año. La faena bovina volvió a crecer, exhibiendo un incremento de los animales ingresados al matadero de 8,4% i.a. en el último trimestre de 2012 y aún mayor en los primeros meses de 2013 (ver Gráfico 3.21). Considerando la participación de las hembras en el total faenado se puede deducir que continuó el proceso de retención de vientes y de recomposición del stock ganadero. En un marco en el que los precios del ganado en pie se ubicaron desde finales de 2012 en niveles superiores a los de igual período del año previo, se prevé que continúe la evolución favorable de la actividad del sector (ver Gráfico 3.22). Por su parte, la faena de aves de corral se incrementó en torno a 8% i.a., mientras que la producción de leche volvió a registrar una baja (-7,7% i.a. en el cuarto trimestre de 2012 y -11% i.a. en enero de 2013).

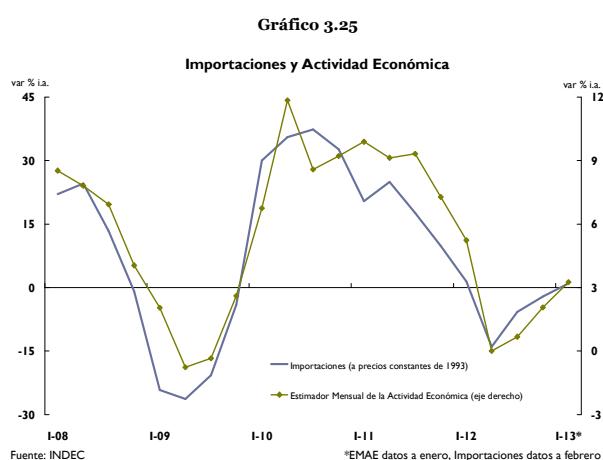
## Servicios

El consumo de servicios públicos continuó mostrando valores positivos. Los indicadores de actividad del sector (Indicador Sintético de Servicios Públicos; ISSP) presentaron una aceleración de su tasa de expansión en el último trimestre de 2012 a 7,3% i.a. (vs. 5,8% i.a. en el tercer trimestre), tendencia que se



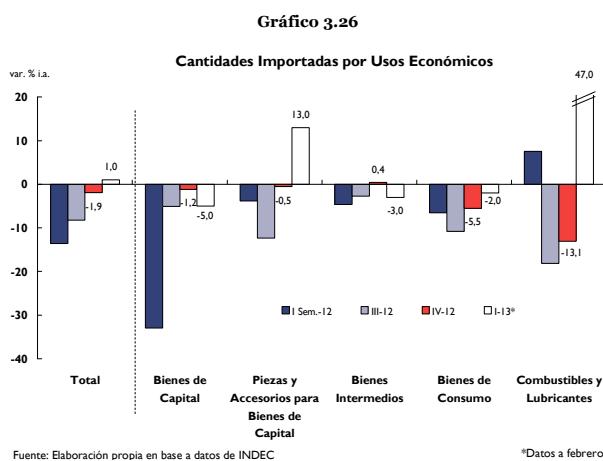
conservó al inicio de 2013 (en torno a +7% i.a.; ver Gráfico 3.23).

La telefonía exhibió nuevamente un alto ritmo de expansión y fue la principal impulsora de los servicios. Durante el cuarto trimestre aceleró su incremento a 12,5% i.a. (vs. +9,5% i.a. en el tercero) y a un alza algo superior en los primeros meses del año (Ver Gráfico 3.24). La telefonía celular mostró nuevamente aumentos interanuales importantes, tanto de las llamadas como del envío de mensajes de texto. Por otro lado, las comunicaciones a través de la red fija continuaron con su tendencia negativa.



Excluyendo la telefonía, el resto de los servicios en su conjunto exhibió una leve baja. El transporte de cargas profundizó su caída a -18,7% i.a. en el cuarto trimestre pero creció en el inicio del año, lo que podría estar impulsado por la mejora relativa de la actividad industrial y del sector agropecuario. Por su parte, el transporte de pasajeros desaceleró su alza en el último trimestre de 2012 y disminuyó en los primeros dos meses de 2013, debido fundamentalmente a la menor cantidad de pasajeros transportados por el servicio de aeronavegación comercial internacional y por el servicio automotor metropolitano. El tránsito de vehículos por rutas con peajes se mantuvo estable en el cuarto trimestre y registró una baja recientemente a partir, principalmente, de la menor cantidad de automotores circulando por accesos a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Por su parte, el suministro de electricidad, gas y agua permaneció incrementándose —a partir de un crecimiento de todos sus rubros—, aunque con un menor ritmo de expansión en el inicio de año. En tanto, la intermediación financiera se mantuvo en alza, mientras que el aumento del turismo interno benefició al sector de hoteles y restaurantes.



### Importaciones

Las cantidades importadas mostraron una recuperación desde el tercer trimestre de 2012, en línea con la mejora observada en el nivel de actividad (ver Gráfico 3.25). En particular, las compras al exterior registraron en los últimos meses del año pasado un recorte en la caída en relación a la primera mitad de 2012 (-13,6% i.a.), mientras que exhibieron una leve suba cercana a 1% i.a. en el primer bimestre de 2013. Dentro de los diversos tipos de bienes se encuentran comportamientos dispares (ver Gráfico 3.26).

Las adquisiciones de Bienes de Capital redujeron su caída, tras disminuir 33% i.a. en el primer semestre del año pasado, al tiempo que las compras al exterior de Piezas y accesorios, luego de mantenerse estables entre octubre y diciembre, aumentaron en los primeros dos meses de 2013. Las importaciones de Combustibles y lubricantes también registraron una recuperación. Los bienes intermedios, tras la suba marginal del último trimestre de 2012, exhibieron nuevamente una baja en el primer bimestre del año, mientras que las adquisiciones de Bienes de Consumo redujeron su ritmo de caída.

## 4 Condiciones socio-económicas

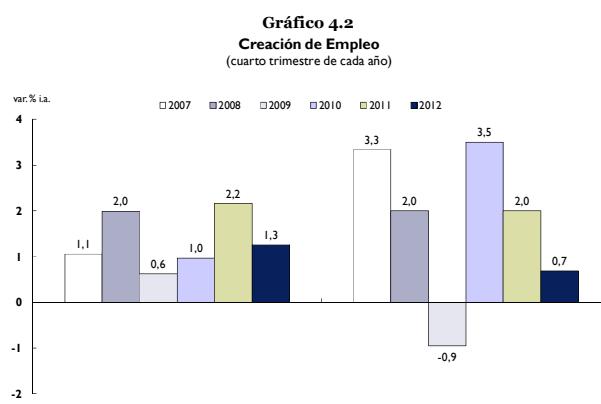
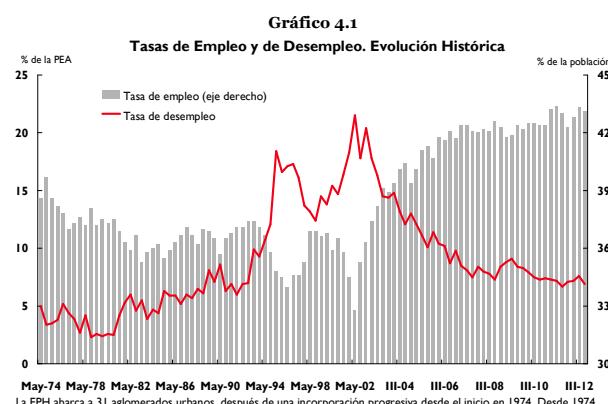
A lo largo de 2012 las condiciones laborales se mantuvieron sólidas. De acuerdo con los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) en el último trimestre de 2012 la Tasa de desocupación se ubicó en 6,9% de la Población Económicamente Activa (PEA), con un leve incremento interanual (i.a.) de 0,2 puntos porcentuales (p.p.) pero permaneciendo sin cambios en el promedio del año (7,2%).

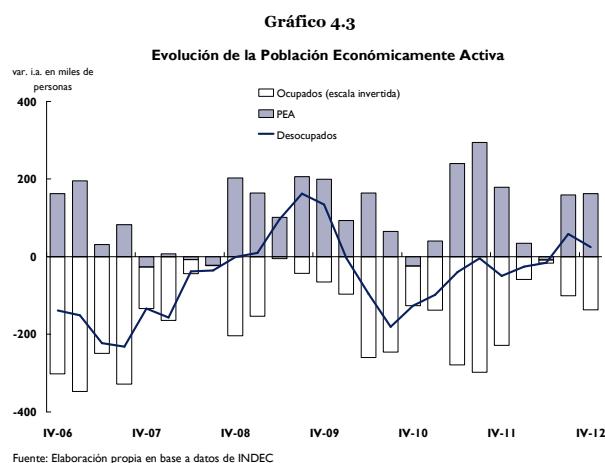
El ritmo de generación de empleo en los 31 aglomerados urbanos relevados por la EPH se ubicó en 0,7% anual en promedio, mostrando una aceleración hacia finales del año hasta alcanzar una suba de 1,3% i.a. en el último trimestre. De esta manera, la elasticidad-PIB del empleo total se elevó por segundo año consecutivo a 0,4%. Por su parte, la fuerza laboral permaneció en niveles históricamente elevados, ubicándose la Tasa de actividad en 46,3% en el cuarto trimestre de 2012 (+0,2 p.p. i.a.) e incrementándose a un ritmo levemente superior al de la creación de puestos de trabajo.

De los 137 mil empleos creados desde el cuarto trimestre de 2011, cerca de la mitad fueron de tiempo completo y el resto de tiempo parcial o subempleos. Así, la Tasa de subocupación se situó al cierre de 2012 en 9% de la PEA, 0,5 p.p. por encima de registro correspondiente al cuarto trimestre de 2011. Por otra parte, los niveles de ocupación formal o registrada continuaron en ascenso aunque con una moderación en la generación de puestos por parte del sector privado, en especial en las ramas productoras de bienes, en línea con el menor dinamismo de la economía. La Tasa de informalidad se elevó a lo largo del año en 0,4 p.p. hasta 34,6% de los asalariados en el cuarto trimestre.

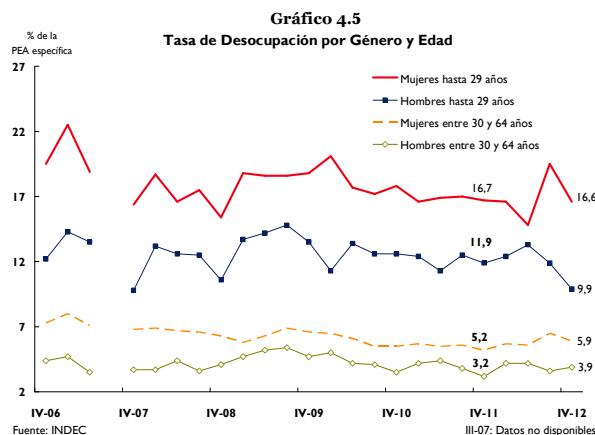
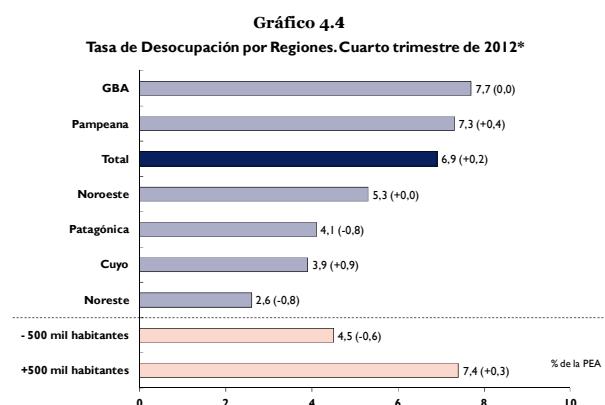
Los salarios de la economía en su conjunto subieron a ritmo menor que el registrado al cierre del año anterior, producto de negociaciones salariales más acotadas en línea con el menor dinamismo de la actividad. El desempeño del mercado de trabajo, que permitió mantener la masa salarial en niveles históricamente elevados y las políticas públicas de transferencias de recursos hacia los sectores de menores ingresos aún en un contexto de desaceleración del nivel de actividad, dieron lugar a nuevas mejoras en la distribución del ingreso.

En el primer semestre de 2013 la demanda de nuevas posiciones laborales cobraría impulso, tal como lo reflejan las encuestas sobre expectativas de empleo. En un contexto de mayor crecimiento esperado de la actividad económica se observarían mejoras tanto en la cantidad como en la calidad del empleo.





Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



<sup>19</sup> La información de la EPH no es estrictamente comparable a lo largo de toda la serie. La EPH abarca actualmente a 31 aglomerados urbanos de todo el país, después de una incorporación progresiva desde el inicio del relevamiento en 1974. A su vez, desde 1974 hasta mayo de 2003 los datos corresponden a la encuesta puntual (dos ondas al año) y luego reflejan datos de la encuesta continua.

## 4.1 Principales Indicadores del Mercado Laboral

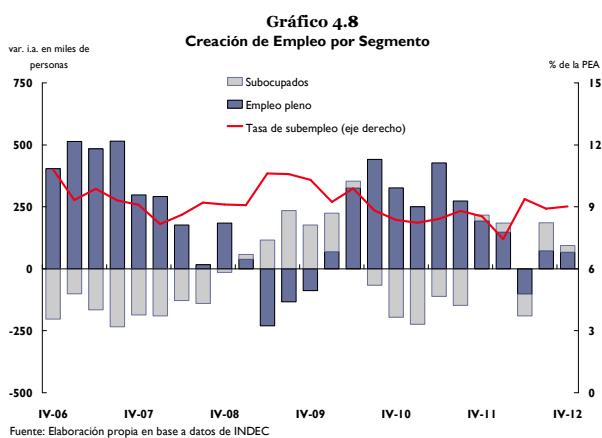
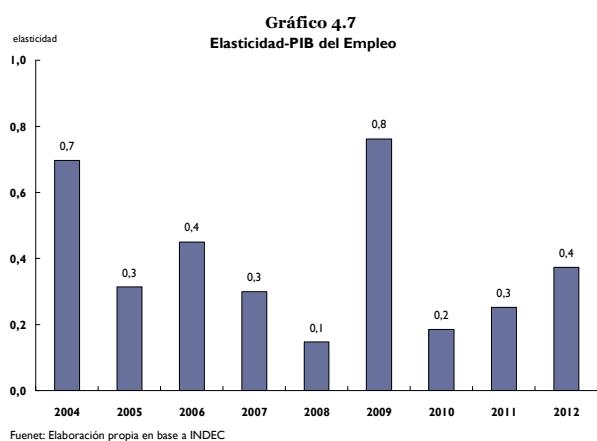
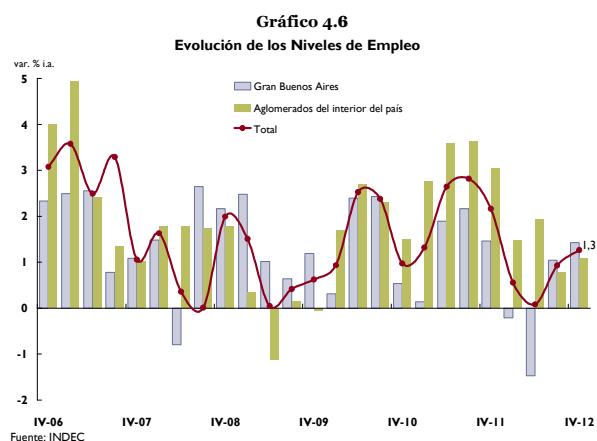
Tomando en cuenta los 31 aglomerados urbanos relevados por Encuesta Permanente de Hogares (EPH), en el cuarto trimestre de 2012 la Tasa de desocupación se ubicó en 6,9% de la Población Económicamente Activa (PEA). Ello significó una suba de 0,2 puntos porcentuales (p.p.) con respecto a la tasa observada un año atrás, aunque en el promedio del año la desocupación no mostró variaciones respecto de 2011, ubicándose en el mínimo nivel desde 1992<sup>19</sup> (7,2%; ver Gráfico 4.1).

El leve aumento del desempleo en el cuarto trimestre respondió fundamentalmente al comportamiento de la participación laboral, especialmente en el Gran Buenos Aires (GBA), donde se expandió por encima de la generación de empleo. El número de desocupados se estimó en 808 mil personas en los 31 aglomerados urbanos relevados, implicando un aumento de 25 mil en relación al cierre de 2011. Ello fue consecuencia de la incorporación de 162 mil personas a la fuerza laboral y la creación de 137 mil nuevos puestos de trabajo a lo largo del año (ver Gráfico 4.3).

En los Aglomerados del Interior del País (AIP) la dinámica del mercado laboral se diferenció del comportamiento observado en el Gran Buenos Aires. En el interior, la Tasa de desempleo se ubicó en 5,8%, incrementándose 0,6 p.p. interanuales (i.a.), mientras que en el GBA la desocupación alcanzó 7,7%, permaneciendo sin cambios respecto del último trimestre de 2011.

Entre las distintas regiones del interior del país también se observaron desempeños dispares, destacándose la reducción de la desocupación en los aglomerados con menor número de habitantes. La Patagonia y el Noreste exhibieron caídas interanuales en la Tasa de desocupación (-0,8 p.p. en ambos casos) en tanto que Cuyo y la región Pampeana mostraron registros superiores (ver Gráfico 4.4).

Considerando a la población por tramos de edad, la mayor Tasa de desocupación siguió registrándose entre los jóvenes y, en particular, en las mujeres —personas hasta 29 años de edad— (16,6% en mujeres y 9,9% en hombres). En términos anuales, en



el cuarto trimestre de 2012 la Tasa de desempleo entre los hombres jóvenes mostró un importante descenso (-2 p.p.) mientras que entre los adultos, cuya Tasa es históricamente inferior, subió 0,7 p.p. i.a. El desempleo femenino de la franja etaria superior se elevó en la misma cuantía y permaneció prácticamente sin cambio la desocupación entre las más jóvenes (ver Gráfico 4.5). La desocupación entre jefes de familia se ubicó en 3,5% de la PEA, con una ligera suba de 0,1 p.p. en relación al cuarto trimestre de 2011.

El ritmo de incremento de la ocupación fue superior al crecimiento poblacional, de manera que la Tasa de empleo<sup>20</sup> subió a 43,1% (0,1 p.p. i.a.). El nivel de ocupación en los 31 aglomerados relevados por la EPH alcanzó a 11 millones de personas, significando un incremento en el número de personas ocupadas de 1,3% respecto de un año atrás; ligeramente superior fue el ritmo de creación de trabajo en el GBA (1,4% i.a.). De esta manera, si bien la generación de empleo aminoró su marcha en relación al cierre de 2011 (cuando había crecido al 2,2%), dicha moderación fue menor a la observada en el ritmo de crecimiento de la actividad económica (ver Gráfico 4.6). Es decir que la elasticidad-PIB del empleo total se elevó respecto de los dos años previos (ver Gráfico 4.7).

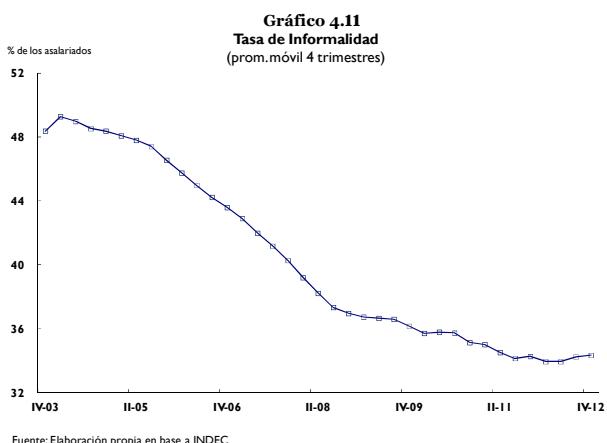
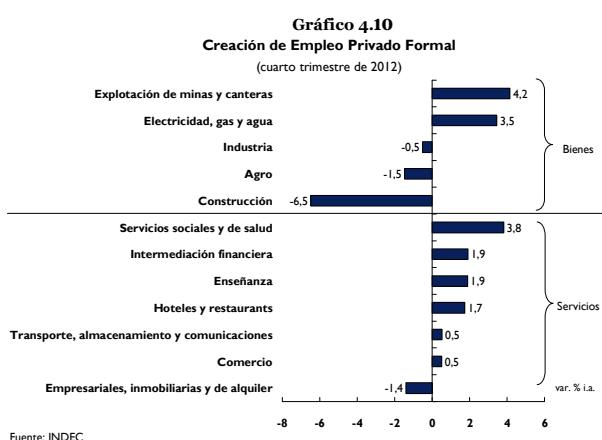
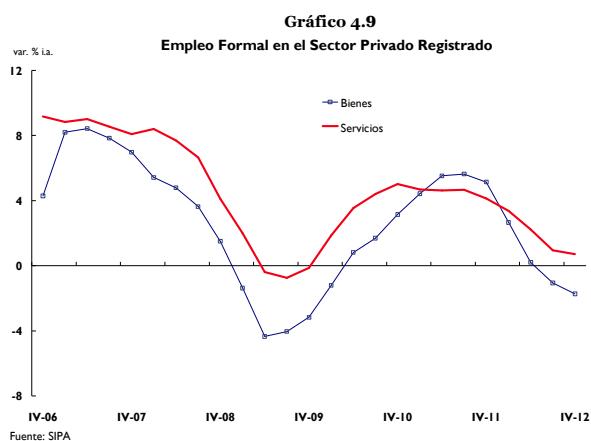
En relación a la calidad del empleo creado a lo largo de 2012, de los 137 mil nuevos puestos de trabajo, 67 mil fueron de tiempo completo y el resto de tiempo parcial o subempleo (ver Gráfico 4.8). Los trabajadores de medio tiempo representaron en el último trimestre de 2012 el 9% de la PEA, siendo de 6,4% la Tasa de subocupación demandante<sup>21</sup>. En términos interanuales, esta última marcó un incremento de 0,5 p.p. De esta manera, en el cuarto trimestre de 2012 la Tasa de desocupación abierta (desocupados + subocupados demandantes) llegó a 13,3% de la PEA, 0,7 p.p. por encima de igual lapso de 2011.

En cuanto al empleo formal o registrado, los datos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) evidencian un incremento de 0,7% i.a. en el cuarto trimestre del año pasado, inferior al crecimiento promedio que mostró durante los trimestres previos.

En el sector privado la incorporación de trabajadores formales se desaceleró registrando una caída de

<sup>20</sup> Cociente entre la población ocupada y la población total.

<sup>21</sup> Cociente entre el número de subocupados que busca activamente empleo y la PEA.



0,1% i.a. en el cuarto trimestre de 2012. Dicho comportamiento se explicó por la disminución en la cantidad de puestos de trabajo en las ramas productoras de bienes (-1,7% i.a.), en tanto que los sectores productores de servicios elevaron su dotación de ocupados formales en 0,7% i.a. promedio durante el mismo período (ver Gráfico 4.9).

Entre los sectores productores de bienes, las ramas que más contribuyeron a la caída interanual en la creación de empleo formal fueron la Construcción (-6,5% i.a.), la Industria (-0,5% i.a.) y el Agro (-1,5% i.a.), en tanto que la ocupación en Explotación de minas y canteras mostró un incremento significativo (4,2% i.a.; ver Gráfico 4.10). La caída del empleo formal en el Agro a lo largo del año, por un total cercano a los 5 mil empleados se explica por la desfavorable evolución de la cosecha gruesa de la campaña 2011/2012 y del trigo correspondiente al ciclo actual.

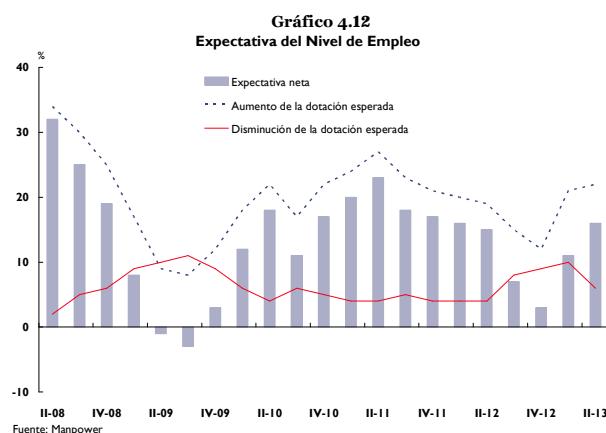
Entre las ramas productoras de servicios se destacaron los aumentos de personal registrado en Servicios sociales y de salud (3,8% i.a.) e Intermediación financiera (1,9% i.a.), en tanto que se observó una retracción en el nivel de empleo registrado en las Actividades empresariales, inmobiliarias y de alquiler (-1,4% i.a.).

En este contexto de desaceleración del ritmo de creación de empleo formal por parte del sector privado, el sector público impulsó la ocupación formal, en especial en provincias y municipios, mostrando en promedio un alza de 4,3% i.a. en el cuarto trimestre de 2012.

Dado el menor ritmo de crecimiento del empleo formal, la Tasa de informalidad de la economía aumentó en 0,4 p.p. en relación a un año atrás, comprendiendo al 34,6% de los asalariados al cierre de 2012. De todas maneras, el número de asalariados sin descuentos jubilatorios se ubica entre los mínimos niveles de la serie comparable en términos históricos (ver Gráfico 4.11).

Durante el primer semestre de 2013, la demanda de nuevas posiciones laborales cobraría impulso, tal como lo reflejan los pronósticos de los empleadores acerca de la evolución de la dotación de personal (ver Gráfico 4.12). Según los datos de privados<sup>22</sup>, las expectativas de empleo evidenciaron una considerable mejora para la primera mitad del año.

<sup>22</sup> Manpower: Encuesta de Expectativas de Empleo realizada a una muestra representativa de 800 empleadores de todo el país a los que se les preguntó si prevén modificaciones en el nivel de empleo de su empresa durante el periodo en curso.



La previsión neta, es decir el porcentaje de encuestados que espera un aumento en las contrataciones menos el porcentaje que prevé disminuciones, se elevó a 13,5% frente al 3% del último trimestre de 2012. Los entrevistados del sector de Finanzas, Manufacturas y de Seguros y Bienes raíces reportaron las intenciones de empleo más optimistas. Entre los sectores de Servicios, sobresalen las previsiones para los sectores de Transportes y Comercio mayorista y minorista.

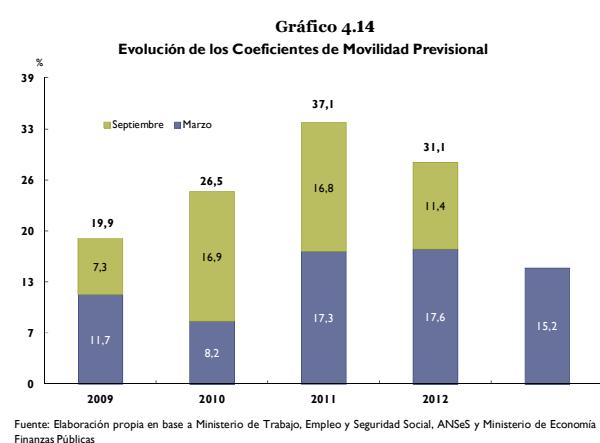
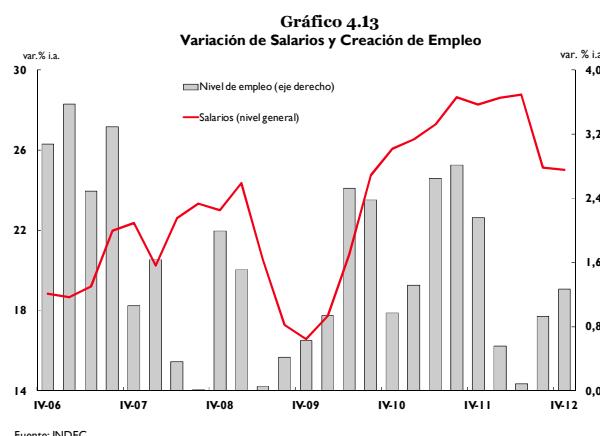
## 4.2 Ingresos

Durante el año 2012 los salarios de la economía en su conjunto alcanzaron en diciembre un alza de 24,5% punta a punta, impulsadas por las remuneraciones del sector privado. Dicho comportamiento implicó una desaceleración de 5 p.p. en relación al alza observada al cierre del año anterior (ver Gráfico 4.13).

El sostenimiento de elevados niveles de empleo en conjunción con políticas públicas anticíclicas permitieron apuntalar el gasto de las familias y dieron lugar a nuevas mejoras en la distribución del ingreso a largo del año.

En relación a las políticas implementadas, a partir de octubre de 2012 se modificó el Régimen de Asignaciones Familiares, cambiándose los topes y escalas a fin de incorporar a los hijos de los trabajadores que perciben ingresos de hasta \$14.000 por matrimonio. Desde entonces, un total de 7,3 millones de niños y jóvenes menores de 18 años perciben la asignación por hijo, incorporándose unas 270 mil familias que tienen hijos menores de 18 años o con discapacidad. Por otro lado, la Asignación Universal por Hijo y la asignación por Embarazo para Protección Social fueron incrementadas desde octubre de 2012 en un 25,9% hasta \$340 mensuales. De acuerdo con los cálculos realizados por la Administración Nacional de la Seguridad Social estas medidas significan una colocación de recursos en la economía por unos \$5.206 millones al año. Además, a partir de marzo de 2013 se incrementó el mínimo no imponible del Impuesto a las Ganancias, elevándose el salario de bolsillo de los asalariados (ver Sección 6).

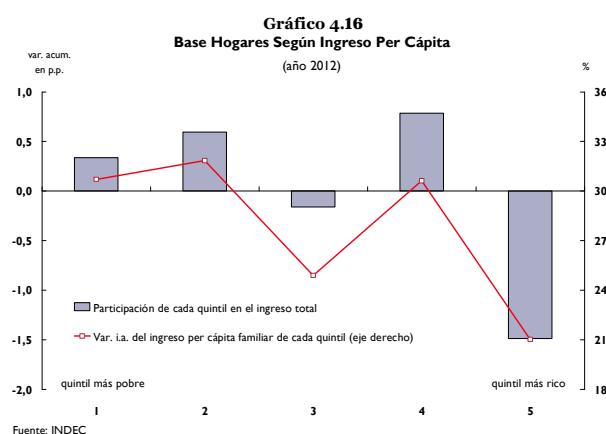
Ello se sumó al ajuste aplicado en el marco de la Ley de Movilidad Previsional que elevó los montos previsionales en 31,05% durante 2012 y en 15,18% a partir de marzo de este año (ver Gráfico 4.14). Esta medida benefició a 7,2 millones de personas (5,9





millones de jubilados y pensionados y 1,4 millones que perciben pensiones no contributivas).

Como consecuencia, siguieron observándose mejoras en los indicadores que miden la distribución del ingreso. El coeficiente de Gini, elaborado por el INDEC, continuó en la senda descendente y se ubicó en el segundo semestre de 2012 en 0,423 frente a 0,433 de igual lapso del año anterior (ver Gráfico 4.15). Ello se dio como resultado de una mayor participación de los quintiles más bajos en el ingreso total, cayendo en contraposición la participación de los más altos. En 2012, los ingresos de los quintiles más bajos de la población crecieron en promedio 31,3%, incrementando su participación en el ingreso total en 0,5 p.p., mientras que los del quintil superior ascendieron a una tasa inferior (21%), reduciéndose en consecuencia, su participación en el ingreso en 1,5 p.p. (ver Gráfico 4.16). De esta manera, el coeficiente de Gini acumuló una disminución cercana al 20% desde el pico registrado en 2001-2002. Cabe señalar al respecto, que el valor máximo de desigualdad precedió a la crisis que terminó con el régimen de convertibilidad. Esta dinámica se asemeja a la observada en los Estados Unidos en los años previos al inicio de la crisis *subprime* de 2007, y que promovió una serie de investigaciones en torno a la relación entre el aumento en la desigualdad y las crisis financieras (ver Apartado 2).



## Apartado 2 / ¿Puede la desigualdad de ingresos generar una crisis financiera?

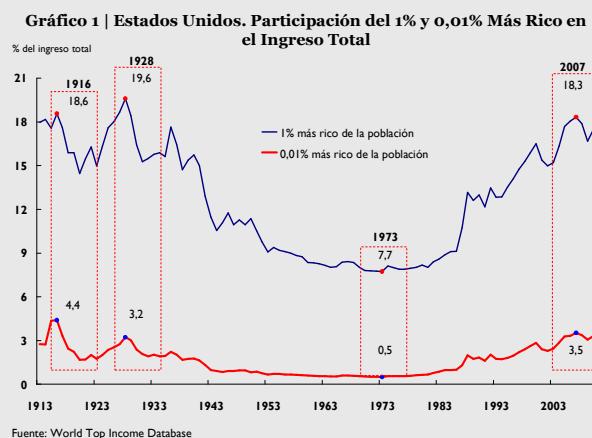
Tanto la crisis de los años '30 como la actual fueron precedidas por niveles récord de desigualdad de ingresos en los Estados Unidos. Este hecho permite sugerir que se trató de algo más que una mera coincidencia, dando lugar a diversos estudios teóricos y empíricos que analizan la relación de aumento en los niveles de desigualdad y la generación de las condiciones necesarias para desencadenar una crisis financiera. Si bien la evidencia empírica sobre la temática no es del todo concluyente y aún quedan importantes lineamientos para continuar investigando, resulta de especial interés considerar los principales avances teóricos y empíricos al respecto.

Al menos hasta las últimas décadas del siglo XX, la problemática de la distribución del ingreso quedaba generalmente relegada en el debate económico a preocupaciones de tipo moral o de justicia. Tal vez esto haya obedecido al supuesto de la teoría convencional de que el crecimiento por sí sólo generaría una sociedad más equitativa, mientras que la desigualdad existente contribuiría a un mayor crecimiento. Esto es así porque, siempre desde las visiones liberales se sosténía —y se sostiene— que la desigualdad genera incentivos económicos que favorecen la productividad individual<sup>23</sup> y premia el esfuerzo por conseguir niveles más altos de educación<sup>24</sup>. Desde visiones más heterodoxas, también se ha argumentado que la desigualdad permitiría que algunos sectores de la población acumulen suficiente capital como para impulsar las inversiones requeridas por el crecimiento económico<sup>25</sup>. Pero la experiencia del sudeste asiático mostró que el crecimiento y la igualdad pueden reforzarse mutuamente, permitiendo que aquellos países más equitativos crezcan a tasas más altas y las sostengan por más tiempo<sup>26</sup>.

Se identifican diversos canales a través de los cuales la desigualdad podría perjudicar el crecimiento económico. Algunos autores utilizan argumentos de economía política para vincular la desigualdad con conflictos distributivos que demoran o impiden la

realización de ciertas inversiones<sup>27</sup>, mientras que otros enfatizan el impacto negativo que tendría en la acumulación de capital humano<sup>28</sup>. Pero en años recientes cobró fuerza la idea de que niveles elevados de desigualdad se asocian a una mayor frecuencia y gravedad de los ciclos de auge y caída, haciendo que la economía se vuelva más volátil y vulnerable a la ocurrencia de crisis financieras.

Como se mencionó previamente, las dos grandes crisis registradas en la economía norteamericana en los últimos cien años fueron precedidas por significativos aumentos en los niveles de desigualdad. Esto fue documentado por David Moss<sup>29</sup>, quien encontró una notable correlación entre quiebras bancarias, desregulación financiera y desigualdad del ingreso a lo largo de la historia de los Estados Unidos. Según este autor, las crisis financieras fueron comunes antes de 1933 y no hubo prácticamente ninguna desde ese momento hasta la década de 1980. La desigualdad del ingreso siguió un patrón similar en el período: fuerte suba antes de la gran depresión, valores mínimos entre los años '40 y '70, y un significativo aumento en los 80's. Los dos picos de la desigualdad ocurrieron en 1928 y 2007, justo antes de una gran crisis financiera, como se observa en la evolución de la participación del 1% más rico en el ingreso total (ver Gráfico 1).



<sup>23</sup> Friedman, M. y Friedman, R. (1980). *Free to Choose. A Personal Statement*. Harcourt Brace Jovanovich, New York.

<sup>24</sup> Becker, G. (2006). *Is the Increased Earnings Inequality among Americans Bad?* The Becker-Posner Blog.

<sup>25</sup> El rol específico del ahorro de la clase capitalista es explicado en Pasinetti, L. (1961/62). La Tasa de Ganancia y la Distribución del Ingreso en relación con la Tasa de Crecimiento Económico.

<sup>26</sup> Berg, A., Ostry, J. y Zettelmeyer, J. (2008). *What makes growth sustained?* IMF Working Paper 08/59.

<sup>27</sup> Banerjee, A. V. y Duflo, E. (2003). *Inequality and growth: what can the data say?* National Bureau of Economic Research.

<sup>28</sup> Stiglitz, J. (2013). *Inequality is Holding Back the Recovery*. Post en el blog Opinionator del New York Times. Consultado en Enero de 2013. También se analiza la cuestión en Galbraith J. (2012). *Inequality and Instability*. Oxford University Press.

<sup>29</sup> Moss, D. (2009). *An Ounce of Prevention: The Power of Public Risk Management in Stabilizing the Financial System*. Working Paper, Harvard Business School.

A la hora de justificar esta correlación, Raghuram Rajan<sup>30</sup> apunta directamente al sistema político norteamericano, quien habría sido incapaz de dar las respuestas estructurales que el problema de la desigualdad requería. Las medidas adecuadas habrían sido hacer una profunda reforma impositiva, para lo cual no había consenso político, o una gran inversión en educación, lo cual sólo rendiría frutos en el largo plazo. Descartadas estas alternativas, afirma que la respuesta política ante la creciente desigualdad fue sostener el nivel de consumo de los sectores medios y bajos mediante una fuerte promoción del crédito hipotecario y de consumo. De esta forma, se obtuvieron beneficios inmediatos en término de actividad económica y empleo, sin percibir los riesgos que se estaban gestando para el futuro. Rajan analiza detalladamente cómo el fuerte crecimiento de los créditos hipotecarios hacia las familias de ingresos medios y bajos fue fomentado por el gobierno a través de distintas agencias, desencadenando la crisis actual. Este crédito “dirigido”, pero totalmente generado por las reglas del mercado, dejó a los Estados Unidos con viviendas que nadie puede pagar y familias excesivamente endeudadas. El autor sostiene que, irónicamente, la tasa de propietarios ha estado disminuyendo desde 2004 y hoy se encuentra en los niveles de 1980 (ver Gráfico 2).



Rajan afirma que no es la primera vez que sucede algo así. La desregulación y la rápida expansión del sector bancario estadounidense en los primeros años del siglo XX fueron, según el autor, una respuesta a las demandas de pequeños y medianos agricultores que se veían rezagados frente al número creciente de obreros industriales. El excesivo endeudamiento rural habría sido una de las causas importantes de las quiebras de los bancos durante la Gran Depresión.

<sup>30</sup> Rajan, R. (2010). *Fault Lines: How Hidden Fault Lines Still Threaten the World Economy*. Princeton University Press. Esta problemática también fue analizada en Barba A. y Pivetti M. (2008) *Rising household debt: its causes and macroeconomic implications*. Cambridge Journal of Economics 33.

De los argumentos expresados por Rajan, se deduce que las crisis financieras en los Estados Unidos estarían directamente relacionadas con una excesiva expansión del crédito. Pero el vínculo con la desigualdad sólo aparece a través del intento de reducirla con medidas de expansión de los préstamos a familias de bajos recursos. Pero no se presenta modelización alguna que permita generalizar las conclusiones a otros episodios de crisis o situaciones en donde se haya registrado un fuerte incremento en los niveles de desigualdad.

Atkinson y Morelli<sup>31</sup> sostienen que el modelo de Kumhof y Rancière<sup>32</sup> es probablemente el único modelo completo que muestra cómo la desigualdad aumenta los riesgos de ocurrencia de una crisis, pero realizan un repaso por otros mecanismos que se han propuesto:

- Aquellas personas que desean incrementar su nivel de vida pero sufren un estancamiento en sus ingresos reales, recurren al endeudamiento, lo cual puede tornarse insostenible. Bajo esta hipótesis, que los autores atribuyen a Stiglitz, lo relevante es lo que sucede en el extremo inferior de la pirámide de ingresos.
- La tesis del sub-consumo, que sostiene que cuanto mayor es la desigualdad, mayor es la dependencia de la demanda agregada respecto al nivel de inversión, al consumo suntuario o a ambos. Esto haría más frecuentes los episodios de débil demanda agregada, por lo que sería usual que la política monetaria mantenga las tasas de interés en niveles bajos, incentivando un mayor endeudamiento del sector privado. Al mismo tiempo, quienes se benefician del empeoramiento de la distribución del ingreso comienzan a buscar inversiones de alto rendimiento, lo que da origen a las burbujas en los precios de los activos. Aquí, lo relevante son los ingresos de los sectores más altos de la población.

A la hora de testear empíricamente estas teorías, Atkinson y Morelli no encuentran evidencia muy concluyente. Sobre 72 crisis ocurridas en 25 países en el período 1911-2000, las mismas fueron tanto por aumentos como por caídas en la desigualdad. Asimismo, las crisis suelen ser precedidas por un *boom* en el precio de los activos, lo cual puede estar vinculado con una expansión crediticia, al tiempo que parece haber un incremento de la desigualdad posterior a la crisis.

<sup>31</sup> Atkinson A. y Morelli, S. (2011). *Economic crises and inequality*. United Nations Development Programme.

<sup>32</sup> Kumhof, M. y Rancière R. (2010). *Inequality, Leverage and Crisis*. IMF Working Paper 10/268.

Bordo y Meissner<sup>33</sup> utilizan datos de panel de 14 países avanzados a lo largo de 120 años, encontrando fuerte evidencia de una correlación entre *booms* de crédito y crisis bancarias, pero no entre estas últimas y una mayor concentración del ingreso. En cuanto a los factores que pueden ocasionar *booms* de crédito, existe evidencia significativa que relaciona la expansión crediticia con incrementos del ingreso real y caídas en las tasas de interés. Los autores discuten la tesis de Rajan al sostener que las políticas expansivas de la Reserva Federal de los Estados Unidos, que habrían desembocado en la crisis de 2007, respondían a una preocupación por evitar la deflación, no a cuestiones distributivas, discusión que parece ser difícil de zanjar empíricamente.

En conclusión, existen argumentos teóricos para pensar que la desigualdad está asociada con un mayor nivel de endeudamiento, el cual está vinculado con una mayor probabilidad de ocurrencia de crisis financiera. La evidencia empírica aún no es del todo concluyente. La correlación entre desigualdad y crisis parece estar bastante bien documentada para el caso de los Estados Unidos pero no para otros países. En general, la mayoría de los estudios parece haberse centrado en identificar episodios de crisis y analizar el patrón distributivo antes de la misma. De esta forma, la pregunta que se intenta responder es si todas las crisis están precedidas por un aumento de la desigualdad y la respuesta suele ser negativa: las crisis pueden tener múltiples causas. Pero esto no implica que una mayor desigualdad no eleve la probabilidad de ocurrencia de una crisis. En cambio, no se conocen trabajos que hayan seguido el camino inverso: identificar eventos de aumentos significativos en los niveles de desigualdad y ver qué ocurre con los mercados de crédito, los precios de los activos y otras variables que pudieran dar cuenta de un mayor riesgo de ocurrencia de crisis.

---

<sup>33</sup> Bordo, M. y Meissner, C. (2012). *Does inequality lead to a financial crisis?* National Bureau of Economic Research.

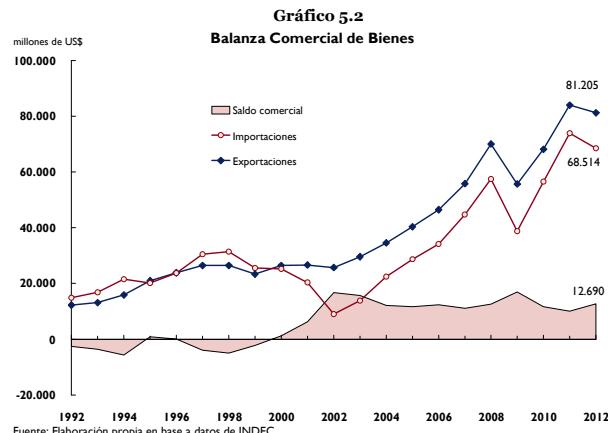
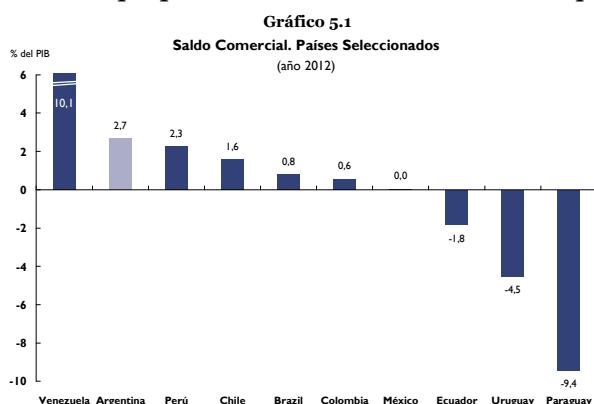
## 5 Sector Externo

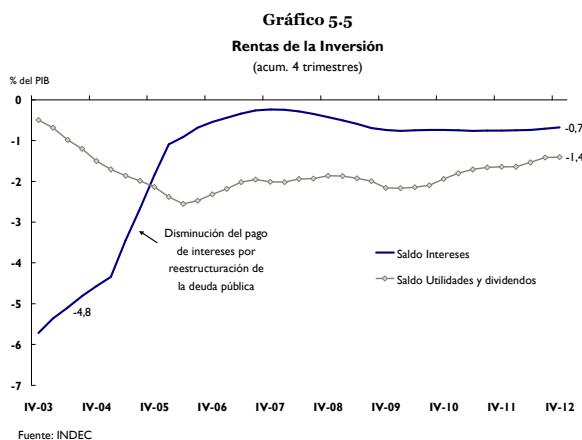
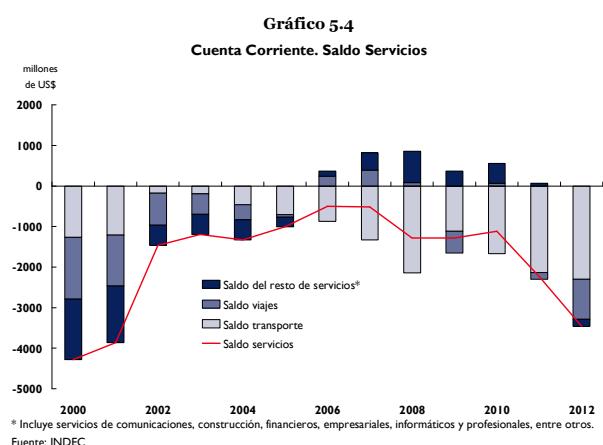
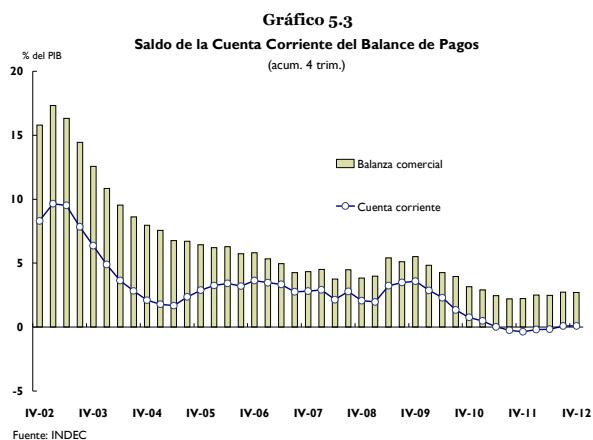
En 2012 los flujos comerciales de la Argentina se vieron afectados por la desaceleración económica de los principales socios comerciales del país y por la menor cosecha del ciclo 2011/12. Tanto las ventas de Productos primarios y sus manufacturas como las de los bienes industriales se redujeron respecto de 2011, desempeño que en el último caso fue común a la mayoría de los países de la región. De todos modos, dada la disminución de las importaciones, en un marco de moderación del crecimiento económico local, el año pasado se alcanzó un superávit comercial de US\$12.690 millones, 27% superior al registrado en 2011 y elevado en términos del PIB en relación al resto de los países de América latina.

Todos los rubros de exportación y de importación se redujeron durante el año pasado, comportamiento que se acentuó en los últimos meses de 2012 en lo que se refiere a las ventas externas. En ambos casos, se registró una merma de las cantidades, dado que tanto los precios de exportación como los de importación subieron durante 2012, por lo que los Términos del intercambio registraron sólo una leve disminución respecto de 2011. El excedente comercial compensó nuevamente los resultados de servicios y rentas, arrojando un saldo equilibrado de Cuenta corriente equivalente a 0,1% del PIB.

Las regulaciones cambiarias vigentes durante el año redujeron significativamente la formación neta de activos externos, por lo que en 2012 se observó una sustancial mejora respecto de 2011 en el saldo de la Cuenta financiera del sector privado. A su vez, la atención de obligaciones con no residentes por parte del sector público, en el marco de la política de desendeudamiento que viene llevando adelante el Gobierno Nacional en la última década, generó un saldo negativo en la Cuenta capital y financiera. En efecto, fueron destinados alrededor de US\$8.500 millones de Reservas de libre disponibilidad al pago de servicios de la Deuda pública con acreedores privados y organismos internacionales. No obstante, con el BCRA como comprador neto en el mercado de cambios, las Reservas internacionales se redujeron sólo un tercio de dicho monto. En este marco, la Deuda externa total (pública y privada) alcanzó a fines 2012 los US\$141.126 millones y continuó disminuyendo en términos del PIB hasta 29,7%, destacándose también la reducción del riesgo de refinanciación de la misma.

En los primeros dos meses de 2013, mientras que las ventas externas se mantuvieron en descenso, las importaciones ganaron dinamismo. No obstante, se prevé que las exportaciones recuperen su crecimiento interanual en los próximos meses en función del aumento de la actividad de los principales socios comerciales de la Argentina y de los mayores saldos agrícolas exportables, en línea con las proyecciones de la cosecha 2012/13. Por su parte, las importaciones crecerían acompañando el mayor nivel de actividad previsto. De esta manera, nuevamente se proyecta la obtención de un superávit comercial anual que permitiría sostener un resultado equilibrado de la Cuenta corriente.





## 5.1 Cuenta Corriente

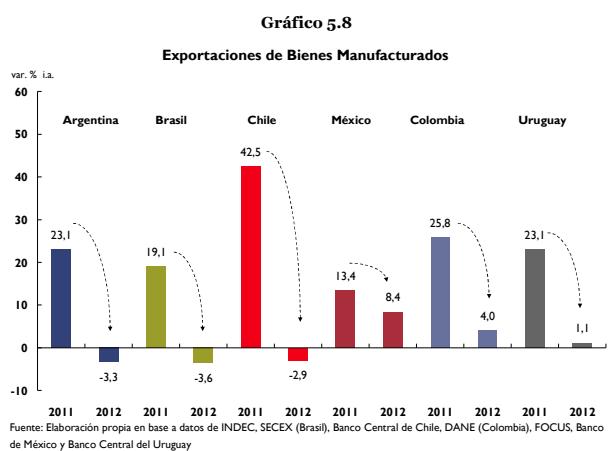
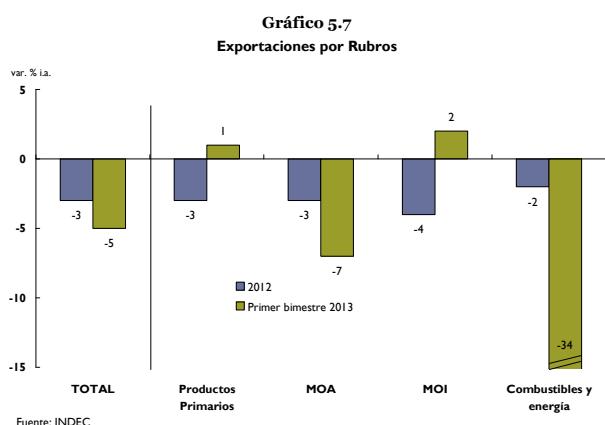
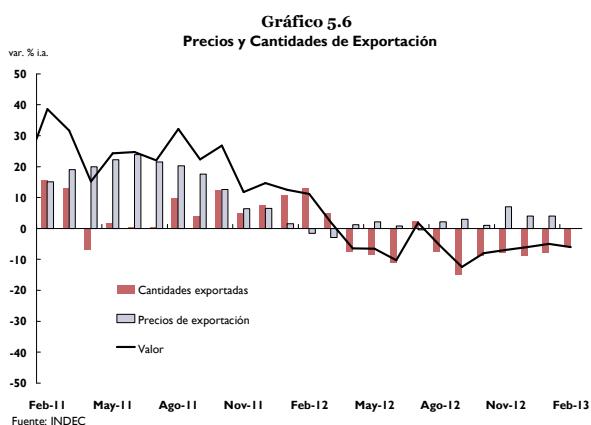
Si bien el año pasado se desaceleraron los volúmenes de comercio, condicionados por factores exógenos como el menor nivel de actividad de nuestros principales socios comerciales y los resultados desfavorables de la campaña 2011/12, el saldo positivo de los flujos comerciales continuó siendo el principal sostén de la Cuenta corriente. De esta manera, y a diferencia de otros países de la región, la Argentina alcanzó un equilibrio externo (+0,1% del PIB; ver Gráfico 5.3).

En 2012 la balanza de Servicios registró un déficit de US\$3.460 millones, superior al de 2011. Esta diferencia se explicó básicamente por el incremento del saldo negativo de la cuenta viajes, en un contexto donde aumentaron los gastos realizados por los turistas argentinos en el exterior y disminuyeron las erogaciones de los viajeros extranjeros en la Argentina. En tanto, el saldo del resto de los servicios —que incluye los gastos asociados a los fletes y los seguros— registró un déficit similar al de 2011 (ver Gráfico 5.4).

La cuenta Rentas de la inversión mantuvo su saldo deficitario, aunque presentó una leve mejora respecto de 2011 (-US\$11.307 millones vs. -US\$11.999 millones). Este desempeño obedeció principalmente al menor pago neto de Utilidades y dividendos —base devengado—, en un marco de desaceleración de la actividad económica interna. En tanto, el pago neto de intereses resultó similar al de 2011 (ver Gráfico 5.5).

Respecto al comercio de bienes, la demanda externa de productos argentinos fue afectada por la desaceleración económica de los principales socios comerciales del país, situación que recrudeció en la última parte del año. A la vez, se registraron menores saldos exportables agrícolas, debido a la sequía que afectó a la cosecha del ciclo 2011/12. Como consecuencia, en 2012 las exportaciones cayeron 3% en su comparación interanual (i.a.; ver Gráfico 5.6).

Todos los rubros de exportación disminuyeron en el acumulado de 2012. Las ventas al exterior de Productos Primarios (PP) cayeron 3% i.a., debido a los menores precios, y sólo una ligera suba de las cantidades. La merma de las ventas al exterior de porotos de soja (-40% i.a.) fue parcialmente compensada por los mayores despachos de trigo y maíz (+23% i.a. y +10% i.a., respectivamente). En lo



transcurrido de 2013 se observó una ligera suba en las ventas de estos productos por efecto de los mayores precios. Las cantidades cayeron en consistencia con los saldos agrícolas restantes de la cosecha previa y una magra campaña de trigo para el ciclo 2012/13, que dejaría reducidos excedentes exportables luego de garantizar las cantidades requeridas para el consumo interno.

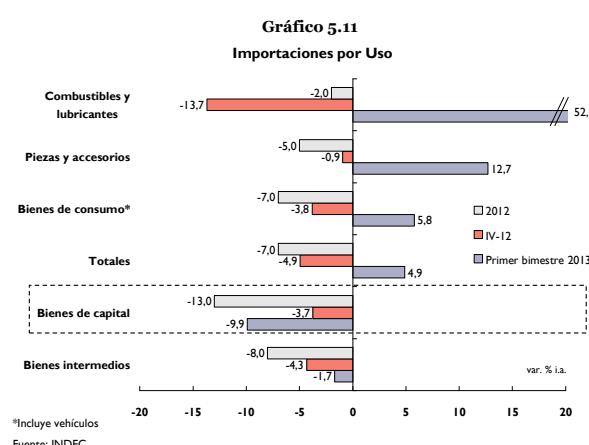
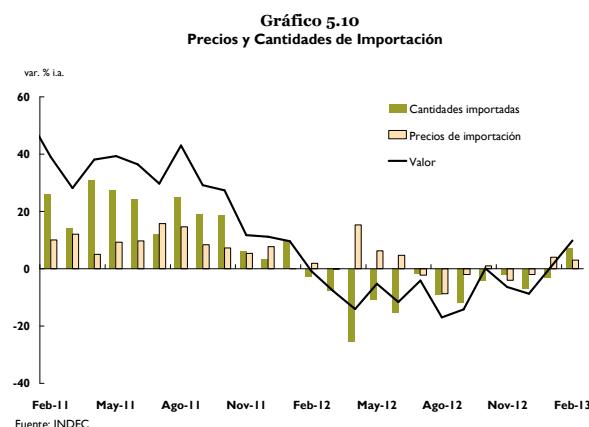
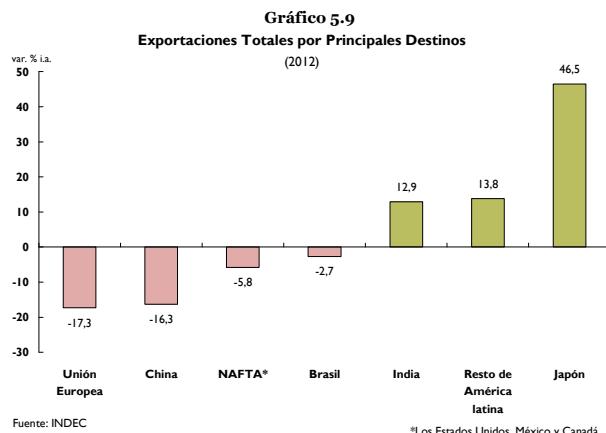
Las ventas de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) también se redujeron 3% i.a. al considerar todo 2012, debido al comportamiento de las cantidades (ver Gráfico 5.7). Durante dicho año, los derivados del complejo sojero mostraron comportamientos mixtos. Mientras que los menores despachos de aceite de soja (-US\$660 millones) explicaron la mayor parte de la merma del rubro, los envíos de *pellets* de soja amortiguaron ese efecto al aumentar en US\$200 millones respecto de 2011. Del resto de los productos con menor peso relativo se vio la caída de las ventas al exterior de carnes y sus preparados (-5% i.a.) y de productos lácteos (-10% i.a.). En los primeros meses de 2013 las MOA profundizaron su caída, situación que se encuentra ligada a las disponibilidades remanentes de la campaña previa.

Las exportaciones industriales se contrajeron en 2012 (-4% i.a.). La menor demanda de estos productos fue más acentuada en la última parte de ese año —y generalizada en los países de la región— respondiendo al ciclo económico mundial (ver Gráfico 5.8). Los despachos del sector automotor disminuyeron respecto de 2011 como causa de las menores ventas con destino hacia la Unión Europea. Las ventas externas a Brasil, principal socio comercial de automóviles, mostraron una ligera suba el año pasado por el repunte de las ventas minoristas de autos en el país vecino en los últimos meses de 2012, en un marco de extensión de los planes de incentivo para la compra de vehículos<sup>34</sup>.

Los datos de los primeros meses de 2013 muestran una reversión de la tendencia de fines del año pasado. Los mayores envíos de piedras, metales preciosos y de automotores —en este caso principalmente destinados a Brasil— permitieron compensar la caída interanual del resto de los sub-rubros industriales.

Por su parte, el año pasado las ventas externas de Combustibles y energía disminuyeron 2% i.a.; tanto

<sup>34</sup> Ver Apartado “Oportunidades de la industria automotriz. La integración con Brasil” del Informe Macroeconómico y de Política Monetaria de diciembre de 2012. Cabe destacar que si bien a partir de enero de 2013 estos beneficios comenzaron a disminuir de forma gradual, las ventas externas de la Argentina de estos productos crecieron con fuerza.



las cantidades como los precios se redujeron marginalmente. Mientras que los despachos de petróleo crecieron 19% i.a., a partir de una baja base de comparación interanual<sup>35</sup>, el resto de los subrubros contrajeron sus exportaciones, destacándose los menores envíos de gas de petróleo y otros hidrocarburos gaseosos. En lo que va de 2013 las ventas de Combustibles mermaron 34% i.a. en línea con la evolución que registraron en el último trimestre de 2012 y con las menores ventas de petróleo crudo.

En referencia a los destinos de las exportaciones, durante 2012 se registraron disminuciones hacia los mercados de Unión Europea, China, Brasil y NAFTA<sup>36</sup>, mientras que compensaron parcialmente los aumentos de los envíos hacia la India, el resto de América latina y Japón (ver Gráfico 5.9). El menor saldo comercial acumulado en los primeros meses del presente año obedeció a la caída interanual de las exportaciones con destino hacia la Unión Europea y China.

Las importaciones de bienes se contrajeron durante 2012, en un marco de crecimiento económico moderado en comparación con 2011 (ver Gráfico 5.10). Las cantidades cayeron 7% i.a., mientras que los precios se mantuvieron sin cambios. En los primeros meses del año las compras al exterior revirtieron su tendencia y exhibieron una ligera suba, debido principalmente a las mayores adquisiciones de Combustibles y energía y de Piezas y accesorios para bienes de capital (ver Gráfico 5.11).

Durante 2012 las importaciones de Bienes de capital cayeron 13% i.a., por efecto de la reducción de las cantidades importadas (-16% i.a.), ya que los precios aumentaron 3% i.a. Desde el último trimestre del año pasado las adquisiciones de Bienes de capital recortaron su caída en comparación con la disminución registrada en todo 2012.

Las compras al exterior de Piezas y accesorios para bienes de capital mostraron un comportamiento similar, aunque con una mejora más notoria en la última parte del 2012 e inicios del corriente año, incluso con un aumento en términos interanuales en el bimestre (13% i.a.).

Las importaciones de Bienes intermedios y de Bienes de consumo también se redujeron durante 2012, a la vez que desaceleraron su tasa de caída

<sup>35</sup> Cabe destacar que en el primer semestre de 2011 las ventas externas fueron afectadas por la reducción de la producción de crudo local debido a conflictos gremiales.

<sup>36</sup> Conformado por los Estados Unidos, México y Canadá.

Gráfico 5.12

Saldo Comercial de Bienes

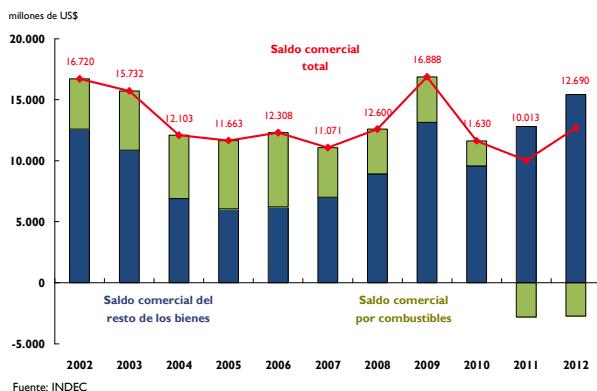


Gráfico 5.13  
Saldo Comercial de Bienes

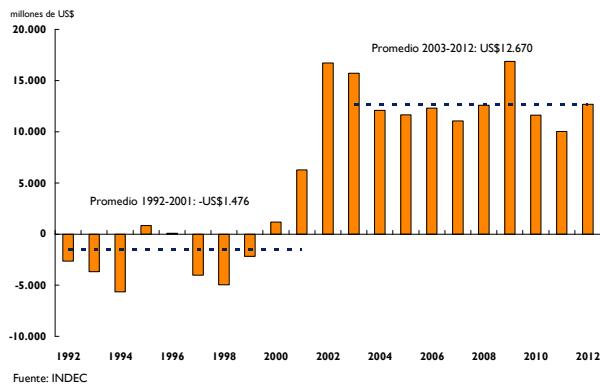
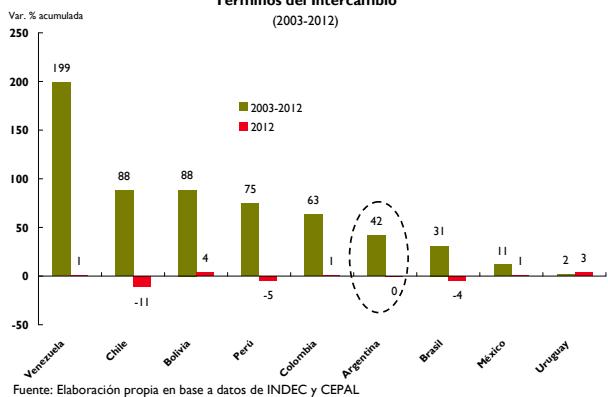


Gráfico 5.14  
Términos del Intercambio  
(2003-2012)



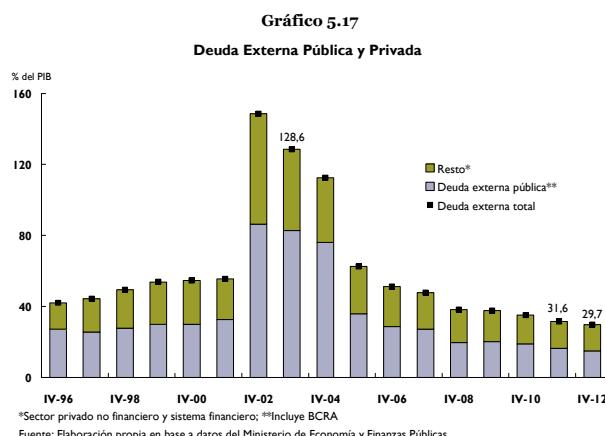
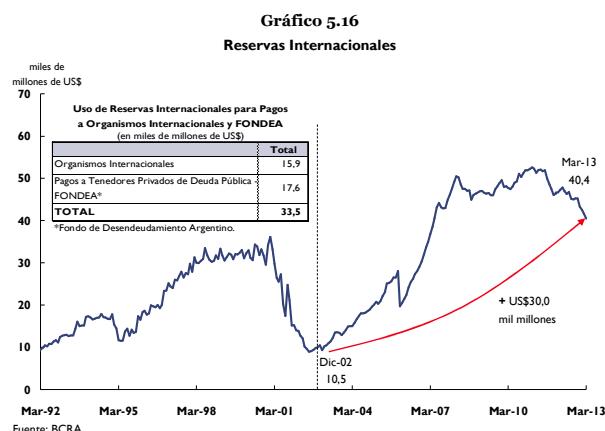
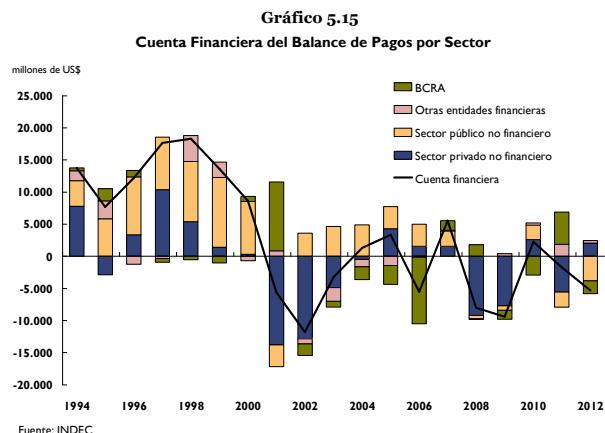
desde octubre de 2012. Las adquisiciones de Vehículos automotores de pasajeros disminuyeron 4% i.a. en 2012, tendencia que se revirtió a inicios del presente año al crecer marginalmente.

Finalmente, las compras externas de Combustibles cayeron durante 2012, debido a una reducción de las cantidades. Así, dado que las importaciones y las exportaciones de Combustibles a lo largo del año pasado tuvieron comportamientos similares, el déficit comercial anual del sector se mantuvo respecto de los valores de 2011 (ver Gráfico 5.12). En los primeros meses del corriente año se aceleraron las importaciones de Combustibles, en línea con la programación energética prevista para 2013, aunque manteniendo los valores nominales de los últimos meses de 2012 de acuerdo a su evolución histórica. Los productos con mayor aumento registrado fueron el gas natural licuado y el gaseoso destinados a abastecer el consumo de la industria, del transporte y de los hogares.

De este modo, en 2012 el saldo comercial positivo alcanzó los US\$12.690 millones, con una suba de US\$2.676 millones respecto de 2011. El excedente superó los US\$10.000 millones por décimo primer año consecutivo y se mantuvo en un nivel elevado en términos históricos y en línea con el promedio de los últimos 10 años (ver Gráfico 5.13). Cabe mencionar que si bien los Términos del intercambio continuaron en valores elevados, durante 2012 se redujeron 0,4% i.a., dado que el aumento de los precios de importación (+1,9% i.a.) superó al incremento de las cotizaciones de las exportaciones (+1,5% i.a.).

En términos del Producto, el superávit comercial se ubicó en uno de los niveles más altos en comparación con los países de América latina (ver Gráfico 5.1). Ello se logró incluso a pesar de que en la última década se observó que el alza de los Términos del intercambio fue menos favorable para la Argentina que para la mayoría de los países de la región (ver Gráfico 5.14).

Para 2013 se espera un aumento de las exportaciones, impulsadas por los mayores saldos agrícolas —consistentes con las estimaciones actuales de cosecha del ciclo 2012/13— y por las proyecciones de crecimiento de los principales socios comerciales de la Argentina. Por su parte, en forma consistente con el mayor nivel de actividad interna esperado, se prevé que las importaciones recuperen dinamismo a lo largo de 2013, desempeño que ya se verificó en



los primeros meses del año y se acentuaría durante el segundo y tercer trimestre, dada la baja base de comparación interanual. En base a lo presentado, se estima que la Argentina mantendrá el superávit comercial y que dicho resultado continúe siendo el principal sostén de las cuentas externas, compensando los resultados negativos de Servicios y de Rentas.

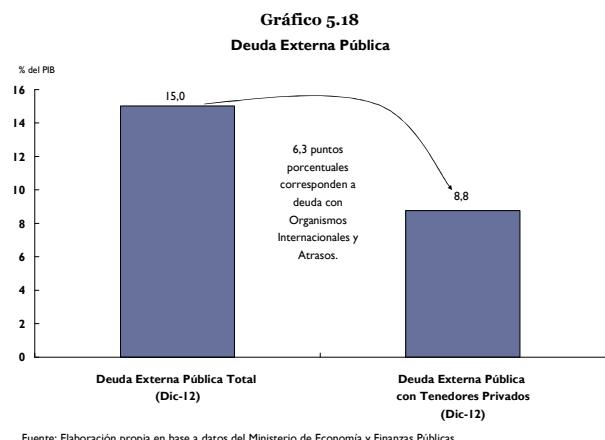
## 5.2 Cuenta Capital y Financiera y Activos y Pasivos Externos

En 2012 la Cuenta capital y financiera registró un déficit de US\$3.436 millones (-0,7% del PIB). En el resultado influyeron los egresos netos del sector público no financiero, principalmente explicado por la atención del cupón del PIB y la amortización final del Boden 2012. Por su parte, el sector bancario mostró un resultado negativo de US\$1.649 millones, dadas las cancelaciones de préstamos de corto plazo por parte del BCRA.

En tanto, el sector privado no financiero registró un superávit de US\$2.069 millones, hecho que contrasta notoriamente con lo verificado en 2011, cuando se habían observado salidas netas por US\$5.574 millones (ver Gráfico 5.15). La mejora en el saldo del sector privado no financiero fue producto de una menor formación neta de activos externos<sup>37</sup>. Este comportamiento se explicó por la implementación de las regulaciones cambiarias orientadas a que el uso de las divisas asegure el pago de las importaciones, la atención de los vencimientos de la Deuda pública y privada en moneda extranjera y el mantenimiento de las Reservas internacionales del Banco Central en niveles adecuados.

EL BCRA fue comprador neto en el mercado de cambios por US\$9.200 millones durante 2012 y, luego de destinarse alrededor de US\$8.500 millones de libre disponibilidad en el año para la atención de servicios de deuda pública a organismos financieros internacionales y a tenedores privados, las Reservas internacionales disminuyeron US\$3.086 millones. En los primeros tres meses del 2013, el stock de reservas disminuyó cerca de US\$2.800 millones respecto de diciembre de 2012. El stock continuó siendo elevado en términos relativos y se ubicó en US\$40.446 millones a fines de

<sup>37</sup> De acuerdo con los datos del Mercado único y libre de cambios, la formación neta de activos externos del sector privado no financiero ascendió a US\$3.404 millones en 2012 (0,7% del PIB), mientras que en 2011 había contabilizado US\$21.504 millones (4,8% del PIB). De hecho, la salida de capitales del sector privado no financiero de 2012 fue la menor desde el año 2006.

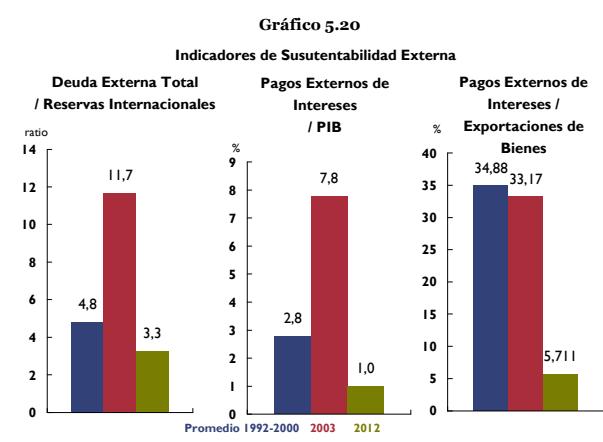
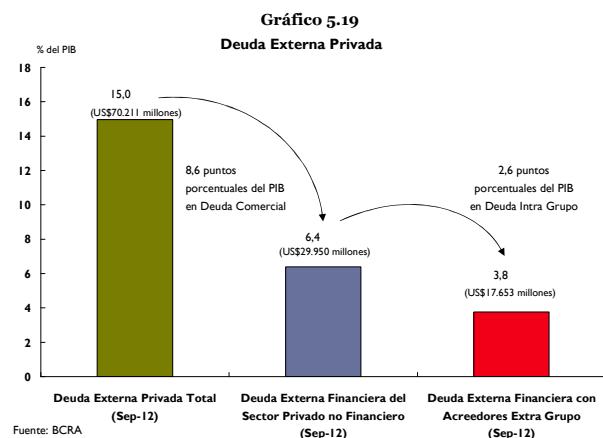


marzo, representando aproximadamente 9% del PIB (ver Gráfico 5.16).

En el marco de la política de desendeudamiento externo público y privado, las obligaciones con no residentes volvieron a reducirse en relación con el tamaño de la economía. De esta manera, la Deuda externa total pasó de 31,6% del PIB en diciembre de 2011 a 29,7% del Producto a fines de 2012, correspondiendo la mitad a obligaciones del sector público con no residentes (ver Gráfico 5.17).

A esta reducción del endeudamiento externo en relación al PIB, se suma la disminución del riesgo de refinanciación que se viene produciendo en los últimos años. En efecto, en lo que hace al sector público, la Deuda externa pública en manos de tenedores privados es de sólo un 8,8% del PIB (ver Gráfico 5.18). En lo que hace al sector privado, la Deuda externa financiera es sólo un 6,4% del PIB, correspondiendo además 2,6 puntos porcentuales (p.p.) a obligaciones intra grupo (ver Gráfico 5.19).

La mejora en la composición por tipo de acreedor de la Deuda externa fue acompañada por un fortalecimiento de otros indicadores de sustentabilidad. En efecto, se redujeron tanto la Deuda externa sobre las Reservas internacionales como los pagos de intereses al extranjero (en términos del PIB y sobre las exportaciones de bienes; ver Gráfico 5.20).



## 6 Finanzas Públicas

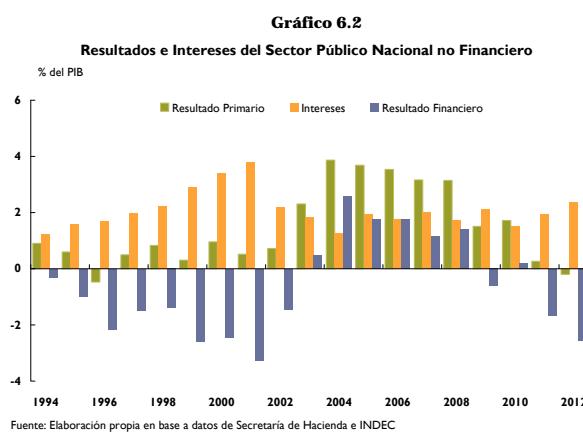
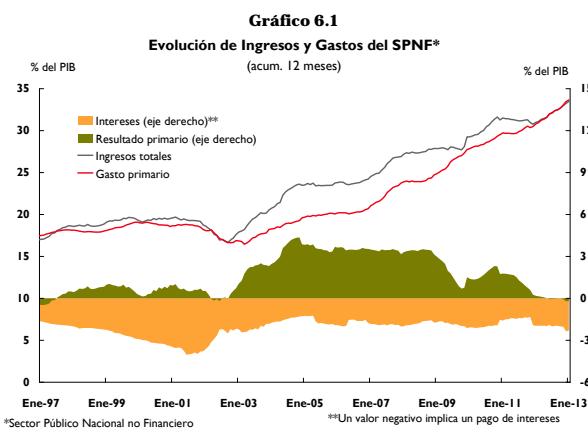
La Recaudación tributaria nacional prolongó su crecimiento durante el año 2012 (acumuló una variación interanual —i.a.— de 26%) recuperando dinamismo durante el segundo semestre. La suba continuó siendo impulsada básicamente por los impuestos ligados al mercado interno: los recursos de la Seguridad social (31% i.a), el impuesto a las Ganancias (27% i.a) y el Impuesto al Valor Agregado (IVA; 24% i.a). Así, los recursos tributarios alcanzaron un nuevo máximo en términos del PIB en 2012. En tanto, en los primeros meses de 2013 se mantuvo el ritmo de expansión.

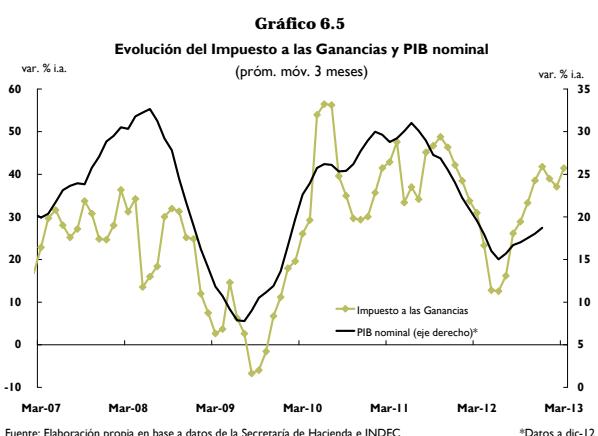
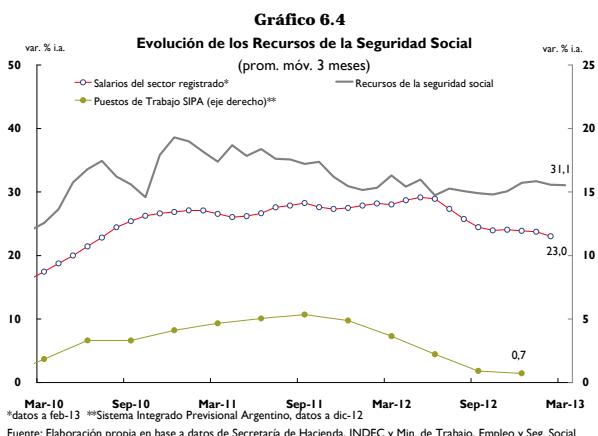
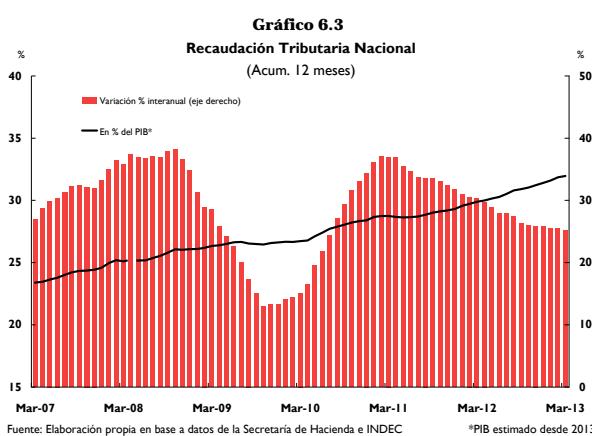
En este marco, los recursos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) se expandieron a una tasa cercana al 27% i.a. en 2012. Hacia delante, se prevé que los ingresos continúen en aumento dada la previsión de mayor incremento de la actividad económica para el año 2013.

En 2012, a fin de contrarrestar los efectos del deterioro del contexto internacional, se mantuvo un elevado nivel de expansión del Gasto primario (29% i.a.) orientado a sostener la demanda interna y aumentar la equidad social a través de políticas de inclusión. Así, las Prestaciones previsionales, las Transferencias corrientes al sector privado y las remuneraciones a los empleado públicos explicaron tres cuartas partes de la suba interanual de las erogaciones primarias. En este marco, el Resultado primario del SPNF cerró el año con un pequeño desequilibrio negativo en términos del Producto.

El Tesoro Nacional siguió afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes del propio sector público. Esta estrategia de financiamiento permitió dar continuidad a la reducción de la Deuda pública en manos del sector privado que habría representado sólo 12% del PIB a fines de 2012: esta tendencia se mantendría durante este año.

Los ingresos tributarios propios de las provincias mantuvieron un desempeño dinámico, al crecer en torno al 30% i.a. en los meses posteriores a junio de 2012. Los recursos tributarios girados por el gobierno nacional a las provincias—Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros recursos de distribución automática así como las transferencias presupuestarias— recuperaron impulso en la segunda mitad de 2012, de modo análogo al desempeño de la Recaudación tributaria nacional. Durante el año 2012 y a inicios del presente año, los distritos subnacionales continuaron accediendo al financiamiento en el mercado de crédito local.





## 6.1 Ingresos

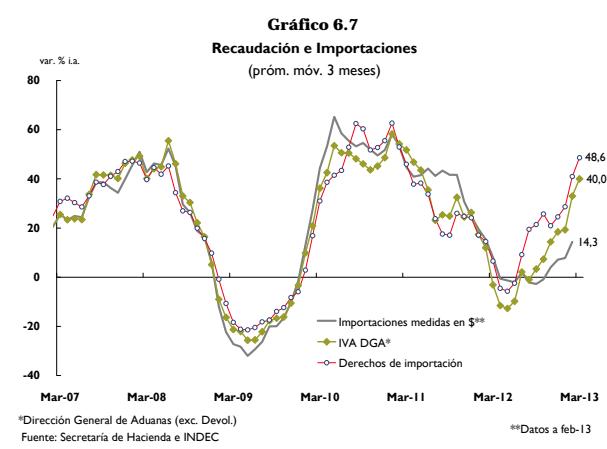
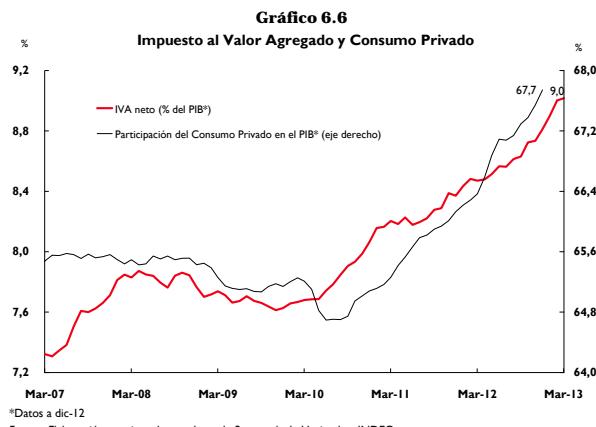
Durante el año 2012<sup>38</sup> la Recaudación tributaria nacional creció 26% interanual (i.a.), mostrando un mayor dinamismo durante el segundo semestre del año. La suba continuó estando impulsada básicamente por los impuestos ligados al mercado interno: los recursos de la Seguridad social, el impuesto a las Ganancias y el Impuesto al Valor Agregado (IVA). En este período, los ingresos por Aportes y contribuciones a la Seguridad social aumentaron 31% i.a., en concepto de Ganancias la suba fue de 27% i.a. y por el Impuesto al Valor Agregado (IVA) fue de 24% i.a. Así, los recursos tributarios alcanzaron un nuevo máximo de 31,4% del PIB en 2012 (ver Gráfico 6.3). En los primeros meses de 2013 se sostuvo el dinamismo de la Recaudación tributaria nacional, creciendo ésta a tasas cercanas al 25% i.a.

Los recursos de la Seguridad social mantuvieron una tasa de expansión elevada y estable a lo largo del año pasado —que continúa en 2013— en torno al 31% i.a. (ver Gráfico 6.4). Sobre este comportamiento incidieron las mayores remuneraciones, el alza del empleo registrado y el incremento de la base imponible máxima para el cálculo de los Aportes —que se elevó de \$16.214 mensuales a fines de 2011 hasta \$21.249 en igual período de 2012 (31% i.a.)—, de acuerdo al ajuste del tope por la movilidad jubilatoria<sup>39</sup>. A su vez, el impacto negativo sobre las variaciones interanuales provocado por la culminación gradual de la moratoria previsional comenzó a exhibir una influencia menor en los últimos meses del año pasado. De esta manera, en 2012 los recursos de la Seguridad social representaron 8,1% del PIB (+0,8 puntos porcentuales —p.p.— en relación con 2011, siendo el tributo que mayor aumento registró en términos del Producto en el período).

Los ingresos asociados al impuesto a las Ganancias siguieron en alza en 2012 (36% i.a.) y representaron 6,4% del PIB (+0,5 p.p. del Producto en relación con 2011). El alza obedeció a la suba de los niveles nominales de actividad económica y de las remuneraciones, que se reflejaron en un incremento de los anticipos, las retenciones y las percepciones de sociedades, y en mayores pagos y anticipos de personas físicas, por las ganancias determinadas en ejercicios anteriores (ver Gráfico 6.5). En el

<sup>38</sup> Los datos estuvieron influenciados por 4 días hábiles menos respecto de 2011.

<sup>39</sup> De acuerdo a la Resolución ANSeS N°30/2013, a partir de los salarios devengados en marzo de 2013 la nueva base imponible máxima prevista es de \$24.474 (+15,18%).



primer trimestre del corriente año el impuesto registró subas promedio de 41% i.a.

El IVA —neto de devoluciones y reintegros<sup>40</sup>— tuvo un alza promedio de 24% i.a. y representó 8,8% del PIB en 2012 (+0,4 p.p. del Producto respecto de 2011), evolución que está en línea con el desempeño del Consumo privado (ver Gráfico 6.6). El IVA recaudado por la Dirección General Impositiva (IVA DGI) acumuló un incremento de 27% i.a.

Por su parte, el componente del IVA ligado a las Importaciones (IVA DGA —Dirección General de Aduanas—) revirtió parcialmente la contracción de los primeros seis meses del año pasado, y se expandió 3% i.a. en todo 2012.

En tanto, los Derechos de importación se incrementaron 14% i.a. en 2012. En lo que va de 2013, la recaudación por Derechos de importación y la evolución del IVA DGA, anticipa un mayor dinamismo de las importaciones gravadas, confirmando la tendencia al aumento mostrada durante el cierre del año pasado (ver Gráfico 6.7). Cabe destacar que desde el mes de julio de 2012 rige una suba de las alícuotas que se aplican sobre las importaciones de bienes de capital<sup>41</sup> que tiene efectos sobre la comparación interanual en la recaudación del arancel. Asimismo, incidió positivamente la suba del tipo de cambio nominal.

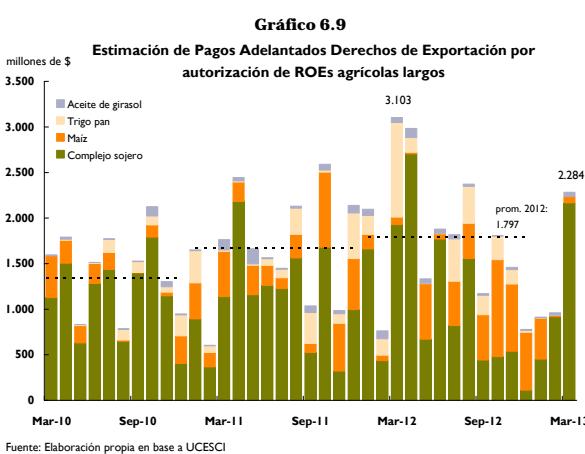
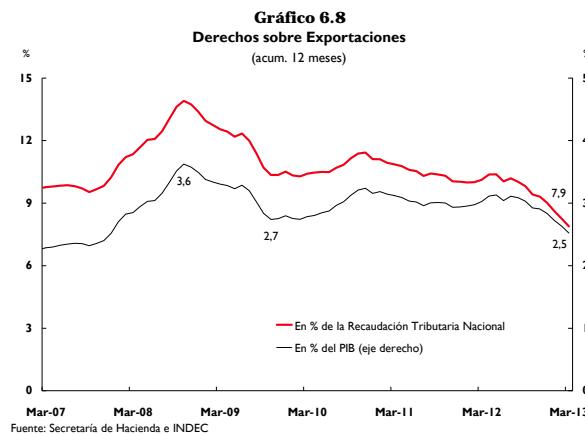
Los Derechos de exportación acumularon un crecimiento de 13% i.a. durante 2012, desacelerando su ritmo de crecimiento respecto del año previo en respuesta al desfavorable resultado de la cosecha gruesa de la campaña 2011/12. En 2012 la recaudación por estos tributos disminuyó como porcentaje del Producto (-0,1 p.p. respecto de 2011) y en relación con el total de la recaudación nacional (hasta 9% del total), acentuándose esa tendencia en los primeros tres meses de 2013 (ver Gráfico 6.8).

Observando los pagos adelantados de derechos<sup>42</sup> vinculados a las autorizaciones de solicitudes de Registro de Operaciones de Exportación (ROEs) de productos agrícolas, se verifica que las mismas resultaron elevadas en el primer cuatrimestre de

<sup>40</sup> Los montos por devoluciones abonados a exportadores y productores de granos disminuyeron durante 2012 en relación a 2011.

<sup>41</sup> A partir de julio de 2012 se elevaron los Derechos de importación de 0% a 2% sobre los bienes de capital no producidos en el país y de 0% a 14% sobre los bienes de capital producidos localmente.

<sup>42</sup> La Resolución Conjunta ex Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario (exONCCA) N° 3714/08 y AFIP N° 2488/08 creó un régimen optativo de “ingreso anticipado” de los Derechos de exportación, autorizando la realización de la venta externa dentro de un período de 180 ó 365 días —de acuerdo al producto involucrado—, siempre y cuando se abonen los derechos dentro de los 5 días posteriores a la aprobación de la declaración por parte de la ex ONCCA (actualmente Unidad de Control y Evaluación de Subsidios al Consumo Interno; UCESCI).



2012 (en particular en lo referente a exportaciones del complejo sojero y de trigo) para luego moderarse durante el resto del año. En cambio, en el primer trimestre de 2013 no se verificaron tantas operaciones como en igual período del año previo, determinando en parte la caída registrada en los primeros meses de 2013 en la recaudación de los derechos de exportación (ver Gráfico 6.9).

Se espera que en los próximos meses se acelere la autorización de solicitudes de ROEs, en el marco de una previsión de cosecha más abundante. Por otra parte, a inicios de 2013, se dispuso un aumento en el precio de corte mediante el cual se determinan los derechos móviles de exportación de hidrocarburos<sup>43</sup>, medida que implicará un menor ingreso por este concepto en 2013.

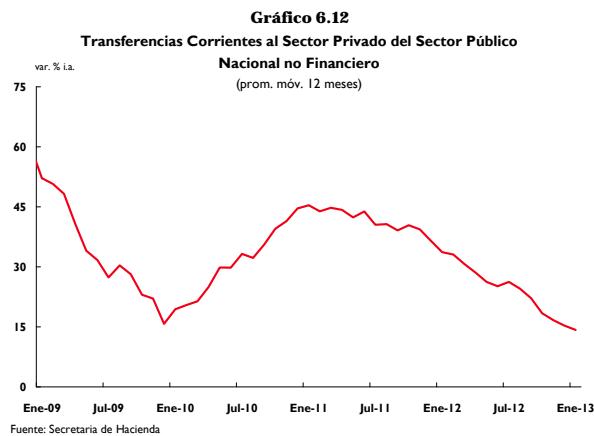
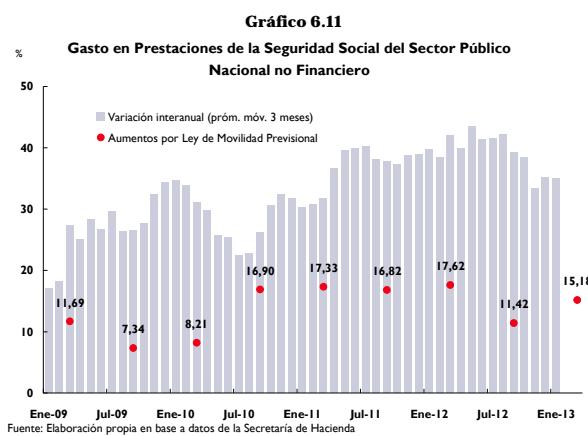
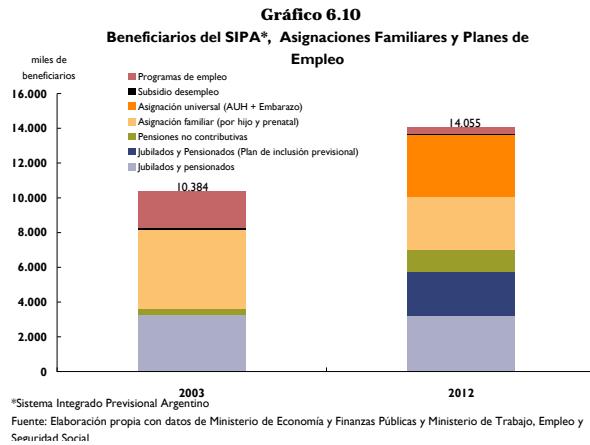
Los ingresos del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) acumularon un alza de 21% i.a. en 2012 debido al incremento del monto de las transacciones bancarias gravadas. En los primeros tres meses de 2013, el tributo aceleró su ritmo de expansión (26% i.a.).

Finalmente, la recaudación de los impuestos sobre los Combustibles aumentó 42% i.a., principalmente debido a cuestiones vinculadas a los mayores precios de los combustibles gravados y, en menor medida, al aumento en las ventas físicas. También incidieron positivamente los ingresos por planes de facilidades de pago. Estos recursos crecieron a un ritmo elevado, contrastando con el comportamiento registrado en 2011, cuando la suba había sido moderada por la incorporación de biocombustibles —no alcanzados por los impuestos sobre los combustibles— en las naftas, el gasoil y el diesel oil.

Respecto de los ingresos no tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), durante el año 2012 el BCRA transfirió \$7.987 millones en concepto de Utilidades correspondientes al período 2011 y Contribuciones<sup>44</sup> al Tesoro Nacional (TN). Por su parte, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS-FGS) computó rentas de la propiedad por cerca de \$17.000 millones. Así, considerando la evolución de la Recaudación y del resto de los ingresos, los recursos totales del SPNF crecieron a una tasa de 27% i.a. durante 2012.

<sup>43</sup> Por Resolución del Ministerio de Economía y Finanzas Pùblicas, que rige a partir de enero de 2013, se elevó el precio de corte por barril de petróleo (de US\$42 a US\$70) y el precio de referencia por barril de petróleo (de US\$60 a US\$80) de la fórmula de cálculo para los Derechos de exportación.

<sup>44</sup> La Ley N°26.728 de Presupuesto Nacional 2013 en su artículo 20 prevé contribuciones del BCRA al Tesoro Nacional por \$240 millones durante el presente año.



Para 2013, con información parcial en base a datos de la Recaudación tributaria nacional de los tres primeros meses del año, se proyecta que los ingresos del SPNF aceleren el ritmo nominal de crecimiento registrado en 2012, a partir del mayor dinamismo previsto para la economía real.

## 6.2 Gasto y Resultados

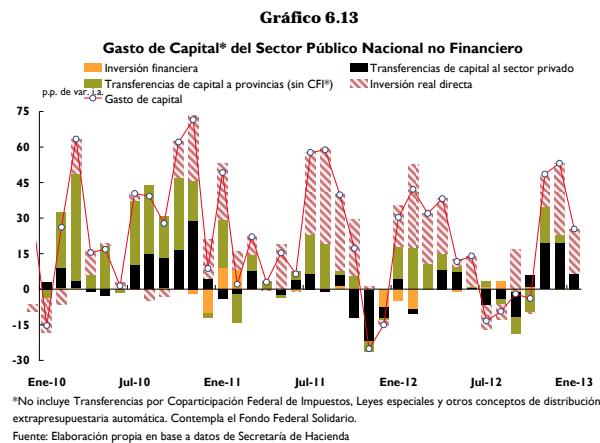
El Gasto primario del SPNF continuó creciendo a un ritmo superior al de los ingresos y al del PIB nominal, cumpliendo un papel anticíclico ante un escenario internacional que continúa determinado por una crisis que lleva cinco años. Así, en los últimos nueve años la cobertura del sistema de seguridad social (incluyendo jubilaciones y pensiones, subsidios de desempleo y asignaciones familiares) aumentó en aproximadamente 5,4 millones de beneficiarios a la vez que la creación de empleo permitió la reducción de 1,7 millones de planes de empleo originados tras el colapso del régimen de convertibilidad (ver Gráfico 6.10).

En 2012 el gasto primario registró una ligera moderación en su tasa de expansión, pasando de un incremento de 32% en 2011 a 29% i.a. Las Prestaciones previsionales, las Transferencias corrientes al sector privado y las Remuneraciones explicaron casi tres cuartos de la suba interanual de las erogaciones primarias.

El gasto previsional aumentó 39% i.a. en 2012 por la actualización de los montos de los haberes y la mayor cantidad de beneficiarios (ver Gráfico 6.11). Así, el gasto correspondiente a este rubro representó en 2012 9,4% del Producto, con una suba de 1,5 p.p. respecto de 2011.

Durante el año pasado, los giros corrientes al sector privado desaceleraron su ritmo de incremento respecto de 2011 al crecer 15% i.a. (ver Gráfico 6.12). El aumento respondió a las subas de los montos de las Asignaciones Familiares que incluyen la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH; según el Decreto N° 1.668/2012) que pasó de \$270 a \$340 mensuales por hijo a partir de septiembre de 2012<sup>45</sup>, y al aumento de las coberturas asistenciales administradas por el Instituto Nacio-

<sup>45</sup> En mayo de 2011 se incorporó la Asignación por Embarazo para Protección Social al régimen de asignaciones familiares (Ley 24.714) con un monto equivalente al monto máximo de la Asignación por hijo. Adicionalmente, en septiembre de 2011 se incrementó la asignación familiar por hijo un 23% —con impacto en 2012 — y en septiembre de 2012 un 26%. Además se modificaron en el período las escalas y topes máximos de remuneraciones que definen el acceso a los beneficios respectivos.

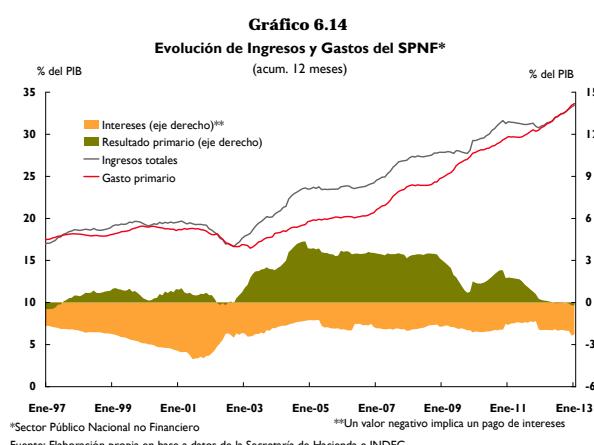


nal de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSJyP —ex PAMI—). En dicha variación tuvieron menor incidencia que en los últimos años los subsidios al sector energético y al transporte público de pasajeros, en un contexto en el que se actualizaron parcialmente las tarifas de los servicios públicos (ver Gráfico 6.12).

El gasto en Remuneraciones de los empleados públicos se elevó 29% i.a. como consecuencia de los ajustes salariales<sup>46</sup> y del alza del empleo público<sup>47</sup>.

En tanto, el gasto de Capital creció 16% i.a. en 2012, impulsado principalmente por la Inversión real directa (+23% i.a.) y revirtiendo así la desaceleración exhibida durante el segundo y tercer trimestre del año pasado. También se incrementaron hacia fines del año pasado los giros de Capital a las provincias —influenciados por el desempeño del Fondo Federal Solidario (FFS)<sup>48</sup> que destina a los distritos subnacionales el 30% de los Derechos de exportación de la soja y sus derivados— y las transferencias para gastos de capital al sector privado (ver Gráfico 6.13).

Así, las erogaciones primarias, considerando las transferencias automáticas de recursos a las provincias —Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros— alcanzaron un nuevo máximo en relación al tamaño de la economía al representar 33,4% del Producto.



El Resultado primario del SPNF cerró el año con un pequeño desequilibrio (-0,2% del PIB). Por su parte, los servicios de intereses de la Deuda pública nacional mostraron un incremento interanual de 44% al contemplar en 2012, entre otros, el pago del cupón ligado al crecimiento del PIB, efectos de valuación —por variación en los tipos de cambio— y la suba en la tasa de refinanciación de la deuda. De todos modos, en términos del Producto los intereses permanecieron en niveles inferiores a los de fines de los años noventa (ver Gráfico 6.14). Como resultado, el déficit financiero del SPNF alcanzó los \$55.565 millones, representando 2,6% del Producto (ver Gráfico 6.15).

A nivel de subsectores se observó que el mayor déficit del Tesoro Nacional explicó la reversión del supe-

<sup>46</sup> En 2012 se incrementaron las remuneraciones del SPNF un 21% (10% a partir de junio y 10% a partir de agosto), que se sumaron a las subas salariales acordadas en 2011 (10% en junio, 10% en agosto y 4% en diciembre) con efecto pleno en la ejecución base caja de 2012.

<sup>47</sup> Con datos al tercer trimestre de 2012, los puestos de trabajo del SPNF en el promedio móvil 4 trimestres se incrementaron en torno a 6% i.a.

<sup>48</sup> Decreto N°206/2009.

rávit primario del SPNF, al tiempo que las Instituciones de la Seguridad Social verificaron un saldo nominal similar a 2011, mientras que el resto de los subsectores registró una significativa mejora interanual, hasta alcanzar un saldo ligeramente superavitario (ver Gráfico 6.16).

Para 2013, se espera que el gasto primario continúe creciendo a tasas similares a las evidenciadas en los últimos meses, previéndose particularmente un mayor dinamismo del Gasto de capital.

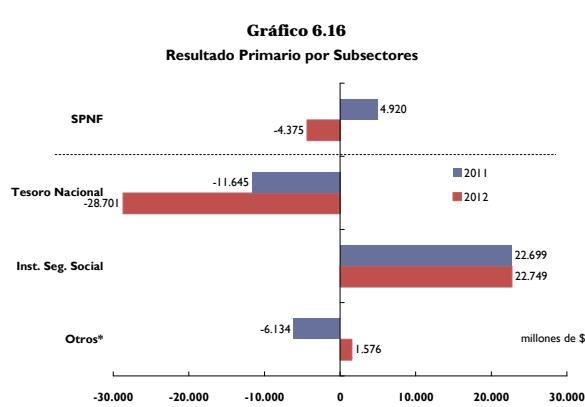
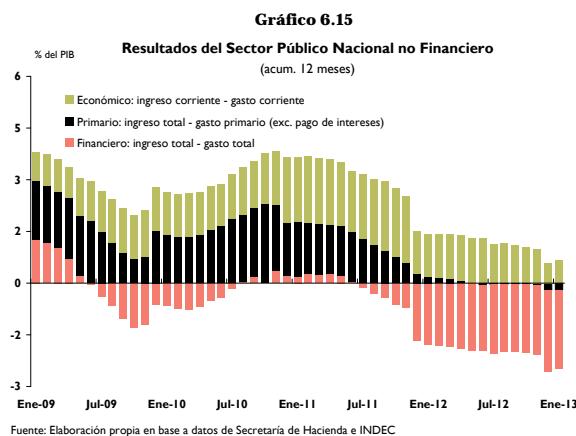
### 6.3 Financiamiento y Deuda Pública Nacional

Durante 2012 el TN siguió afrontando sus necesidades de financiamiento con superávits provenientes de agencias del sector público, a partir Adelantos Transitorios (AT) del BCRA, de la suscripción de instrumentos de deuda por parte del ANSeS-FGS, de préstamos del Banco de la Nación Argentina (BNA) y del uso de Reservas de Libre disponibilidad. Desde el segundo semestre de 2012 se utilizó la facultad conferida por el nuevo artículo 20 de la Carta Orgánica (CO) del BCRA de otorgar AT al TN en circunstancias excepcionales, consolidando el rol anticíclico de la política monetaria, por el equivalente al 10% de los ingresos públicos en efectivo y por un plazo máximo de 18 meses. De esta forma, el *stock* de AT ordinarios y extraordinarios ascendió al 31/12/2012 a \$127.700 millones, \$40.300 millones de los cuales fueron extraordinarios.

Esta política de financiamiento permitió una vez más reducir el riesgo de refinanciamiento a partir de la disminución de la deuda con el sector privado, que a fines de 2012 habría representado sólo 12% del PIB (ver Apartado 3).

En cuanto a la evolución de las causas judiciales que la Argentina enfrenta contra los “fondos buitre” que no ingresaron a los Canjes 2005 y 2010, cabe señalar que a fines de 2012 la Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito de Nueva York hizo lugar a la petición argentina de revisión y suspendió el fallo del juez Griesa.

A fines de marzo, el gobierno argentino presentó, a pedido de la Corte de Apelaciones de Nueva York, una fórmula y un calendario de pago de la deuda en litigio en el tribunal estadounidense, con condiciones idénticas a las que se brindaron cuando se implementó el canje 2010. Según la misma, la República Argentina está dispuesta a cumplir con los términos de esta propuesta inmediatamente des-



pués de la orden por la Corte y mediante la presentación de un proyecto de Ley al Congreso que garantice su aplicación. Se trata de una oferta que contempla bonos Par en dólares bajo legislación de Nueva York, que vencen en 2038, a una tasa que va desde 2,5% hasta 5,25% anual durante la vida de los bonos, para los pequeños acreedores individuales con tenencias que no superen los 50.000 dólares por serie de bonos. En tanto, se propone entregar a los grandes inversores bonos Descuento en dólares según legislación de Nueva York —con vencimiento en 2033 y quita de capital— que devengan una tasa de interés de 8,28% anual. Quienes reciban bonos Par tendrían la opción de cobrar en efectivo los intereses vencidos desde diciembre de 2003 a la fecha de cumplimiento de la orden, mientras que a los grandes inversores se les reconocerían los intereses caídos en ese período a través de un bono Global en dólares con vencimiento en 2017. En cualquier caso, se entregarían los cupones atados al crecimiento.

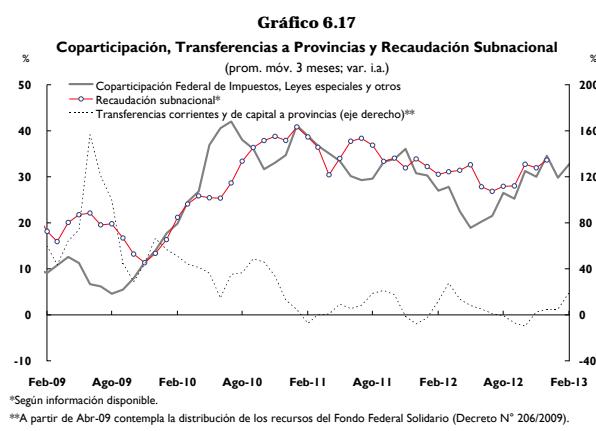
Al presente, tras finalizar las presentaciones de escritos y audiencias y, luego de que la Argentina presentara a las autoridades judiciales de los Estados Unidos una nueva propuesta de pago, los demandantes deberán analizar la misma y fundamentar su decisión, restando posteriormente la resolución de la Cámara.

#### 6.4 Finanzas Públicas Subnacionales

El déficit primario consolidado de las provincias en 2012 habría continuado en terreno ligeramente deficitario, aunque con una significativa disminución en el ritmo de aumento del gasto primario y un desempeño dinámico de los recursos impositivos.

Los ingresos tributarios de origen nacional recibidos por las provincias —Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros recursos de distribución automática— recuperaron en el segundo semestre de 2012 un ritmo dinámico de expansión, en línea con la evolución de la recaudación nacional de los principales tributos (IVA y Ganancias; ver Gráfico 6.17).

Sin embargo, la disminución en la producción de soja —por una menor cosecha derivada de las condiciones climáticas verificadas en 2012— afectó la recaudación por Derechos de exportación y con ello los giros en el marco del FFS que se distribuyen automáticamente a las provincias. En tanto, las Transferencias corrientes presupuestarias de la Nación a



las provincias se expandieron 3% i.a., al tiempo que las de capital —excluyendo el FFS— lo hicieron en 9% i.a.

En este marco, se implementaron diversos paquetes de subas impositivas por parte de los distritos subnacionales. De esta manera, los ingresos totales de las provincias se incrementaron en torno a 25% i.a. el año pasado, tasa similar a la de 2011.

Cabe señalar que durante 2012 la emisión de deuda provincial en el mercado fue una importante fuente de financiamiento de la brecha subnacional consolidada, a partir de colocaciones de instrumentos en los mercados de moneda extranjera o previéndose que los pagos de servicios se efectúen en pesos de acuerdo a la cotización del dólar estadounidense (*dollar-linked*). En 2012, los instrumentos *dollar-linked* se definieron con un horizonte entre 12 y 18 meses de plazo, con rendimientos anuales en torno a 8%/9% en dólares y con cupones semestrales. En lo que va del año 2013 se registró una única colocación efectuada por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (ver Cuadro 6.18). De igual forma, algunos municipios tuvieron acceso a préstamos bancarios otorgados contra garantía de recursos de coparticipación.

En los primeros meses de 2013 se mantuvieron las mayores tasas de subas interanuales alcanzadas a fines de 2012 en lo que hace a la Coparticipación, tendencia que se espera que continúe a lo largo del año. También se prevé que cobren dinamismo las transferencias de la Nación a las provincias para financiar tanto gastos de capital como corrientes y la recaudación de origen provincial, esto último en línea con el mayor nivel de actividad previsto.

**Cuadro 6.18**  
Principales Colocaciones en Moneda Extranjera de Provincias desde 2012

Fecha colocación	Provincia	Moneda	Mercado	Monto en millones moneda original	Plazo original (años)	Rendimiento de colocación
01-Feb-12	CABA	dólar	internacional	415,0	5,0	10,0%
16-Mar-12	Salta	dólar	internacional	185,0	10,0	9,5%
24-May-12	Buenos Aires	dólar linked	doméstico	50,3	1,0	9,3%
17-Jul-12	Córdoba	dólar linked	doméstico	105,5	1,0	9,5%
08-Ago-12	Buenos Aires	dólar linked	doméstico	192,5	1,0	9,0%
08-Ago-12	Buenos Aires	dólar linked	doméstico	7,3	1,0	n.d.
22-Ago-12	Neuquén	dólar linked	doméstico	52,4	0,3	6,0%
29-Oct-12	CABA	dólar linked	doméstico	100,0	1,5	8,0%
12-Nov-12	Córdoba	dólar linked	doméstico	94,5	1,0	9,0%
21-Nov-12	Buenos Aires	dólar linked	doméstico	84,3	1,0	8,5%
23-Nov-12	Neuquén	dólar linked	doméstico	100,0	1,5	8,0%
27-Dic-12	CABA	dólar linked	doméstico	85,0	1,5	6,8%
12-Mar-13	CABA	dólar linked	doméstico	100,0	5,0	4,0%

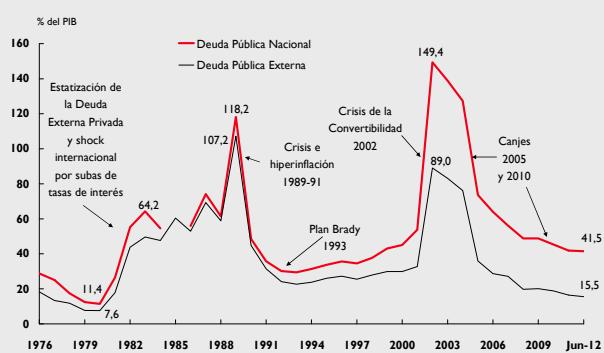
Fuente: Elaboración propia en base a datos de las provincias.

## Apartado 3 / La política de desendeudamiento público

En los últimos diez años la exposición financiera del sector público argentino consolidado se redujo ostensiblemente. En este proceso se destacaron cuatro dimensiones principales. En primer lugar, se redujo la Deuda pública total en relación al tamaño de la economía. Asimismo, cambió la composición de los tenedores de esa deuda, verificándose una menor exposición al sector privado y a los organismos internacionales de crédito —implicando una drástica disminución de la fragilidad financiera como consecuencia de la reducción del riesgo de no renovación y de la dependencia del humor de los mercados—. En el mismo sentido se redujo la Deuda externa. Por último, se registró una sustancial caída de la participación de la deuda denominada en moneda extranjera sobre el total. Todos estos logros, en sentido opuesto a las tendencias internacionales para países desarrollados<sup>49</sup>, fueron posibles a partir de la mejora de las finanzas públicas —que derivó en importantes ahorros fiscales—, los canjes de deuda llevados a cabo tras la cesación de pagos del año 2001, la creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), la generación de divisas a partir de superávits en la Cuenta corriente, el crecimiento económico y una política de financiamiento que explícitamente prioriza la eficiente utilización de la liquidez de organismos públicos en detrimento del endeudamiento en los mercados financieros a tasas usurarias. Como resultado, se regeneraron los espacios de soberanía nacional para la política económica que fueron fundamentales a la hora de contrarrestar los efectos devastadores de la crisis internacional.

Desde 2003, la Argentina inició un esquema de administración prudencial de los recursos públicos y de manejo de pasivos que originó un sendero inédito de desendeudamiento público y externo de manera simultánea (ver Gráfico 1).

Gráfico 1 | Evolución de la Deuda Pública Nacional y de la Deuda Pública Externa

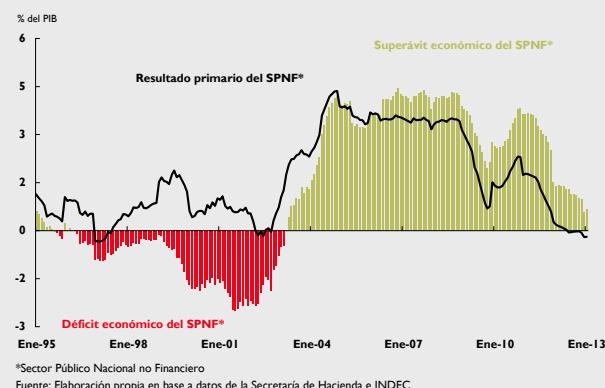


Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA, INDEC, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y OJF

<sup>49</sup> En los países emergentes en general sucedió algo similar, en menores dimensiones, que lo ocurrido en nuestro país

El sostenido crecimiento económico de este período contribuyó a un fuerte incremento de los ingresos del Sector Público Nacional no Financiero, que representaron en 2012 33% del PIB, 16 puntos porcentuales (p.p.) por encima de los registrados 10 años atrás. Como resultado, se observaron persistentes y elevados niveles de ahorro público<sup>50</sup> en relación a los años previos, aún en un marco de importante alza de las erogaciones. De esta manera, desde 2003 el Gobierno Nacional registró niveles de ahorro que promediaron un 3% del PIB por año. El ahorro del sector público ha permitido, a su vez, financiar, en base al esfuerzo fiscal, un creciente nivel de gasto de capital, a diferencia de lo que sucedía en la década de los noventa cuando la inversión pública se redujo a los mínimos históricos, los intereses de la deuda pública se incrementaron significativamente y el resultado primario contemplaba ingresos de capital por privatizaciones (ver Gráfico 2).

Gráfico 2 | Resultados Fiscales del SPNF\*  
(acum. 12 meses)



\*Sector Público Nacional no Financiero

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

A la mejora en los flujos fiscales se sumaron diversas medidas de administración de pasivos que permitieron reducir el nivel de obligaciones con el sector privado y organismos internacionales de crédito y mejorar las condiciones financieras de la deuda pública nacional.

A partir de 2003, todavía con una economía inestable, se inició una ardua negociación con los tenedores privados de deuda en cesación de pagos (*default*). Este proceso derivó en el Canje de 2005, que alcanzó una adhesión del 76% sobre un total de US\$81,8 miles de millones de monto elegible y se

<sup>50</sup> Se define al ahorro público (también llamado en ocasiones resultado económico) como la diferencia entre los ingresos y los gastos corrientes (incluyendo los subsidios y los intereses de la deuda pública). Este concepto se diferencia del resultado primario, que considera adicionalmente la diferencia entre los ingresos y egresos de capital y excluye los servicios de intereses.

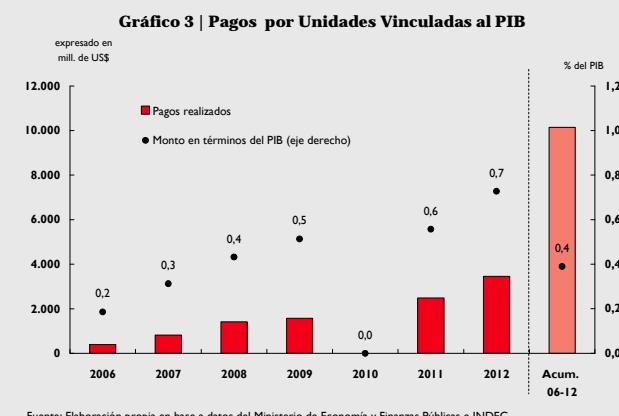
constituyó en la mayor renegociación de deuda soberana del mundo hasta ese momento. El resultado de la operación dio lugar a una sustancial mejora financiera de la deuda pública —destacándose especialmente la quita en el valor nominal, la reducción de la participación de la deuda en moneda extranjera sobre el total, el alargamiento de los plazos (extendiéndose la vida promedio de la deuda) y la baja en las tasas de interés implícitas—, reflejándose en una disminución de las obligaciones desde 127% del PIB a fines de 2004 hasta 74% al cierre de 2005.

Posteriormente, el Gobierno Nacional siguió dando pasos para la normalización de sus pasivos en cesación de pagos al disponer las medidas necesarias para la reestructuración de la deuda no ingresada al Canje 2005. En la operación implementada durante 2010, cuyos lineamientos generales no difirieron significativamente de los presentados en la primera instancia, se logró un 67,7% de aceptación sobre el monto elegible<sup>51</sup>. Así, el nuevo canje de deuda constituyó un avance en la superación del evento de *default* del año 2001, ya que considerando los resultados de ambas operaciones se regularizó más del 91% de la deuda original total elegible.

Los acuerdos voluntarios en el marco de las reestructuraciones de 2005 y 2010 permitieron compatibilizar la atención de los servicios de la deuda con la capacidad de pago del país, sin comprometer con ello el crecimiento económico, el empleo y las mejoras sociales. En este sentido, el otorgamiento de los Cupones vinculados al PIB fue un claro reflejo de la voluntad de pago de la República. Mediante estos instrumentos el Gobierno asumió el compromiso contingente de efectuar pagos adicionales en la medida que se incrementara su capacidad para afrontar mayores servicios de deuda —capturada a partir de un mayor crecimiento económico respecto de un escenario base—. En la práctica, estos instrumentos implicaron servicios anuales por alrededor de 0,4% del PIB en los últimos siete años, acumulando en el período aproximadamente US\$10 mil millones (2,7% del Producto; ver Gráfico 3).

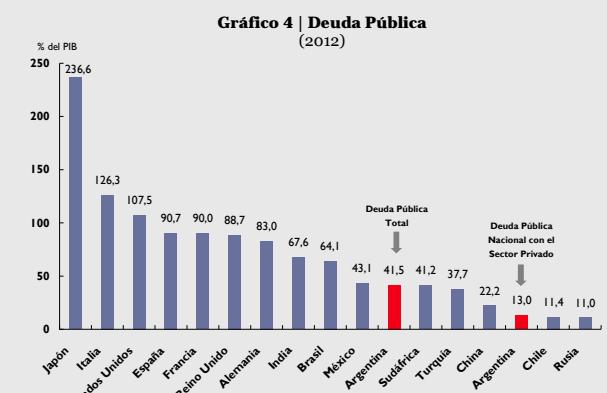
Por otra parte, el traspaso entre 2007 y 2008 de las carteras de inversiones de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJPs) —que operaban como gestoras privadas de los ahorros previsionales— implicó una nueva reducción del stock de deuda pública en manos del sector privado. Cabe señalar que, si bien como contrapartida esto

generó un aumento de la deuda pública en tenencia de la Administración Nacional de la Seguridad Social a través del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS-ANSeS), en la actualidad el FGS mantiene en cartera una proporción similar de instrumentos de deuda pública que la registrada para el consolidado de las AFJPs al momento de la estatización —en torno al 60% del total de las inversiones—.



La política de financiamiento también fue clave en la disminución del endeudamiento público con el sector privado y organismos internacionales de crédito. Como se mencionara, la mejora en las finanzas públicas reflejada en importantes ahorros fiscales permitió que el Tesoro Nacional cubriera parte de sus necesidades de financiamiento a través de las inversiones financieras y préstamos de otras instituciones públicas.

Cabe destacar que desde una perspectiva internacional, que considera los principales países avanzados y emergentes del mundo, el endeudamiento público argentino se ubica actualmente, en términos del Producto, en niveles relativamente reducidos (ver Gráfico 4)



\*Argentina información a Jun-12.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de FMI. Para Argentina: Datos de Secretaría de Finanzas e INDEC

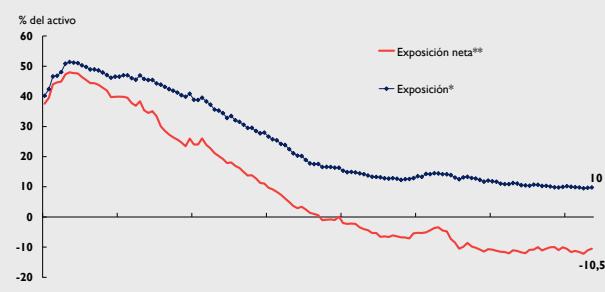
Con el fin de la convertibilidad, la Argentina recuperó la capacidad de uso de su política monetaria y cambiaria que, entre otros aspectos, habilitó la posi-

<sup>51</sup> Si bien los lineamientos fueron similares al Canje 2005, la propuesta de reestructuración en 2010 fue financieramente más ventajosa para la República que la anterior. Para mayor información ver el Apartado 4 sobre el Resultado del Canje de la Deuda Pública 2010 en el Informe de Inflación del tercer trimestre de 2010.

bilidad de financiamiento, dentro de ciertos límites, del Banco Central al Tesoro Nacional mediante Adelantos Transitorios. Con el devenir de la crisis financiera global, se observó una ampliación de los diferentes canales que vinculan a los tesoros y los bancos centrales que, entre otros, incluyen un importante número de autoridades monetarias que financian directa o indirectamente a sus gobiernos. En la Argentina esa posibilidad tiene un sesgo anticíclico al poder otorgarse Adelantos Transitorios con carácter excepcional si la situación o las perspectivas de la economía nacional o internacional así lo justifican.

Finalmente en lo que hace a las principales fuentes de financiamiento intra sector público de los últimos años, el Tesoro Nacional tomó préstamos del Banco de la Nación Argentina (BNA)<sup>52</sup>. No obstante, cabe destacar que la estrategia de desendeudamiento implicó también una reducción de la exposición al sector público del sistema financiero local, que ha venido disminuyendo en los últimos años. Incluso, contemplando el fondeo que obtienen los bancos locales por los depósitos públicos, este último sector mantiene una posición neta acreedora frente al agregado de las entidades financieras (ver Gráfico 5).

Gráfico 5 | Exposición al Sector Público del Sector Financiero Local  
(% del activo total)



\*Exposición: (Posición en títulos públicos (no incluye Lebac ni Nobac) + Préstamos al sector público) / Activo total.  
\*\*Exposición neta: (Posición en títulos públicos (no incluye Lebac ni Nobac) + Préstamos al sector público - Depósitos del sector público) / Activo total.

Sector público incluye todas las jurisdicciones (nacional, provincial y municipal).

Fuente: BCRA

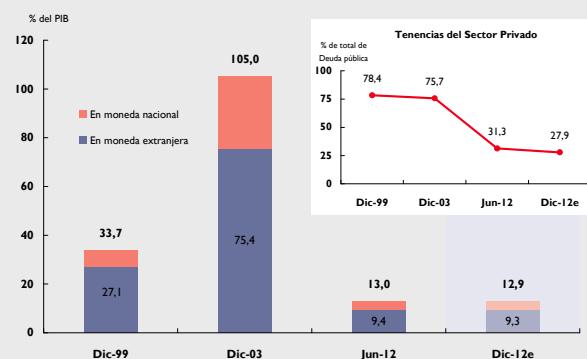
La política de financiamiento que priorizó el uso de las fuentes financieras públicas, además de reducir la exposición con acreedores privados y con organismos internacionales de crédito, permitió disminuir los niveles de endeudamiento externo, acotando una vulnerabilidad histórica para el crecimiento económico del país, caracterizado por los ciclos económicos “stop and go” ante el estrangulamiento externo. En 2012 la Deuda Pública Nacional externa representaba cerca de 14% del PIB, mayormente denominada en moneda extranjera.

<sup>52</sup> Mediante esta línea de préstamos se vincula la extensión de los mismos a la capacidad de repago del sector público, al definir que el saldo de los préstamos al Tesoro Nacional no debe ser superior al 30% de los depósitos que el sector público consolidado posee en dicha institución.

La reducción de la deuda pública externa<sup>53</sup> por parte del gobierno se realizó sin descuidar la acumulación prudencial de Reservas internacionales. Esto fue posible gracias a la capacidad de generación de divisas de la economía argentina a partir del aumento de la competitividad, tanto cambiaria —asociada a la política de administración del tipo de cambio que evitó la apreciación nominal del peso en momentos de auge de los precios de las *commodities* agrícolas— como productiva por el aumento en la tasa de inversión a partir del ahorro nacional. Así, los reiterados superávits comerciales nutrieron el stock de Reservas internacionales que administra el Banco Central prescindiendo, a diferencia de otros períodos de la historia argentina, del endeudamiento externo.

La política de acumulación de reservas permite garantizar el pago futuro de la deuda en moneda extranjera aún en momentos donde la coyuntura económica —como podría ser la combinación de condiciones climáticas adversas que afecten las exportaciones en base a recursos naturales o la caída de la demanda externa en momentos de crisis— dificulte la generación de divisas a través del comercio internacional.

Gráfico 6 | Deuda Pública en Cartera del Sector Privado



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

e: Estimado

La conjunción de todos los factores antes mencionados permitió, en un escenario de fuerte expansión económica, que la deuda pública se redujera en más de 100 puntos porcentuales (p.p) del PIB hasta alcanzar los US\$182,7 miles de millones (41,5% del

<sup>53</sup> La deuda externa está constituida, mayormente, por los títulos públicos en moneda extranjera en cartera de no residentes, por lo tanto el pago de los servicios implica la utilización de divisas (y una caída de las Reservas internacionales). Adicionalmente, existe deuda en manos de residentes denominada en moneda extranjera. En este caso, si bien el Tesoro nacional debe disponer de las divisas para honrar sus compromisos, desde el punto de vista macroeconómico, las mismas pueden quedar en la economía cuando se depositan o adquieren pesos (sin generar necesariamente una caída en las reservas).

Producto) en junio de 2012<sup>54</sup>. Pero el dato más sobresaliente lo constituye la disminución de la deuda pública en manos de acreedores privados, que pasó de representar 105% PIB en 2003 hasta aproximadamente 13% del Producto en junio de 2012 – incluso por debajo del 33,7% registrado en 1999 – (ver Gráfico 6). De acuerdo a estos últimos datos, sólo el 31% de los pasivos correspondían a obligaciones con el sector privado, de los cuales de 9,4 p.p. del PIB estaban denominados en moneda extranjera, en contraste con el 27% verificado en 1999 y el 76% de 2003. El resto de las obligaciones regularizadas se asociaba principalmente con deuda intra sector público y una fracción menor con Instituciones Financieras Internacionales y otras deudas bilaterales que presentan un menor riesgo de refinanciación.

En conclusión, la experiencia de la Argentina de reducción de los pasivos públicos registrada desde 2003 hasta la fecha fue un resultado tanto de la generación de significativos ahorros fiscales como de la estrategia del manejo de los pasivos del Estado. En términos del Producto se verificó una fuerte reducción de la deuda soberana, destacándose la caída de las tenencias de deuda pública por parte de acreedores privados, reflejándose también en una disminución de la deuda pública externa y en moneda extranjera. Además, la vida promedio de la Deuda Pública Nacional se extendió en más de 4 años (casi un 70%), acotándose significativamente el riesgo de no renovación y la dependencia del humor de los mercados. Así, la política de desendeudamiento se constituyó como uno de los pilares que fortaleció el esquema macroeconómico al reducir la vulnerabilidad financiera del país, aquella que en el pasado tantas veces ha condicionado el desarrollo económico de la Argentina.

---

<sup>54</sup> Se excluye la deuda no ingresada a los canjes de 2005 y de 2010.

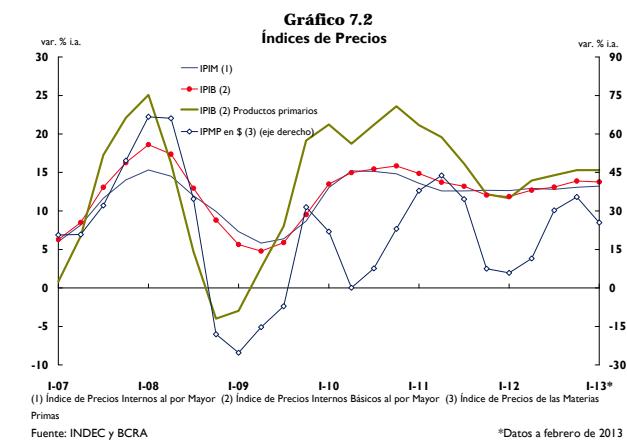
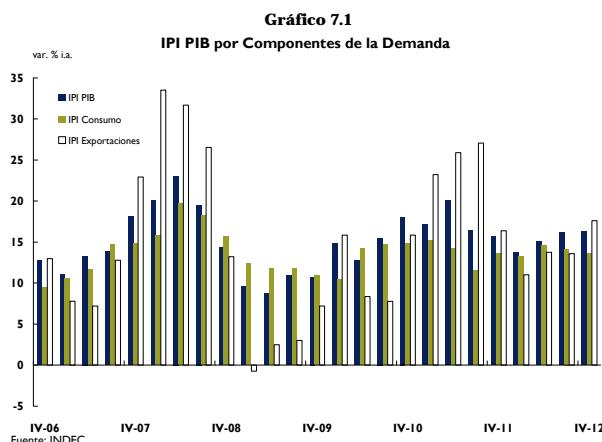
## 7 Precios

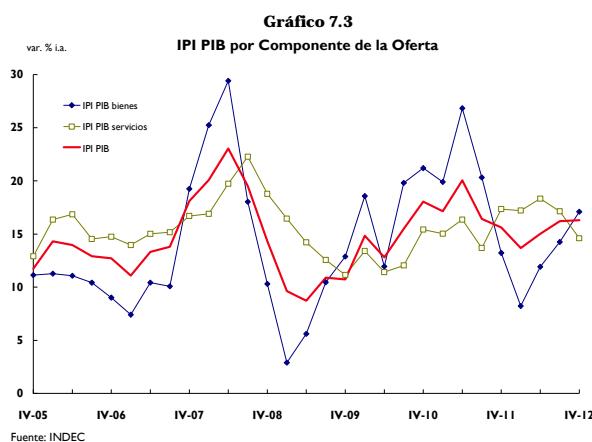
En 2012 el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB creció 15,3% interanual (i.a.), valor menor al de 2011. En el cuarto trimestre del año pasado el IPI del PIB registró una ligera aceleración explicada por la suba del IPI de las Exportaciones, en línea con lo acontecido con las cotizaciones internacionales de los principales productos de exportación.

Los precios mayoristas y minoristas registraron similar tendencia a la del IPI del PIB del cuarto trimestre de 2012. Los precios mayoristas elevaron su ritmo de suba interanual durante los últimos meses de ese año, reflejando la dinámica de las Manufacturas y de los Productos primarios, para luego exhibir una moderación durante los primeros meses de 2013. En tanto, los precios minoristas, según el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires, incrementaron la tasa de suba interanual desde fines de 2012, como consecuencia de los ajustes en tarifas de electricidad, gas y transporte público de pasajeros. Más recientemente se registró un aminoramiento fundamentalmente explicado por la trayectoria de los precios de los alimentos, en el marco de políticas de administración de precios establecidas por la Secretaría de Comercio Interior.

En contraposición, los costos de la construcción mostraron una desaceleración que reflejó la evolución de los salarios y de los gastos propios del sector. El menor incremento interanual de los costos de la mano de obra de la construcción estuvo en línea con la evolución de las remuneraciones del promedio de la economía, luego de crecer tres trimestres a tasas mayores. En efecto, hacia fines del año pasado y principios de 2013 los salarios nominales de la economía mostraron un menor ritmo de incremento interanual, reflejando los resultados de las negociaciones colectivas, que en promedio acordaron aumentos salariales para el 2012 por debajo de los de 2011.

Durante 2012, los precios de las materias primas exhibieron tendencias heterogéneas y menor volatilidad a la observada en años anteriores, con reducciones en promedio en los casos de los metales y minerales y en los agropecuarios, al tiempo que la energía mantuvo valores similares a los del año previo. Este comportamiento se dio en un contexto de acotado crecimiento de la economía global y con condiciones climáticas puntuales desfavorables que impulsaron las cotizaciones de los principales granos. En los primeros meses de 2013 se observó un repunte en las cotizaciones internacionales de los principales productos de exportación del país, que se vio reflejado en los precios mayoristas y en el IPI del PIB.





## 7.1 Precios Implícitos del Producto

El Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB mostró durante el 2012 una variación inferior a la de 2011 explicada por la dinámica de los precios internacionales. La variación de las cotizaciones internacionales de los *commodities* que exporta la Argentina evidenció una tendencia creciente desde inicios del 2012 pero resultó en promedio menor a los incrementos que se verificaron durante el 2011. Durante aquel año los precios de los *commodities* se habían elevado fuertemente en el primer semestre para luego entrar en una senda de desaceleración. De esta manera, durante el año 2012, el menor incremento promedio anual del IPI exportaciones explicó el menor aumento anual del IPI del PIB.

Sin embargo, durante el último trimestre de 2012 el IPI del PIB creció 16,3% interanual (i.a.), lo que representa un aumento superior al de los primeros trimestres del año pasado.

Por el lado de la demanda, la aceleración que mostró a nivel agregado el IPI del PIB respondió a la mayor suba del IPI Exportaciones, en tanto los precios del Consumo privado y público y de la Inversión mostraron un menor dinamismo.

Por el lado de la oferta, en el último trimestre de 2012 se observó un mayor ritmo de suba en los precios de los Bienes (ver Gráfico 7.3). Sin embargo, éstos acumularon durante 2012 subas por debajo de las verificadas un año atrás, mientras que los Servicios observaron mayores tasas de crecimiento anual que las del año previo.

## 7.2 Precios mayoristas

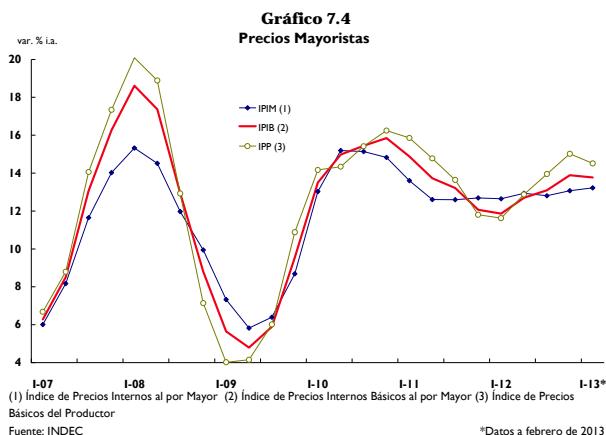
De acuerdo con las mediciones del Índice de Precios Internos Básicos (IPIB)<sup>55</sup>, los precios mayoristas elevaron su tasa de aumento interanual hasta finalizar el 2012, impulsados tanto por los Productos primarios como por las Manufacturas. Sin embargo estos precios comenzaron a reducir su crecimiento, en promedio, en los meses recientes, aunque continúan acumulando subas por encima de las verificadas un año atrás (ver Cuadro 7.1 y Gráfico 7.4).

Los precios de los Productos primarios incrementaron su ritmo de crecimiento interanual hasta di-

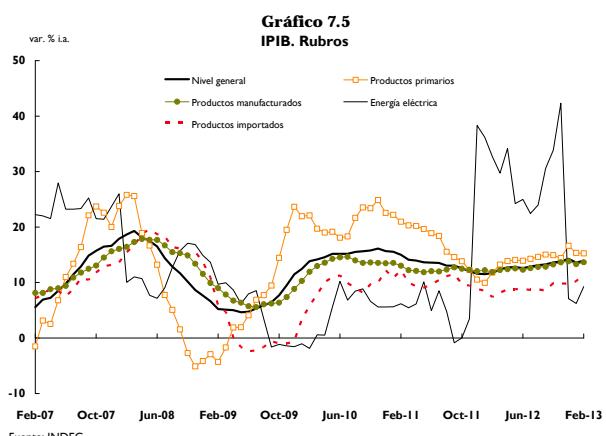
	Índices de Precios (en %)										
	Var. prom. anual	Var. i.a. (promedio trimestral)				Var. i.a.					
	2011	2012	IV-11	I-12	II-12	III-12	IV-12	Dic-11	Dic-12	Ene-13	Feb-13
IPI PIB	17,3	15,3	15,6	13,7	15,0	16,2	16,3				
IPI Consumo	13,6	13,9	13,6	13,2	14,6	14,2	13,6				
IPI Exportaciones	23,1	13,7	16,4	11,0	13,6	13,6	17,6				
IPI Bienes	20,0	12,8	13,2	8,2	11,9	14,2	17,1				
IPI Servicios	15,6	16,7	17,3	17,2	18,3	17,1	14,6				
IPIB	13,4	12,9	12,1	11,9	12,7	13,1	13,9	11,6	14,3	13,6	13,9
Productos primarios	17,1	13,9	12,2	11,7	14,6	14,6	15,3	10,5	16,6	15,3	15,3
Manufacturas	12,4	12,7	12,3	12,1	12,4	12,8	13,6	12,0	13,8	13,3	13,7
IC	20,1	11,7	11,2	11,2	14,9	14,2	13,3	25,8	11,3	11,3	16,6
Marco de Obra	26,8	32,2	24,9	26,7	32,1	35,4	33,7	20,3	32,2	22,8	32,1
Materiales	11,5	13,8	11,8	12,6	13,6	14,2	14,8	11,9	14,8	14,6	14,7
IPI GBA	9,8	10,0	9,6	9,7	9,9	10,0	10,6	9,5	10,8	11,1	10,6
Alimentos y Bebidas	8,7	10,3	7,5	9,0	10,7	10,9	10,5	7,6	9,9	9,4	8,5
Bienes	10,8	10,8	10,4	10,4	11,0	10,9	10,3	10,4	10,9	10,9	9,9
Servicios	8,3	9,1	8,3	8,6	8,0	8,9	11,0	8,3	12,5	14,7	14,3

Fuente: INDEC

<sup>55</sup> El IPIB refleja la evolución de los precios mayoristas (promedio de los precios de los productos de origen nacional e importado ofrecidos en el mercado interno) neta de impuestos y subsidios.



\*Datos a febrero de 2013



ciembre respondiendo al comportamiento de los precios de los bienes agrícolas. Esta tendencia se revirtió a partir de enero (ver Gráfico 7.5). En particular, los cereales y las oleaginosas siguieron la trayectoria de las cotizaciones internacionales, que después de la aceleración evidenciada hacia fines de 2012, comenzaron a perder dinamismo en el transcurso de 2013.

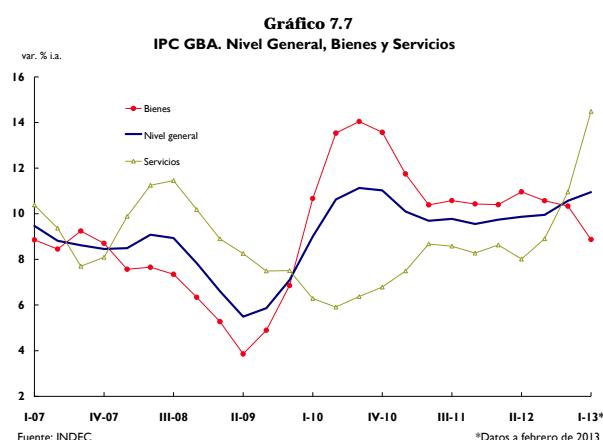
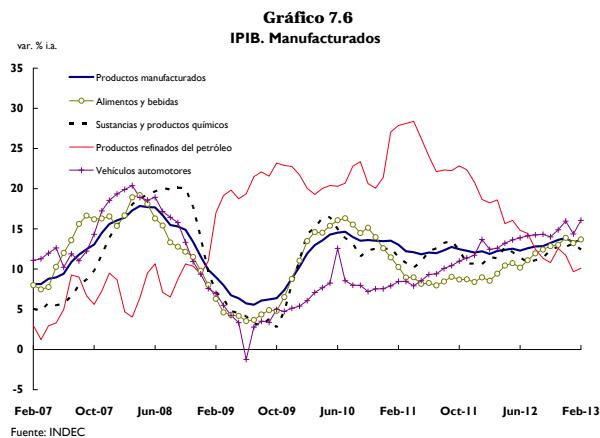
El alza interanual de los precios de los Productos manufacturados fue ligeramente mayor durante 2012 e inicios de 2013. A nivel desagregado, Alimentos y bebidas fue el rubro que más contribuyó a elevar la tasa interanual de las manufacturas durante el año previo, principalmente por la dinámica observada en el precio de los aceites, las grasas, las harinas, los productos cárnicos y las bebidas alcohólicas y no alcohólicas. Los Alimentos y bebidas, junto con los Productos refinados de petróleo y los Vehículos automotores y repuestos, explicaron la reciente aceleración que mostraron los precios de los bienes manufacturados (ver Gráfico 7.6).

En tanto, los precios mayoristas de la Energía eléctrica exhibieron una fuerte desaceleración a partir del último mes de 2012, que se explica por los precios más elevados que constituyen la base de comparación al cumplirse un año de la entrada en vigencia del incremento de los Precios de Referencia Estacionales de la Energía No Subsidiados en el Mercado Eléctrico Mayorista (MEM) a partir del 1º de noviembre de 2011.

Finalmente, los precios del conjunto de bienes incluidos en el rubro Productos importados exhibieron un mayor dinamismo en términos interanuales en los meses recientes, aunque continúan aumentando por debajo del promedio general.

### 7.3 Precios minoristas

En el ámbito de la Ciudad de Buenos Aires y el conurbano bonaerense la tasa de variación interanual de los indicadores de precios al consumidor evidenció un incremento hacia fines de 2012 e inicios del presente año. Según el Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires que elabora el INDEC (IPC-GBA), esta mayor suba respondió al comportamiento de los servicios, que reflejaron mayormente los incrementos en gas, electricidad y transporte público de pasajeros que tuvieron lugar a fines de 2012 y cuyo impacto se extendió al primer mes de 2013. En tanto, los precios de los bienes mostraron, en promedio, una moderación en la alza interanual en ese período. De



esta forma, la trayectoria de los servicios se ubicó por encima de la de los bienes, por primera vez desde fines de 2009 (ver Gráfico 7.7).

A nivel desagregado, los precios de Transporte y comunicaciones, Vivienda, Salud y Esparcimiento aceleraron su tasa de crecimiento hacia fines del año previo y principios del corriente, mientras que los de los alimentos aminoraron su ritmo de aumento interanual, aunque continuaron acumulando alzas superiores a las de un año atrás (ver Gráfico 7.8).

En particular, en Transporte y comunicaciones<sup>56</sup> incidieron los incrementos en los pasajes de tren y colectivo que tuvieron lugar a partir del 21 de diciembre con todos los medios de pago, incluyendo el Sistema Único de Boleto Electrónico (SUBE)<sup>57</sup>. Con SUBE<sup>58</sup>, los viajes en tren se elevaron 35%, mientras que los de colectivo subieron en promedio 42%. La mayor alza en el colectivo se debió a que en esta oportunidad se agregó una nueva sección dentro de la Ciudad de Buenos Aires a las 3 vigentes con anterioridad, por lo que dentro de esa área el aumento promedio fue de 51%, mientras que en el conurbano fue de 35%. Asimismo, se verificaron aumentos en los peajes de acceso a la Ciudad de Buenos Aires, en los combustibles, en los estacionamientos y en otros servicios relacionados con el automotor. De esta manera, el capítulo Transporte y comunicaciones fue el principal responsable de la suba del IPC GBA entre diciembre y enero últimos (ver Gráfico 7.9).

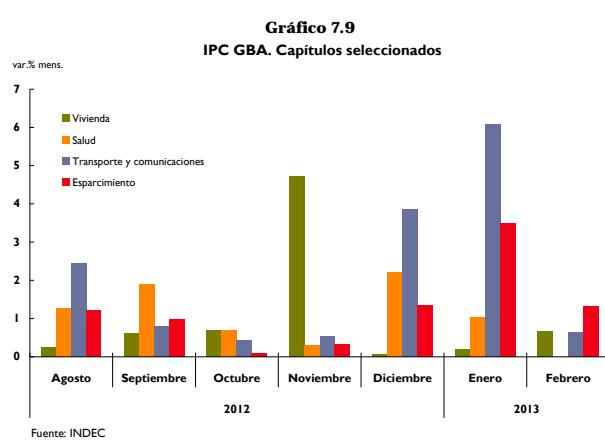
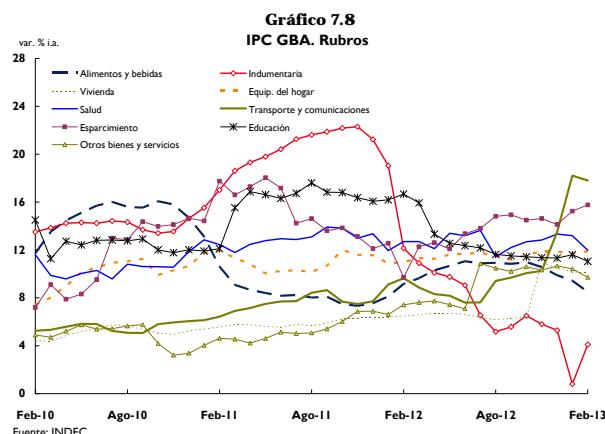
En el rubro Vivienda y servicios básicos impactaron los cambios tarifarios de electricidad y gas<sup>59</sup> como consecuencia de la inclusión de un monto fijo diferenciado por categorías de consumo en las facturas de gas a nivel nacional y de electricidad para el área metropolitana de Buenos Aires a partir de noviembre del año pasado. Este esquema implicó, en el caso de electricidad, subas de en promedio 23% para las tarifas subsidiadas de los usuarios con menores consumos, mientras que para los tramos desde 650 a 1400 kW los incrementos van desde el 35 al 46%, dependiendo del nivel de consumo específico en el período. En el caso del gas por red, en promedio el

<sup>56</sup> Resolución 975/2012 del Ministerio del Interior y Transporte del 19 de diciembre de 2012.

<sup>57</sup> Dada la universalización del uso del Sistema Único de Boleto Electrónico (SUBE), para el cálculo del IPC se consideran las tarifas que se pagan a través del mismo.

<sup>58</sup> Según estimaciones propias.

<sup>59</sup> Las Resoluciones 347/2012 del Ente Nacional Regulador de la Electricidad –ENRE- y 2407/2012 del Ente Nacional Regulador del Gas –ENARGAS- del 27 de noviembre de 2012 dispusieron un nuevo cargo a partir del 1º de noviembre de 2012 que se adiciona a la factura domiciliaria de cada período. Lo recaudado por esta vía será destinado a financiar un fondo de desarrollo energético.



nuevo esquema implicó un alza de 27% para los usuarios subsidiados.

El mayor dinamismo que continuó mostrando el capítulo Esparcimiento respondió principalmente a los precios del turismo, a los que se sumaron nuevas subas en los precios de los diarios, las revistas, los libros, los gimnasios, los clubes, el servicio de televisión prepago, los cines, las entradas a los parques y otros servicios de entretenimiento.

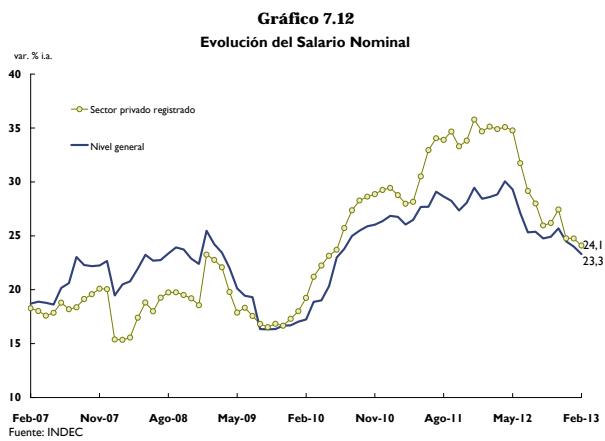
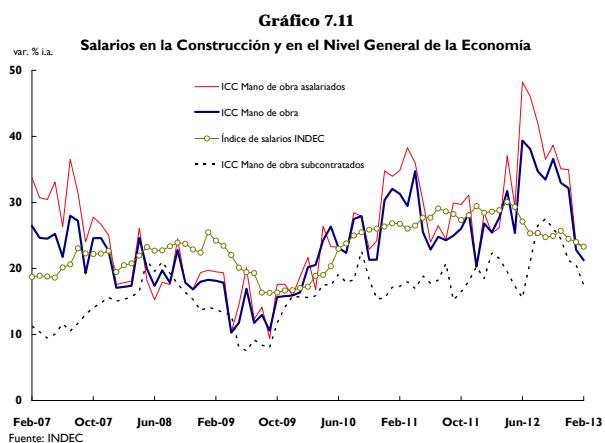
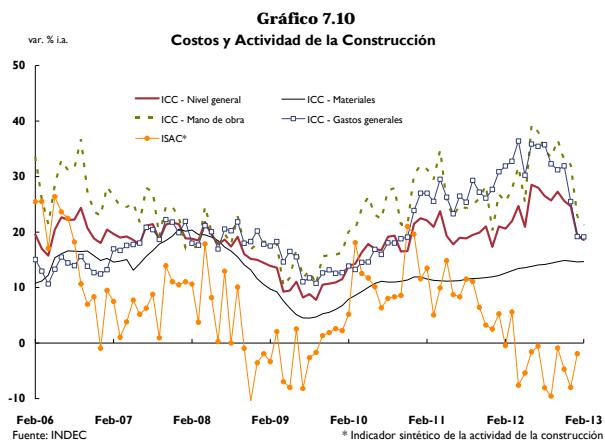
Por su parte, dentro de los Bienes, los precios de los alimentos evidenciaron una desaceleración en su ritmo de aumento, sobre todo a partir de diciembre. La evolución más contenida de estos precios en los meses recientes se debió, fundamentalmente, a la moderación de las cotizaciones de las frutas frescas y de la carne vacuna. Cabe destacar, que durante todo el año pasado los precios de los cortes vacunos mantuvieron una trayectoria relativamente estable acumulando aumentos por debajo del promedio de los alimentos, lo cual contribuyó en gran medida a quitar presión sobre los precios minoristas.

La Secretaría de Comercio Interior y las cadenas de supermercados celebraron un acuerdo por el cual se convino el congelamiento de los precios entre el 1º de febrero y el 1º de abril de todos los productos y en todas las sucursales. Hacia fines de marzo se decidió extender ese plazo por 60 días más, con lo cual los precios permanecerían congelados hasta el 31 de mayo. En este marco, se esperaría una moderación en la tasa de suba del Nivel general de los precios, sobre todo teniendo en cuenta que este acuerdo no sólo abarca el rubro alimenticio sino también el de electrodomésticos, materiales de construcción y otros sectores que fueron adhiriéndose a esta política.

#### 7.4 Costos de la Construcción

Los costos de la construcción, medidos a través del Índice de Costo de la Construcción (ICC) del INDEC, redujeron su alza interanual hacia fines de 2012 e inicios de este año, respondiendo mayormente a la trayectoria de los costos salariales y, en menor medida, a la de los gastos generales (ver Gráfico 7.10).

El avance de los Costos de la mano de obra durante el 2012 estuvo determinado por el impacto de los acuerdos salariales en el marco de la negociación colectiva de la Unión Obrera de la Construcción de



la República Argentina (UOCRA)<sup>60</sup>. En enero de 2012 se acordó el pago de un monto de carácter extraordinario y a partir del 1º de junio se plasmó el incremento del 24% sobre los salarios conformados al 31 de marzo de 2012, abonándose en un solo tramo, a diferencia del año 2011 cuando los aumentos fueron escalonados. Esto se tradujo en un incremento en el ritmo de suba i.a. hasta junio del año pasado para luego ir desacelerándose en los meses subsiguientes hasta alcanzar un 23,3% i.a. en el segundo mes de 2013, al no haber tenido lugar este año una gratificación similar a la de inicios del año previo. En tanto, los valores de los subcontratos de mano de obra, que cuentan con mayor flexibilidad, fueron desacelerándose a partir de octubre de 2012 y acumularon incrementos que se ubicaron por debajo del de los asalariados (17,4% i.a. en febrero, ver Gráfico 7.11)

El componente de Mano de obra del ICC acumuló durante el 2012 un alza superior a la del Índice de Salarios del INDEC (32,2% i.a. en diciembre vs. 24,5% i.a. del Índice de Salarios). Sin embargo, a partir de enero de este año se verificó la situación opuesta, ya que los salarios del sector de la construcción se desaceleraron hasta 21,2% en febrero.

Los Gastos generales, que reflejan los precios de los distintos servicios de la construcción, fueron desacelerando su ritmo de aumento en los meses recientes, hasta alcanzar una suba de 19,1% i.a. en febrero.

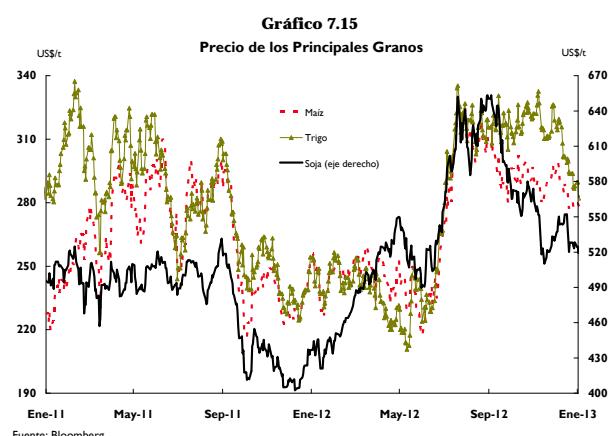
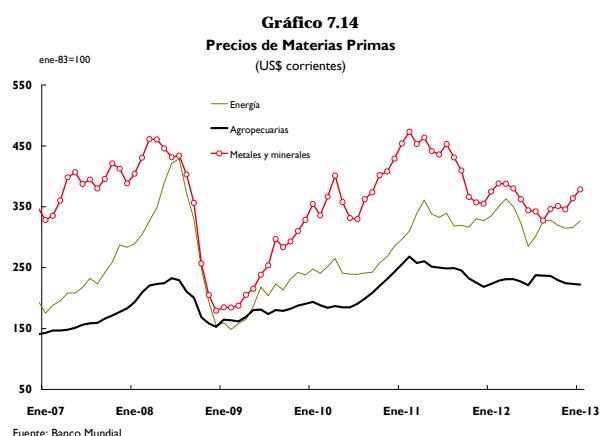
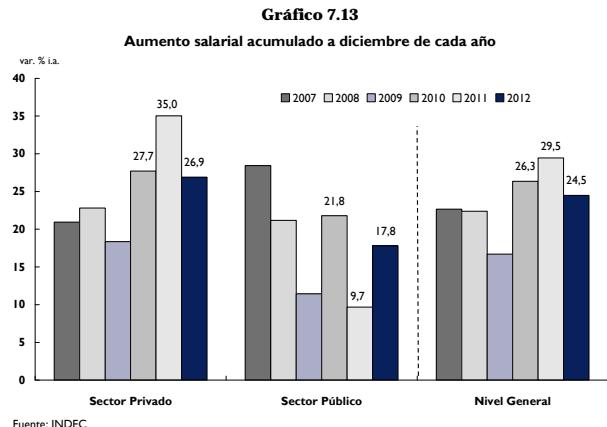
Finalmente, los precios de los Materiales mantuvieron un crecimiento sostenido, en torno a 15% i.a., con una aceleración en el margen.

## 7.5 Salarios

Hacia fines de 2012 e inicios de este año los salarios nominales presentaron en promedio una desaceleración en su ritmo interanual de crecimiento. Este comportamiento se debió a los menores ajustes salariales en coincidencia con una moderación del ritmo de expansión de la actividad económica en comparación con 2011. Así, el salario nominal promedio de la economía, según el Índice de Salarios del INDEC, se desaceleró desde un 30% en abril de 2012 hasta alcanzar una tasa cercana al 23,0% i.a. al inicio de 2013 (ver Gráfico 7.12).

En el acumulado de 2012, el nivel general de salarios tuvo una suba de 24,5%, inferior a la observada

<sup>60</sup> El incremento acordado involucra a las categorías comprendidas en el Convenio Colectivo de Trabajo N° 76/75.



en igual lapso de 2011, situación que se explica por el menor incremento de los salarios del sector privado. Mientras que las remuneraciones del sector público aceleraron su ritmo de incremento interanual y acumularon subas que se ubicaron por encima de las verificadas un año atrás (ver Gráfico 7.13).

Sin embargo, el segmento privado continúa verificando aumentos salariales interanuales superiores a los del sector público. Dentro de los privados, las remuneraciones del sector formal mostraron una desaceleración mayor que las del segmento informal<sup>61</sup>. A pesar del menor crecimiento de la actividad económica, las mejoras en el salario nominal alcanzadas por los distintos sectores reflejaron un mercado laboral sólido, que se plasmó en un nivel de empleo en aumento y en una cobertura de la negociación colectiva que se mantuvo en los niveles del año previo<sup>62</sup>.

## 7.6 Precios de las Materias Primas<sup>63</sup>

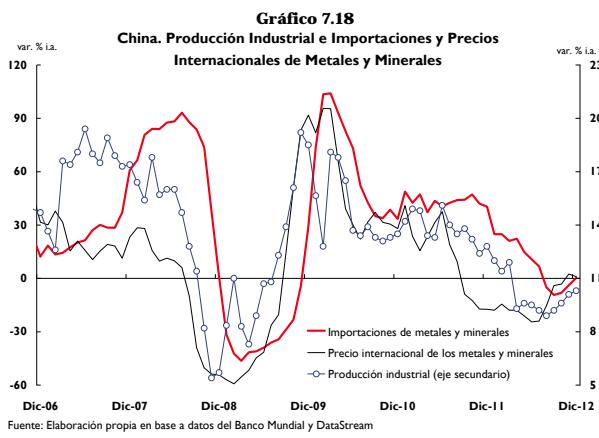
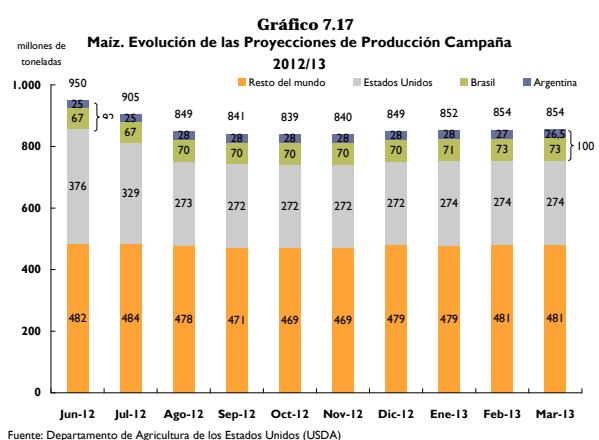
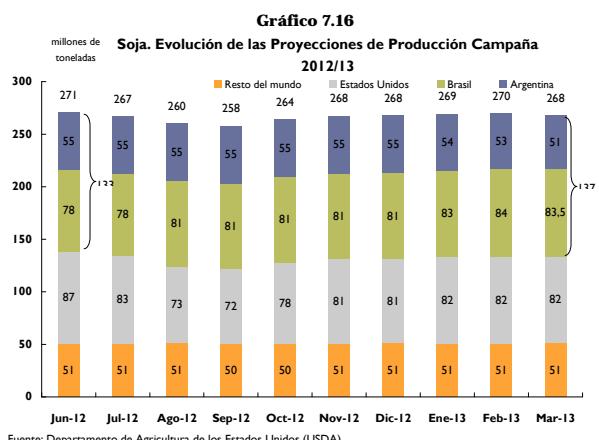
En los primeros meses de 2013 continuó la tendencia a la baja del índice de los precios internacionales de los productos agropecuarios iniciada en julio de 2012, aunque se observaron aumentos significativos en algunos granos originados por las condiciones climáticas desfavorables en zonas de relevancia para la producción. Asimismo, se verificó un repunte en las cotizaciones de la energía y los metales y minerales, respondiendo en parte a la mejora en los niveles de actividad. En este contexto, los principales agregados de materias primas (Energía, Agropecuarios y Metales y Minerales) exhibieron variaciones punta a punta acomodadas (ver Gráfico 7.14).

Así, a lo largo de 2012, y en un contexto donde el dólar se depreció 1,4% respecto de los principales socios comerciales de los Estados Unidos, la cotización de las materias primas agropecuarias y de los metales registraron subas moderadas (2,2% y 2,5% respectivamente), mientras la energía cayó 3,4%. Sin embargo, dado que durante la primera parte de 2011 se habían registrado valores elevados, el promedio anual de los precios de los metales y minerales mostró una reducción de 15% y el de los agropecuarios una merma de 7%, al tiempo que en el caso de la energía permanecieron estables.

<sup>61</sup> El Índice de Salarios capta información de una encuesta a empresas del Sector Privado y de los circuitos administrativos del Sector Público, y para el Sector Privado No Registrado se realiza una estimación sobre la base de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), con una estructura de ponderaciones fijas. Dado que la EPH se obtiene posteriormente al índice de salarios, el segmento informal captura un retraso en su información de entre 3 y 6 meses.

<sup>62</sup> Datos correspondientes al informe "Estado de la negociación colectiva" del tercer trimestre 2012, elaborado por la Dirección de estudios de Relaciones del Trabajo del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

<sup>63</sup> Para mayor información remitirse al **Panorama Global de Commodities** del BCRA.



Tras la extraordinaria sequía que afectó a las zonas productoras de soja y maíz (especialmente grave en el caso estadounidense), las expectativas de abundantes cosechas en Sudamérica llevaron recientemente a ciertas correcciones a la baja en los precios de los principales granos (ver Gráfico 7.15). Las buenas condiciones climáticas en que se desarrollaron los cultivos —principalmente en Brasil— llevaron a que el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos aumentara las proyecciones de producción de la campaña 2012/13 de soja y maíz (ver Gráficos 7.16 y 7.17). En cuanto al trigo, el organismo recortó su estimación a partir de la falta de humedad que afecta las zonas productoras de los Estados Unidos y de Rusia<sup>64</sup>.

Si bien la soja, el maíz y el trigo aún registran crecimientos interanuales de dos dígitos, el primero de estos cultivos exhibió el ajuste a la baja más marcado como consecuencia de la abundante cosecha esperada en Brasil. La corrección fue menor en el caso del maíz, dados los reducidos stocks vigentes<sup>65</sup>, y para el trigo dada la menor cosecha estimada. Estos desempeños se dieron en un contexto en el que los posicionamientos de los agentes que operan en los mercados de activos financieros asociados a los *commodities* agrícolas permanecieron sin variaciones significativas, tanto en aquellos que tienen fines comerciales como especulativos.

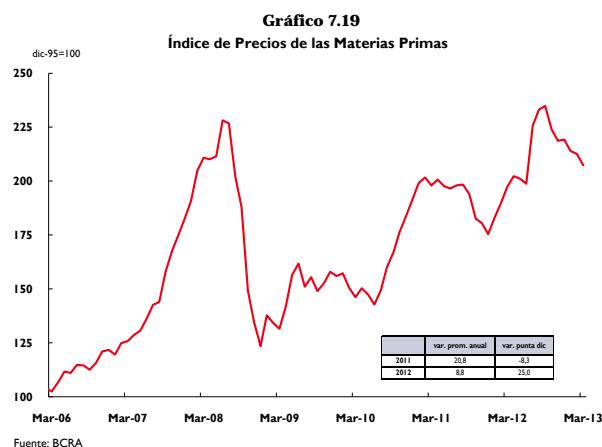
Los precios del petróleo y de los metales y minerales estuvieron influenciados fuertemente por la evolución de la actividad económica global. Así, mientras que en el primer tramo del año 2012 estas cotizaciones perdieron dinamismo, con la mejora reciente del ritmo de crecimiento de China y otros países asiáticos se observó un mayor ritmo de aumento de los precios (ver Gráfico 7.18). En el caso del valor del petróleo influyeron también los conflictos geopolíticos en Medio Oriente, que impulsaron al alza el valor del crudo.

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— aumentó 25% entre enero y diciembre de 2012 (8,8 i.a. en el promedio anual; ver Gráfico 7.19). En tanto que lleva acumulado una reducción de 5,5% en lo que va del año 2013.

Se espera que en los próximos meses los precios de las *commodities* agrícolas se estabilicen en niveles similares a los actuales, si bien podrían corregirse a la baja si se superan las condiciones climáticas adversas que se enfrentan en los Estados Unidos. Por su parte,

<sup>64</sup> Los Estados Unidos y Rusia son el primer y el tercer exportador mundial de trigo, respectivamente.

<sup>65</sup> La relación de stock-consumo para el maíz se ubica en nivel mínimo de las últimas décadas.



las demoras, reducciones de escalas o paralizaciones de proyectos mineros en diversas partes del mundo podrían estar reflejando perspectivas bajistas para las cotizaciones de las materias primas industriales, que según analistas del mercado, habrían alcanzado niveles máximos en los meses recientes.

## 8 Política Monetaria y Mercado de Activos

El agregado en pesos más amplio (M3), que finalizó 2012 con un crecimiento interanual (i.a.) de 37,4%, registró en los primeros meses del año una moderación de 2,3 puntos porcentuales (p.p.) en su ritmo de expansión, presentando en febrero una suba de 35,1% i.a. Por su parte, el M3 privado mostró cierta estabilización en su tasa de variación interanual permaneciendo ésta en alrededor del 40% desde octubre. A lo largo de 2012, los préstamos en pesos al sector privado continuaron siendo el factor más importante de creación de los recursos monetarios. También contribuyeron al aumento de los agregados, aunque en menor medida, las compras de divisas del Banco Central y las operaciones del sector público.

El total de préstamos (pesos y moneda extranjera) al sector privado finalizó el 2012 con un crecimiento de 29,8% i.a. y un ratio respecto al PIB que asciende a 15,7% y acumula, desde 2010, un aumento de 4,6 p.p. Los préstamos en pesos al sector privado aceleraron su ritmo de expansión y finalizaron 2012 con un alza interanual de 40,6%, 8,6 p.p. más que en diciembre de 2011. En lo que va de 2013, la tasa de variación interanual siguió aumentando y alcanzó el 42,2% en febrero. Las líneas en pesos con destino comercial (adelantos y documentos) continuaron siendo las que registraron el mayor incremento, favorecidas por las políticas de impulso del crédito a la actividad productiva como el Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario, la “Línea de Créditos para la Inversión Productiva” y a partir de diciembre 2012, la utilización del efectivo mínimo para favorecer el crédito a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs). En términos interanuales estas líneas crecieron en el último mes al 53,2%, 17,1 p.p. más que los préstamos orientados a financiar el consumo de las familias (personales y tarjetas de crédito) y 21,8 p.p. más que los préstamos con garantía real (hipotecarios y prendarios).

En octubre de 2012 entró en vigencia la readecuación de la normativa de Efectivo Mínimo, que procura mejorar el acceso al crédito para las pequeñas y medianas empresas, ampliar la cobertura geográfica del sistema y promover el acceso universal de los usuarios a los servicios financieros. A partir de diciembre de 2012 sólo se permite deducir el 25% del efectivo computable y desde marzo de 2013 se elimina definitivamente esta deducción (en octubre de 2012 se había reducido del 100% al 75%). Simultáneamente comenzaron a ajustarse los coeficientes de encaje de forma diferencial por zona geográfica, de manera de recompensar a las entidades que ofrezcan servicios financieros en las zonas de menor desarrollo. Adicionalmente, se comenzó a computar una deducción adicional en base a la participación de las financiaciones a MiPyMEs en el total de financiaciones en pesos al sector privado (la deducción puede llegar a un máximo de 3% de los depósitos, en el caso en el que la participación de estas financiaciones supere el 30% de la cartera), favoreciendo de esta manera la orientación del crédito hacia estas empresas.

Gráfico 8.1

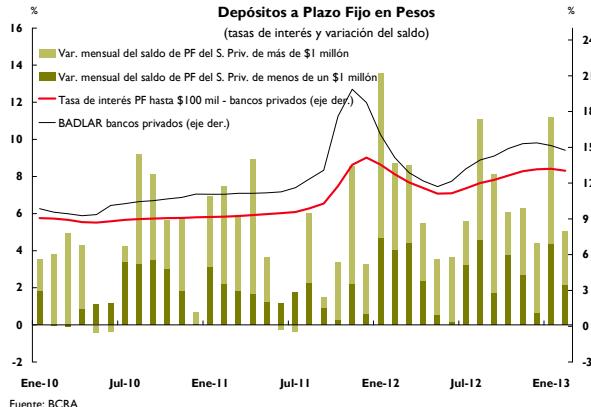
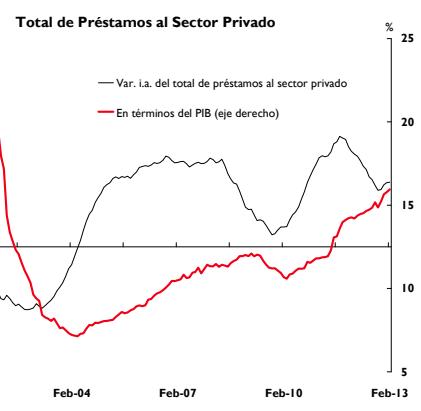
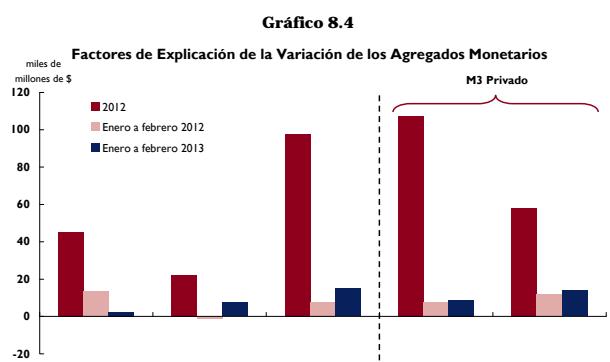
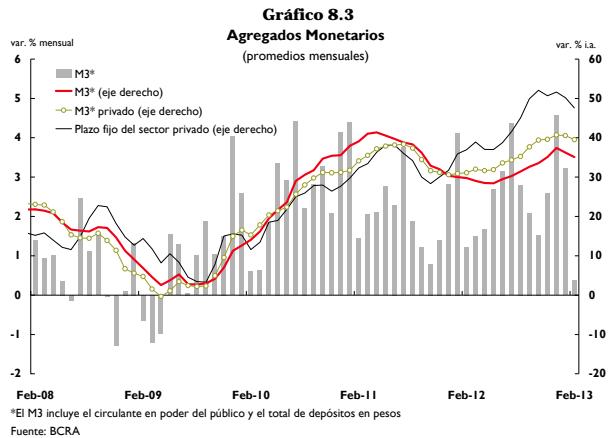


Gráfico 8.2



## 8.1 Política monetaria

66



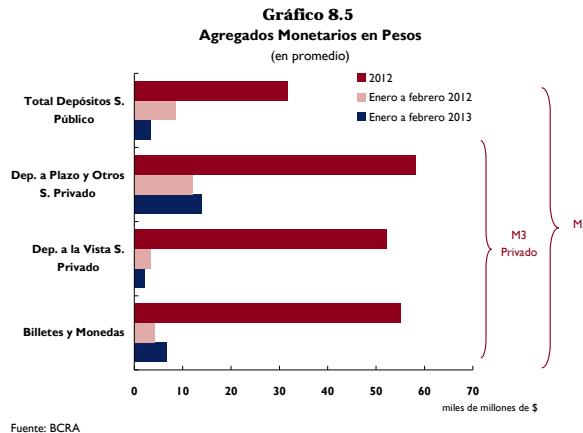
### Agregados monetarios

El agregado en pesos más amplio (M3), que finalizó 2012 con un crecimiento interanual (i.a.) de 37,4%, registró en los primeros meses del año una moderación de 2,3 puntos porcentuales (p.p.) en su ritmo de expansión, presentando en febrero un alza de 35,1% i.a. Por su parte, el M3 privado mostró cierta estabilización en su tasa de variación interanual, permaneciendo en alrededor del 40% desde octubre (ver Gráfico 8.3).

A lo largo de 2012, el aumento del M3 privado estuvo impulsado principalmente por el incremento de los préstamos en pesos al sector privado, estimulados por las políticas del BCRA tendientes a favorecer al financiamiento a la actividad productiva, y por la sustitución de parte de las financiaciones que antes se realizaban en moneda extranjera. Asimismo, y en menor medida, contribuyeron al aumento de los agregados monetarios las operaciones del sector público y las compras de divisas del Banco Central (ver Gráfico 8.4). En lo que va de 2013, los préstamos continuaron como principal motor del crecimiento del M3 privado, seguidos por las operaciones del sector público y las compras de divisas del BCRA, aunque estas últimas contribuyeron en menor proporción que en igual período del año previo.

Todos los componentes del M3 Privado registraron aumentos en 2012, aunque a diferentes tasas de variación (ver Gráfico 8.5). Los medios de pago del sector privado crecieron 37,2% i.a., superando en 6,5 p.p. el nivel del año previo. Por su parte, las colocaciones a plazo fijo finalizaron 2012 con un aumento interanual de 51,6%, uno de los niveles más elevados de los últimos años, presentando incrementos tanto el estrato de menos de \$1 millón (38,4% i.a.) como, y principalmente, el mayorista (de \$1 millón y más; 66% i.a.; ver Gráfico 8.6). Durante los primeros meses de 2013 también se observó un aumento generalizado en los diferentes componentes del M3 privado. No obstante, y al igual que en el primer bimestre de 2012, los depósitos a plazo fijo presentaron los mayores incrementos, aunque moderando ligeramente su crecimiento interanual (47,6% en febrero).

<sup>66</sup> Excepto que se indique lo contrario, las cifras a las que se hace referencia son promedios mensuales de datos diarios.



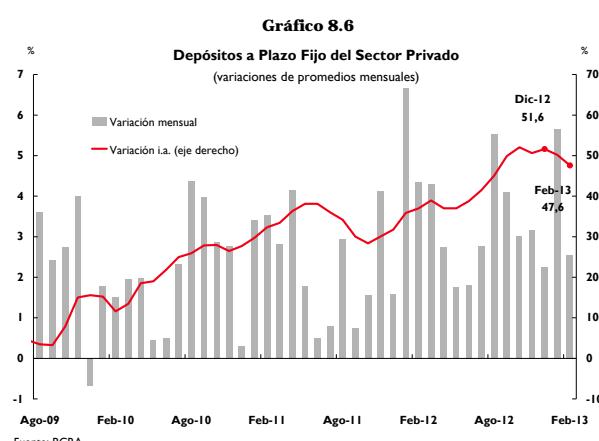
Los depósitos del sector público mostraron en 2012 un incremento (26,3% i.a.) que se explicó por los aumentos en las imposiciones a plazo fijo y, principalmente, en las colocaciones a la vista. En lo que va de 2013, los depósitos del sector público acumulan un crecimiento de 2,2%, compensando el aumento de las colocaciones a plazo la disminución de los depósitos a la vista.

En el segmento en moneda extranjera, los depósitos experimentaron durante 2012 una disminución de 28,6% i.a., con caídas en las colocaciones del sector privado compensadas parcialmente por un aumento de las del sector público. No obstante, la evolución de los depósitos del sector privado en moneda extranjera mostró desde mediados de 2012 una morigeración en el ritmo de disminución, situación que continuó en los primeros meses de 2013. Asimismo, cabe recordar que como consecuencia de las políticas prudenciales implementadas en los últimos años, el sistema financiero argentino presenta un bajo grado de dolarización y un muy reducido nivel de descalce de monedas que le permitieron devolver sin inconvenientes todos los depósitos que le fueron requeridos.

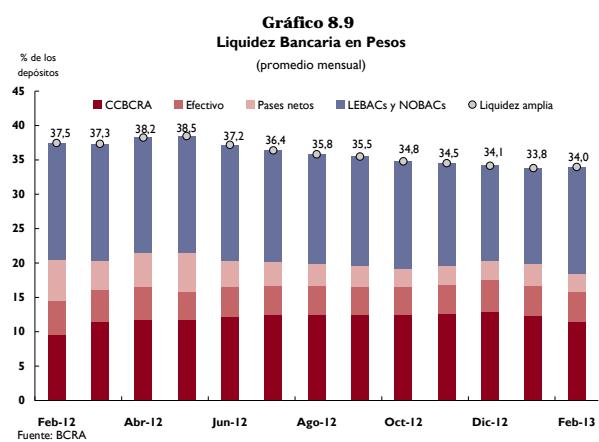
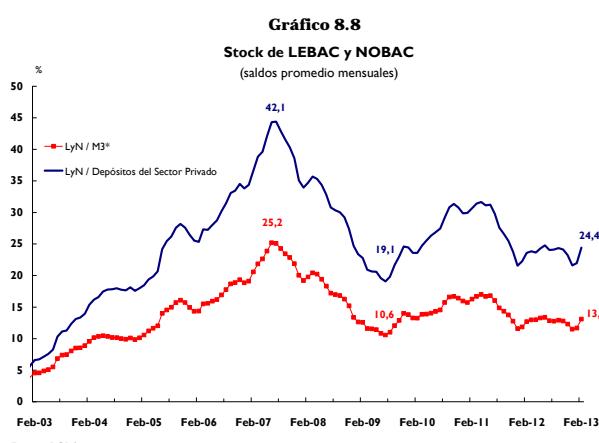
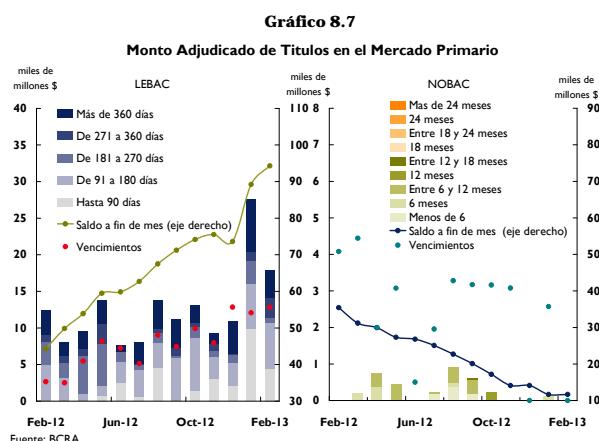
Finalmente, el agregado más amplio, M3\*, que incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios y el total de depósitos en pesos y en moneda extranjera (expresados en pesos), finalizó 2012 con un crecimiento interanual de 32%, moderando su ritmo de expansión durante los primeros meses de 2013 (29,7% i.a. en febrero).

### Liquidez bancaria

En un año en el que el crédito continuó creciendo a un ritmo mayor que las fuentes de fondeo de los bancos, los niveles de liquidez bancaria se redujeron, aunque siguen siendo muy elevados.



El saldo promedio de pases pasivos del Banco Central con entidades financieras (considerando rueda REPO y los pases nocturnos) registró en los primeros meses de 2012 un fuerte crecimiento que fue parcialmente revertido en la segunda mitad del año, finalizando en diciembre en alrededor de \$14.000 millones. Las tenencias de LEBAC y NOBAC en cartera de las entidades financieras se ubicaron en diciembre de 2012 en \$77.130 millones (a valor efectivo), un nivel 22,7% superior al registrado un año atrás.



Los bancos continuaron captando la mayor parte de los títulos emitidos por el BCRA, y fueron las LEBAC las especies que concentraron la mayor parte de las colocaciones. En efecto, el monto total adjudicado de LEBAC —incluyendo entidades financieras y resto de tenedores— resultó muy superior a los vencimientos, por lo que el saldo casi se triplicó en el año, alcanzando en valor nominal (VN) \$73.600 millones a fines de 2012. En cambio, en el caso de las NOBAC el saldo se redujo 67,6% hasta los VN \$14.100 millones (ver Gráfico 8.7).

En lo que va de 2013, especialmente en enero, se pudo apreciar un aumento en las colocaciones de LEBAC. La mayor adjudicación de ese mes (\$27.700 millones) fue explicada en parte por la concentración de vencimientos más elevados respecto de años previos, por la sustitución de NOBACs que vencieron y no se renovaron y, dada la disposición del calendario, por un mayor número de licitaciones (cinco en lugar de cuatro en el mes). No obstante, lo adjudicado en enero se encuentra en línea con lo observado en años previos, si se lo mide en términos de la base monetaria o de los agregados monetarios.

En conjunto, la liquidez amplia en pesos de las entidades financieras (efectivo en bancos, saldos en cuentas corrientes en el BCRA, pases con el BCRA y tenencias de LEBAC y NOBAC<sup>67</sup>) en términos del total de los depósitos se redujo 0,8 p.p. durante 2012, alcanzando 34,1% a fin de año y manteniéndose en febrero de 2013 en un nivel similar (ver Gráfico 8.9).

También se verificó un cambio en la composición de la liquidez. De acuerdo a lo dispuesto por la reforma de la Carta Orgánica, a partir de abril la integración de los encajes no puede constituirse sino en depósitos a la vista en la autoridad monetaria. Con esto se logró una eficientización del saldo de efectivo en bancos, que en el año se redujo un 0,7% de los depósitos totales en pesos. Asimismo, y para no generar un aumento en las tasas de interés, el BCRA dispuso que, inicialmente, las entidades deduzcan de la exigencia de cada mes un importe equivalente al “efectivo computable”<sup>68</sup>.

Posteriormente, en octubre de 2012 entró en vigencia la readecuación de la normativa de Efectivo Mí-

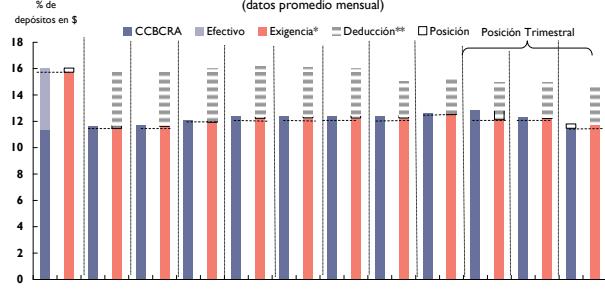
<sup>67</sup> Para el cálculo del *ratio* de liquidez, las tenencias de LEBAC y NOBAC en cartera de las entidades financieras se valúan a valor efectivo.

<sup>68</sup> La deducción consiste, no en la totalidad del efectivo del banco, sino sólo aquella porción que una vez computados todos los otros conceptos admitidos como integración (los saldos en cuenta corriente en el BCRA y los depósitos en cuenta corriente de las entidades financieras no bancarias en bancos), habrían llevado al equilibrio la posición (integración menos exigencia) de los encajes de marzo de 2012.

**Cuadro 8.1****Efectivo Computable, Coeficientes de Exigencia para Depósitos y Exigencia de Efectivo Mínimo**

	Mar-12	Abr-12	Oct-12	Dic-12	Mar-13
<b>Cálculo del Efectivo como Integración (%)</b>	100	-	-	-	-
<b>Deducción del "Efectivo Computable" (%)</b>	-	100	75	25	0
<b>Coeficiente de Encaje (%)</b>					
<b>Zona I</b>					
Depósitos en Cuenta Corriente	19,00	19,00	18,00	17,50	17,00
Depósitos en Cajas de Ahorro	19,00	19,00	18,00	17,50	17,00
Otros depósitos a la vista	19,00	19,00	18,00	17,50	17,00
<b>Depósitos a Plazo Fijo s/ plazo residual:</b>					
Hasta 29 días	14,00	14,00	13,50	13,25	13,00
De 30 a 59 días	11,00	11,00	10,50	10,25	10,00
De 60 a 89 días	7,00	7,00	6,50	6,25	6,00
De 90 a 179 días	2,00	2,00	1,50	1,25	1,00
De 180 o más	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Depósitos a Plazo Fijo con canc. anticip.	16,00	16,00	15,50	15,25	15,00
<b>Resto de Zonas</b>					
Depósitos en Cuenta Corriente	19,00	19,00	17,00	16,00	15,00
Depósitos en Cajas de Ahorro	19,00	19,00	17,00	16,00	15,00
Otros depósitos a la vista	19,00	19,00	17,00	16,00	15,00
<b>Depósitos a Plazo Fijo s/ plazo residual:</b>					
Hasta 29 días	14,00	14,00	13,00	12,50	12,00
De 30 a 59 días	11,00	11,00	10,00	9,50	9,00
De 60 a 89 días	7,00	7,00	6,00	5,50	5,00
De 90 a 179 días	2,00	2,00	1,00	0,50	0,00
De 180 o más	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Depósitos a Plazo Fijo con canc. anticip.	16,00	16,00	15,00	14,50	14,00
<b>Deducción por Financiamiento MiPyME</b>	-	-	-	-	hasta un máx. de 3% de los depósitos (en caso en que las fin. MiPyMEs superen el 30% del total)

Fuente: BCRA

**Gráfico 8.10**  
**Posición de Efectivo Mínimo en Pesos**  
(datos promedio mensual)

\*A partir de abril de 2012 corresponde a la exigencia neta de deducciones

\*\*Entre abril y septiembre la deducción correspondió al 100% del efectivo computable, en octubre y noviembre al 75% y en diciembre y enero de 25%. A partir de diciembre de 2012 se incorporó la deducción por financiaciones a MiPyMEs

Fuente: BCRA

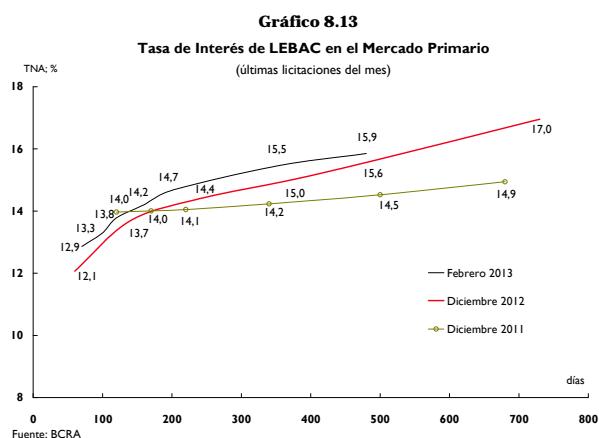
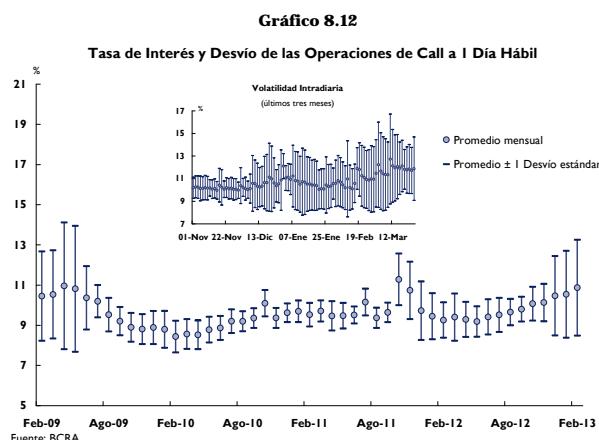
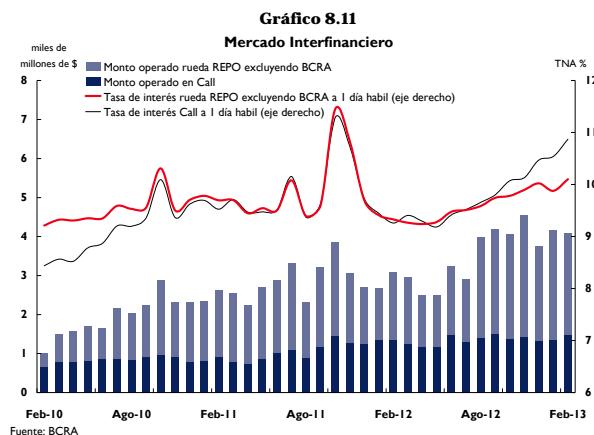
nimo, que procura facilitar el acceso al crédito para las pequeñas y medianas empresas, ampliar la cobertura geográfica del sistema y promover el acceso universal de los usuarios a los servicios financieros. El cambio normativo incluye tres componentes: 1) la eliminación en tres etapas de la deducción del "efectivo computable" en el encaje legal; 2) una disminución gradual de los coeficientes de exigencia para los depósitos a la vista y a plazo fijo diferenciada por la zona en la que está radicada la sucursal del banco en la que se realizó el depósito; y 3) una baja en la exigencia de Efectivo Mínimo en función de la participación del crédito a Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs) sobre el total de préstamos al sector privado.

A partir de octubre de 2012 sólo se permite deducir de la exigencia el 75% del efectivo computable, en diciembre de 2012 el 25%, y desde marzo de 2013 se elimina definitivamente esta deducción. También entraron en vigencia reducciones en los coeficientes de encaje, diferenciados según la ubicación de la sucursal donde estén radicados los depósitos. En tres etapas (octubre de 2012, diciembre de 2012 y marzo de 2013), el coeficiente para los depósitos a la vista en la zona I (grandes centros urbanos y localidades con mayor grado de desarrollo y bancarización) se redujo 2 p.p. (1 p.p., 0,5 p.p. y 0,5 p.p. en cada etapa), y para el resto de las zonas se redujo 4 p.p. (2 p.p., 1 p.p. y 1 p.p.). En el caso de los depósitos a plazo, los coeficientes para las imposiciones en la zona I disminuyeron 1 p.p. (0,5 p.p., 0,25 p.p. y 0,25 p.p.), mientras que para el resto de las zonas se redujeron 2 p.p. (1 p.p., 0,5 p.p. y 0,5 p.p.). Adicionalmente, desde diciembre de 2012 se comenzó a computar una deducción adicional en base a la participación de las financiaciones a MiPyMEs en el total de financiaciones en pesos al sector privado: la deducción puede llegar a un máximo de 3% de los depósitos en el caso en el que la participación de las financiaciones a MiPyMEs supere el 30% de la cartera (ver Cuadro 8.1).

En este nuevo esquema normativo, las entidades financieras habrían cumplido sin inconvenientes la posición trimestral diciembre-febrero<sup>69</sup> con una posición (integración menos exigencia) en un nivel similar al registrado previamente (ver Gráfico 8.10).

Para el segmento en moneda extranjera, a pesar de la reducción en los depósitos, la liquidez continuó

<sup>69</sup> La norma de Efectivo Mínimo establece los saldos que en promedio los bancos deben mantener depositados en cuenta corriente en el BCRA en relación a los depósitos de sus clientes (encaje legal). Esta norma debe cumplirse de forma mensual, excepto para el período diciembre-febrero, que es de cumplimiento trimestral.



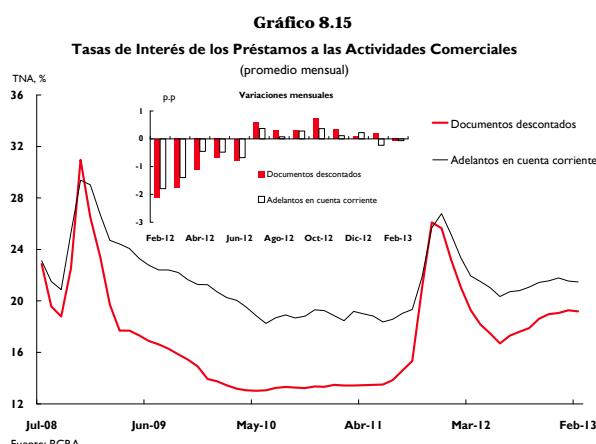
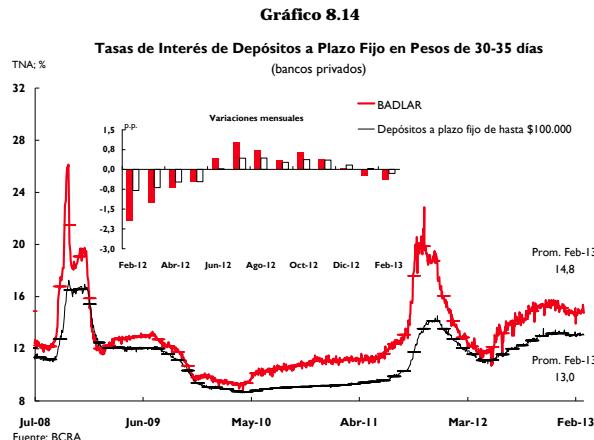
elevada y con tendencia creciente (93,2% de los depósitos en dólares para diciembre de 2012, 7,8 p.p. superior a la de finales de 2011). Esto se explica por la sustitución de préstamos en moneda extranjera por financiamiento en pesos, que brindó los recursos en moneda extranjera necesarios para atender la reducción de depósitos sin reducir el ratio de liquidez en moneda extranjera. En lo que va de 2013, la liquidez se mantuvo alta, en 94,1% de los depósitos en dólares en febrero.

### Tasas de interés<sup>70</sup>

El Banco Central mantuvo las tasas de interés de sus operaciones de pase en los mismos niveles que muestran desde octubre de 2009 (9,0% y 9,5% para los pases pasivos a 1 y 7 días de plazo, y 11,0% y 11,5% para las de sus pases activos a 1 y 7 días de plazo, respectivamente).

Las tasas de interés en el mercado interfinanciero finalizaron 2012 en niveles superiores a los de fin del año anterior, luego de haber registrado una tendencia descendente en los primeros meses de 2012 y un comportamiento alcista el resto del período. Ello tuvo lugar en un período en el que, como fuera mencionado, se observó cierta reducción de los excedentes de liquidez en pesos, la tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil en el mercado no garantizado (*call*) se ubicó en 10,5% en diciembre, 0,7 p.p. superior al nivel registrado en el mismo período del año anterior y 1,3 p.p mayor al mínimo verificado en mayo. Por su parte, en el mercado garantizado, donde se concentra el mayor volumen de operaciones, la tasa de interés promedio de las operaciones de pase a 1 día hábil entre entidades financieras (rueda REPO excluyendo BCRA) verificó un incremento más modesto, 0,3 p.p respecto de diciembre de 2011 y 0,8 p.p respecto del mínimo de 2012, ubicándose en 10%. Como consecuencia de este comportamiento se observó a lo largo de la segunda mitad del año un incremento en el diferencial entre las tasas de interés de *call* y de pases (ver Gráfico 8.11). También se pudo apreciar un incremento en la volatilidad de la tasa de *call* (medida como los desvíos de las tasas de interés de las operaciones de cada día respecto a la tasa de interés promedio del día (ver Gráfico 8.12). Tanto el mayor *spread* entre la tasa de *call* y la de pases como la mayor volatilidad de la de *call* se explican, fundamentalmente, por la presencia de entidades financieras no bancarias (EFNB).

<sup>70</sup> Las tasas de interés que se mencionan en esta sección se refieren a tasas nominales anuales (TNAs).



entre los demandantes de fondos en el mercado de *call* a tasas de interés relativamente más altas.

Se espera que se mantenga la tendencia de fines de 2012 en los primeros meses del presente año, principalmente en el mercado de *call*, con incrementos y niveles de volatilidad más acentuados, en tanto en el de REPO las tasas se encuentran en niveles similares a los de fines de año.

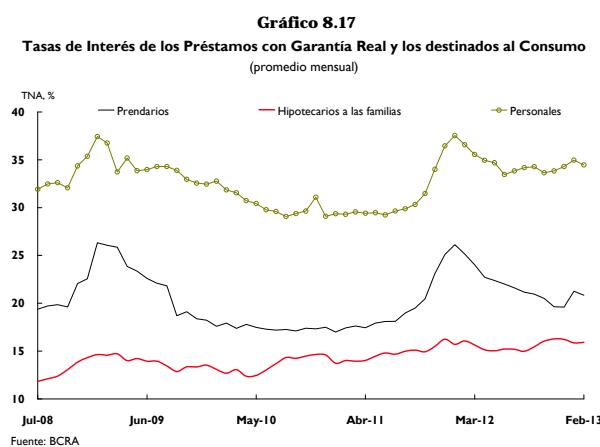
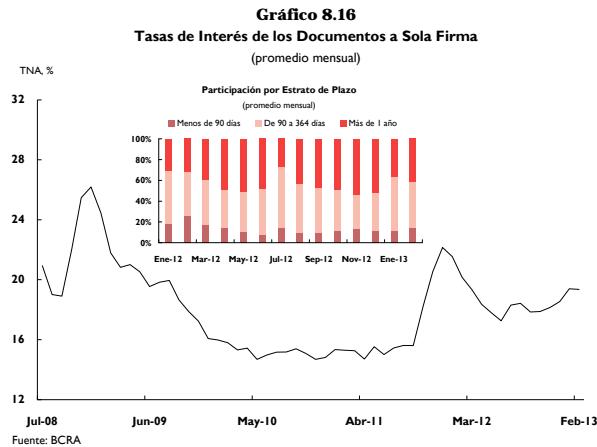
El desempeño verificado en las tasas de interés del mercado interfinanciero se dio en un contexto donde el monto operado en *call* se mantuvo relativamente estable, en torno a los \$1.400 millones, en tanto en pasos creció hasta casi duplicar al de *call*, ubicándose en diciembre en \$2.400 millones.

En el año, la curva de tasas de interés de LEBAC en el mercado primario se empinó, registrando aumentos en los plazos más largos y reducciones en los plazos más cortos. En efecto, entre las tasas de interés de las LEBAC se registraron ligeras reducciones para los plazos de hasta 120 días, mientras que en el resto de los tramos se registraron incrementos que fueron desde los 0,5 p.p hasta los casi 2 p.p para los plazos en torno a los 700 días (ver Gráfico 8.13).

De esta manera, en las últimas licitaciones de diciembre, la tasa de interés para la especie de menor plazo, 60 días, se ubicó en 12%; mientras que la tasa de interés de la especie a 720 días se ubicó en 17%. En tanto, en el caso de las NOBAC, se registraron escasas colocaciones a lo largo del período, observándose a fines de 2012 tasas de interés de corte de 13,1% en plazos en torno a los 300 días, alrededor de 3 p.p inferior respecto del mismo período del año anterior.

En lo que va de 2013 las tasas de colocaciones de LEBAC se incrementaron entre 0,3 p.p y 0,5 p.p, fundamentalmente en la última licitación de febrero.

Las tasas de interés pasivas cerraron 2012 registrando descensos respecto a fin del año anterior. En efecto, si bien desde mayo mostraron una tendencia ascendente, dicha suba no llegó a contrarrestar totalmente la baja de principios de año. En el caso de la BADLAR de bancos privados (tasa de interés de los depósitos a plazo fijo de \$1 millón y más hasta 35 días de plazo) cerró el 2012 en 15,4%, acumulando un descenso de 3,4 p.p. en el año, aunque una suba de 3,7 p.p. respecto del mínimo del año registrado en mayo. Algo similar, aunque con movimientos más acotados, ocurrió en el segmento minorista, donde la

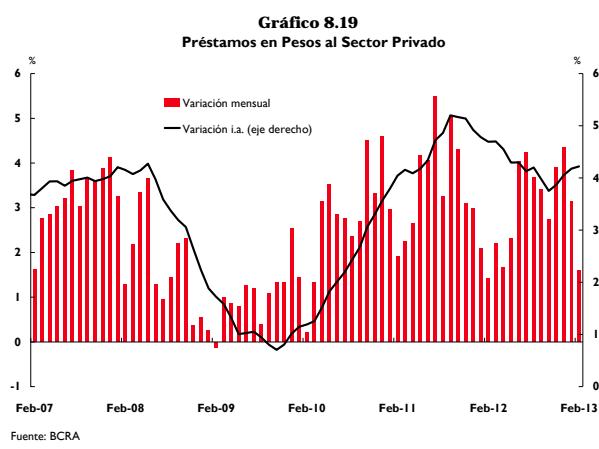
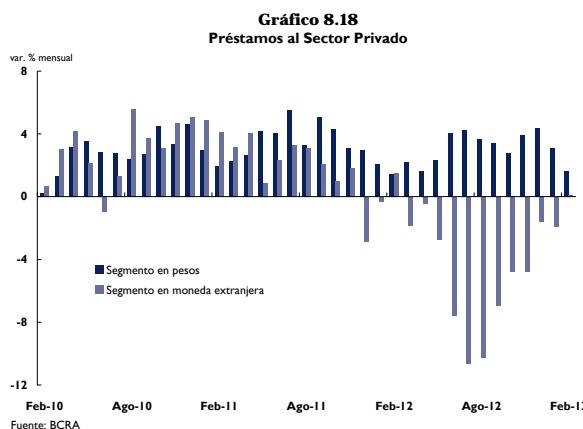


tasa de interés pagada por las entidades privadas por los depósitos hasta \$100 mil promedió 13,2% en diciembre 2012, registrando una disminución de 1 p.p. en el año y una suba de 2 p.p. respecto del 11,1% de mayo.

En tanto, a comienzos de 2013, las tasas de interés pasivas iniciaron una leve tendencia descendente, en un período caracterizado por una menor demanda de liquidez por parte de las familias y las empresas, para estabilizarse durante marzo. En particular, en el segmento mayorista, la BADLAR promedió 14,8% en febrero, 0,6 p.p. por debajo del nivel de diciembre, mientras que en el segmento minorista, la tasa de interés promedió 13%, descendiendo 0,1 p.p. (ver Gráfico 8.14).

En el caso de las tasas de interés activas, se observó un comportamiento similar al de las pasivas, registrando descensos en la primera parte del año, que fueron parcialmente compensados en la segunda mitad, y finalizando 2012, en todos los casos, en niveles marcadamente inferiores a los registrados un año atrás. En los primeros meses de 2013 y en línea con lo ocurrido en el caso de las tasas pasivas, las tasas aplicadas sobre los préstamos al sector privado comenzaron a mostrar, en general, una moderación de la tendencia ascendente. Cabe señalar que los niveles de algunas de las tasas de interés activas de líneas comerciales, fundamentalmente las de los documentos a sola firma, se encuentran morigerados por la creciente participación de la “Línea de Crédito para la Inversión Productiva” y del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB), con créditos otorgados a tasas del 15,01% y del 9,9%, respectivamente, lo que indica que estas medidas de política económica están logrando reducir el costo del crédito para la actividad productiva.

La tasa de interés promedio de los adelantos en cuenta corriente finalizó 2012 en 21,8%, 5 p.p. menos que la de un año atrás, pero 1,4 p.p. mayor a la de junio, cuando alcanzó su menor nivel en el año. En el caso de las financiaciones a través del descuento de documentos, las oscilaciones fueron más pronunciadas. En efecto, la tasa de interés aplicada sobre los documentos descontados promedió 19,1% en diciembre 2012, 6,6 p.p. menos que un año atrás, pero 2,4 p.p. mayor a la promedio de junio (ver Gráfico 8.15). La tasa de interés de los documentos a sola firma mostró, en líneas generales, una evolución similar, aunque su comportamiento se vio perturbado por alzas transitorias —concentradas en julio y agosto de 2012, y enero y febrero de 2013— que res-



ponden, en parte, a que en esos meses se redujo la participación de las líneas de crédito productivo promovidas dentro de esa línea, en ambos casos con operaciones a tasas de interés relativamente más bajas y a plazos más largos (ver Gráfico 8.16).

La tasa de interés de los préstamos con garantía prendería mostró una tendencia descendente a lo largo de 2012, que se interrumpió en enero de 2013. Al igual que en el caso de los documentos a sola firma, este comportamiento también se explica fundamentalmente por una menor participación de las nuevas líneas de crédito productivo, que se realizan a tasas de interés menores. En febrero último la tasa de interés promedió 20,8%, registrando un aumento de 1,2 p.p. en el bimestre. Sin embargo, y debido a la persistente disminución que se observó durante el 2012, la tasa de interés se encuentra 4,3 p.p. por debajo del nivel observado un año atrás (ver Gráfico 8.17).

Por último, las tasas de interés de los créditos a las familias registraron menores cambios. La tasa de interés de los préstamos personales finalizó 2012 en 34,3%, 2,2 p.p. menor que la registrada un año atrás, mientras que la de los préstamos hipotecarios a los hogares se ubicó en 16,2%, manteniéndose en el mismo nivel que en diciembre de 2011.

### **Políticas de financiamiento productivo y crédito al sector privado<sup>71</sup>**

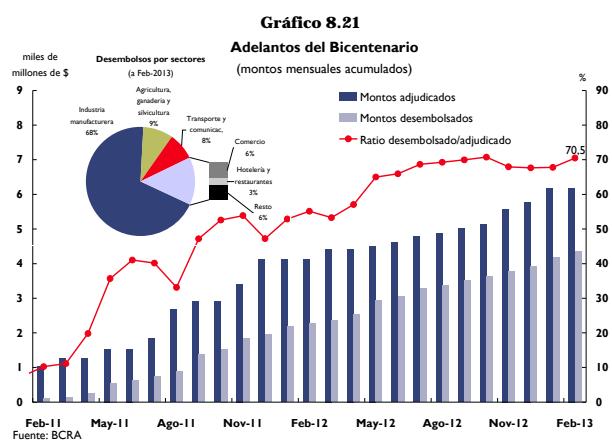
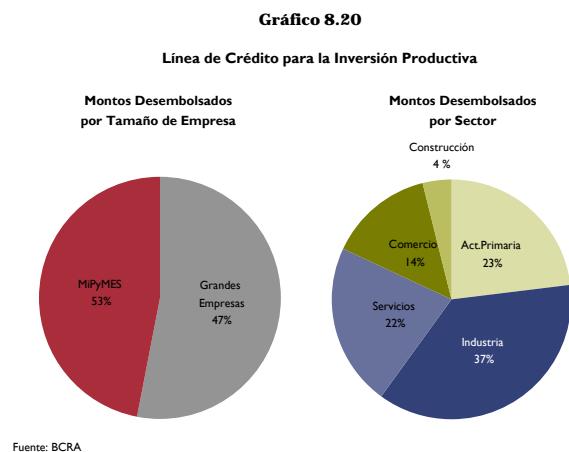
El total de préstamos (pesos y moneda extranjera) al sector privado finalizó el 2012 con un crecimiento de 29,8% y un ratio respecto al PIB de 15,7%<sup>72</sup>. Tras registrar una disminución en 2009, el nivel de crédito respecto del PIB mostró una fuerte recuperación a partir de 2010, acumulando desde ese año un aumento de 4,6 p.p. En lo que va del año, dicho ratio continuó aumentando y en febrero alcanzó a 15,9%. Pese a los importantes avances realizados en los últimos años, los niveles actuales de préstamos respecto al PIB continúan siendo reducidos, tanto en términos históricos como regionales.

Durante 2012 continuaron desarrollándose políticas de estímulo al crédito productivo como el PFPB y la Línea de Créditos para la Inversión Productiva<sup>73</sup> (ver

<sup>71</sup> Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta sección se encuentran ajustadas por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros que, si bien alteran los saldos contables, no afectan al financiamiento otorgado.

<sup>72</sup> El guarismo del ratio de préstamos respecto del PIB mencionado en esta sección difiere del de la Visión Institucional debido a que, en el primer caso, se consideran sólo los préstamos (sin *leasing*) y sólo los capitales (no se incluyen ni intereses documentados ni ajustes por CER). Además el ratio de esta sección está confeccionado sobre la base de promedios mensuales de saldos diarios (en lugar de sobre saldos a fin de mes).

<sup>73</sup> Ver Comunicación A 5319 y Apartado 2 del Informe Macroeconómico y de Política Monetaria de Julio de 2012.

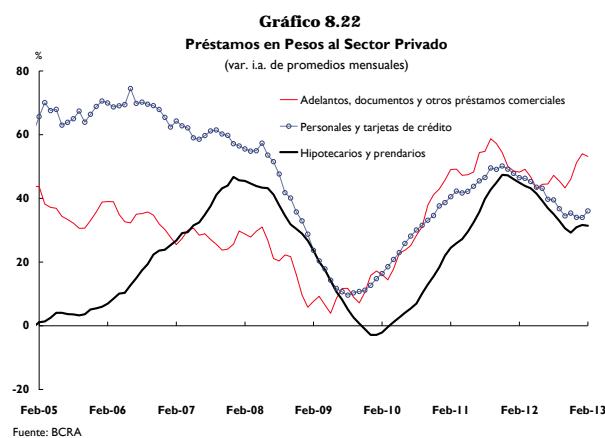


Apartado 4). El éxito de estas políticas, sumado al proceso de sustitución de financiamiento previamente otorgado en moneda extranjera por financiamiento en pesos (ver Gráfico 8.18), llevó a que los préstamos en pesos al sector privado aceleraran su ritmo de crecimiento y finalizaran 2012 con un crecimiento interanual de 40,6%, 8,6 p.p. más que en diciembre de 2011 (ver Gráfico 8.19). En lo que va de 2013, la tasa de variación interanual siguió aumentando y alcanzó a 42,2% en febrero.

En cambio, los préstamos en moneda extranjera al sector privado, destinados fundamentalmente a la prefinanciación de exportaciones, presentaron una disminución en 2012, aunque en los últimos meses de ese año y a comienzos de 2013 redujeron su ritmo de caída.

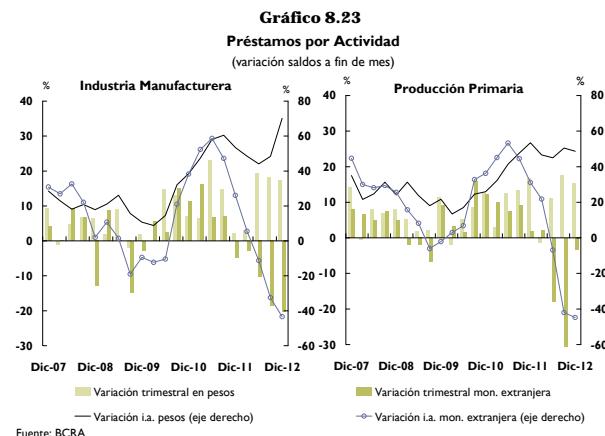
De acuerdo a la última información disponible, hasta diciembre de 2012, el total de créditos desembolsados mediante la “Línea de créditos para la inversión productiva” totalizó \$16.763 millones, superando en un 20% la pauta prevista por el Banco Central para el año. Del total desembolsado, 53% correspondió a MiPyMEs y 47% a grandes empresas. En lo que hace a la distribución por sector económico, la industria manufacturera fue el principal destinatario, con el 37% de los fondos, seguido de la actividad primaria, con el 23% (ver Gráfico 8.20 y Apartado 4). Por otra parte, el BCRA volvió a impulsar esta línea de financiamiento en 2013. En esta oportunidad, los bancos dispondrán hasta junio de 2013 para otorgar financiamiento por el 5% de los depósitos en pesos del sector privado de noviembre de 2012 (\$17.000 millones). Las características de la línea no se modifican respecto de la anterior oportunidad, con excepción de la tasa de interés máxima que pasó a ser de 15,25% (en lugar de 15,01%).

También con el objetivo de mejorar la oferta de crédito a la inversión y la actividad productiva a través del otorgamiento de préstamos a mediano y largo plazo a tasa de interés fija, el Banco Central continuó licitando fondos en el marco del PFPB. A lo largo de 2012 se adjudicaron \$1.670 millones y en lo que va de 2013 \$400 millones adicionales, de forma tal que, desde el comienzo del PFPB se llevan adjudicados \$6.184 millones y efectivamente desembolsados \$4.359 millones. Al igual que lo ocurrido con la “Línea de Créditos para la Inversión Productiva”, el destino de los fondos de este programa se concentró principalmente en el financiamiento a la industria manufacturera, que recibe un



68% del total, seguido por el sector primario, con un 9% (ver Gráfico 8.21).

Favorecidos por las políticas de estímulo y por el proceso de sustitución entre monedas, los préstamos en pesos destinados a financiar actividades comerciales, como los adelantos y los documentos, mostraron desde mediados de 2012 un mayor dinamismo que el resto de las líneas. En términos interanuales crecieron en el último mes al 53,2%, 17,1 p.p. más que los préstamos orientados a financiar el consumo de las familias (personales y tarjetas de crédito) y más de 20 p.p. respecto a los préstamos con garantía real (ver Gráfico 8.22). Entre los préstamos comerciales se destacaron especialmente los documentos a sola firma, que son los que concentran la mayor parte de los préstamos que antes se canalizaban en el segmento en moneda extranjera, los créditos de la Línea del Bicentenario, y los de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva.



Al distinguir los préstamos por la actividad económica principal del deudor, se verifica que la industria manufacturera y la producción primaria son los sectores a los que se canalizaba la mayor parte del financiamiento en moneda extranjera, concentrando entre ambos más del 80% del total. La última información disponible desagregada por sector, correspondiente a diciembre de 2012, muestra que el financiamiento en moneda extranjera a dichos sectores productivos continuó disminuyendo, acumulando una caída en el año cercana al 43% en el caso de la industria manufacturera y de 45% en el caso de la producción primaria. Dicho comportamiento contrasta con lo observado en el segmento en pesos, lo que refleja tanto la mencionada sustitución de parte del financiamiento que antes se otorgaba en moneda extranjera como también el hecho de que estos sectores fueron los principales destinos de las líneas de crédito promovidas. De hecho, los préstamos en pesos a la actividad primaria y manufacturera evidenciaron significativos aumentos a partir del segundo trimestre de 2012. En particular, entre septiembre y diciembre crecieron 15,4% (\$5.300 millones) y 17,2% (\$8.800 millones), respectivamente, registrando en términos interanuales crecimientos de 48,7% y 70,1%, en uno y otro caso (ver Gráfico 8.23).

### Reservas internacionales y mercado cambiario

Durante 2012 el peso continuó depreciándose respecto al dólar estadounidense y al euro, mientras

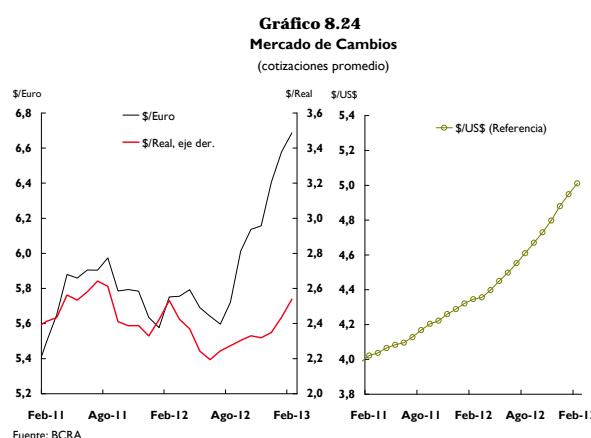
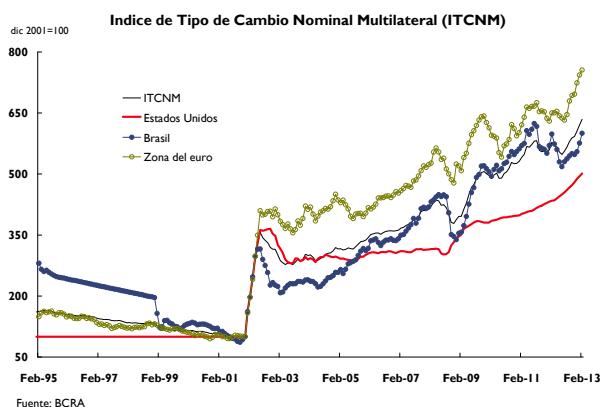


Gráfico 8.25



Fuente: BCRA

que se mantuvo relativamente estable respecto al real. Las cotizaciones promedio de diciembre de 2012 fueron 4,88 \$/US\$, 2,35 \$/Real y 6,41 \$/€, respectivamente, lo que implicó, un alza en el año de 13,8%, 13,7% y 0,9%, para cada caso (ver Gráfico 8.24). En definitiva, de acuerdo al Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral (ITCNM), que pondera los tipos de cambio de los principales socios comerciales según su participación en el comercio de nuestro país, el peso registró en 2012 una depreciación del 10% (ver Gráfico 8.25). En lo que va de 2013 continúa la tendencia deprecatoria registrada el año previo respecto al euro y al dólar. En tanto, respecto al real se registró un alza en la cotización en los primeros dos meses del año.

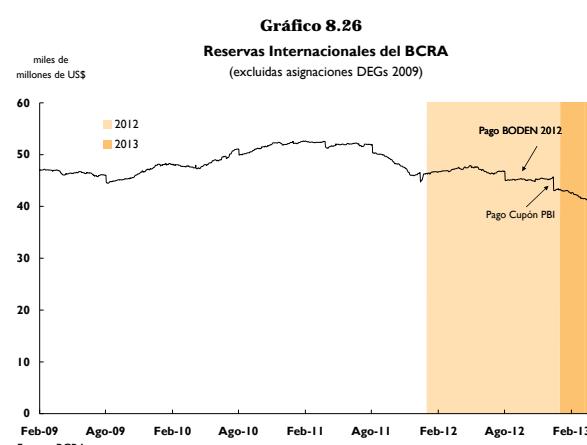
En el mercado a futuro (ROFEX), la depreciación respecto al dólar se moderó durante los primeros dos meses del año. A su vez, el monto diario negociado fue de \$800 millones en promedio para el bimestre, que resultó ser 18% inferior al de 2012.

En el 2012 el BCRA resultó ser comprador neto en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) por US\$9.200 millones, superando ampliamente el monto comprado en el año anterior. La adquisición de esas divisas permitió la cancelación de deuda en moneda extranjera por parte del sector público sin que se afectara significativamente el nivel de reservas internacionales. Entre los pagos registrados, los principales fueron el del BODEN 2012 (por US\$2.100 millones) y el del cupón atado al PIB en diciembre de 2012 (por US\$2.700 millones). A fin de diciembre de 2012, el saldo de reservas internacionales fue de US\$43.290 millones, lo que representó una caída de US\$3.086 millones (-6,7%; ver Gráfico 8.26).

En lo que va de 2013, dado que aún no se ha liquidado la cosecha gruesa, las compras del BCRA en el MULC no han sido importantes, mientras que se redujeron las cuentas corrientes en moneda extranjera de las entidades en el Banco Central, por lo que las reservas continuaron disminuyendo. Sin embargo, se prevén mayores compras en el MULC en los próximos meses y menores pagos de servicios de deuda del gobierno respecto al año anterior.

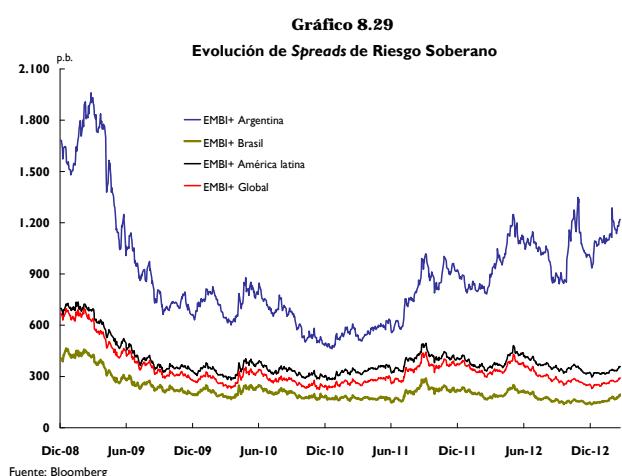
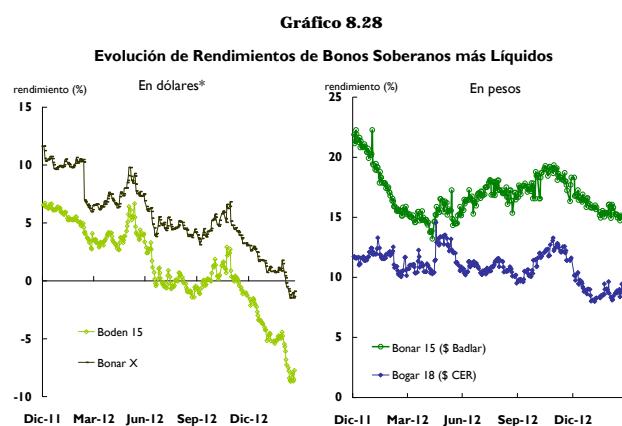
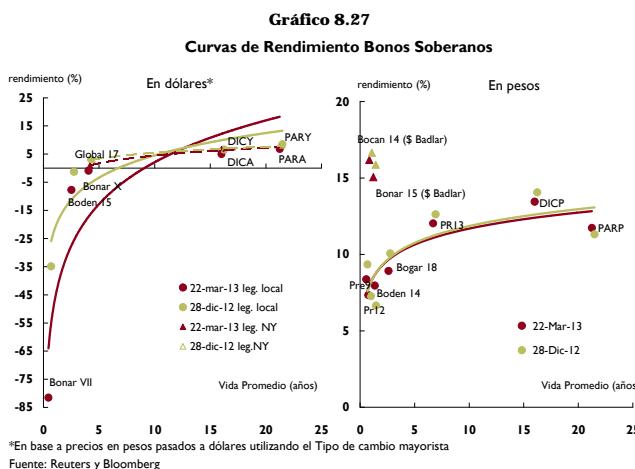
## 8.2 Mercado de activos

En el primer trimestre de 2013<sup>74</sup> los precios de los activos financieros argentinos registraron mayor-



Fuente: BCRA

<sup>74</sup> Datos hasta la tercera semana de marzo.



<sup>75</sup> A mediados de diciembre del año pasado se dio el pago del cupón correspondiente al crecimiento del Producto en 2011. Dicho pago representó cerca del 40% del precio para las especies en dólares y del 60% para las especies en pesos al momento de efectivizarse.

<sup>76</sup> Posteriormente los precios de los bonos en dólares volvieron a mejorar, aunque entre los bonos en pesos la tendencia fue menos definida.

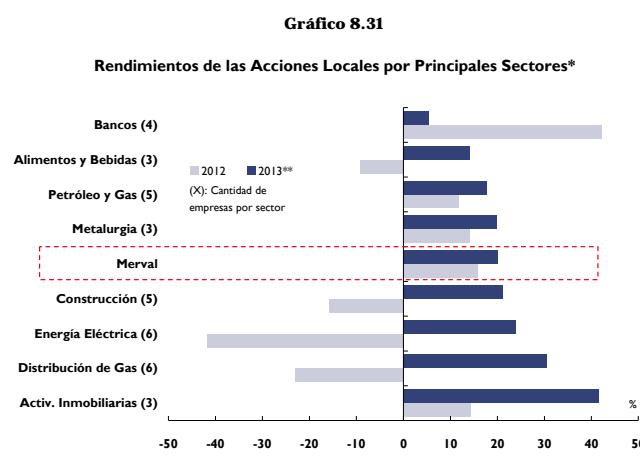
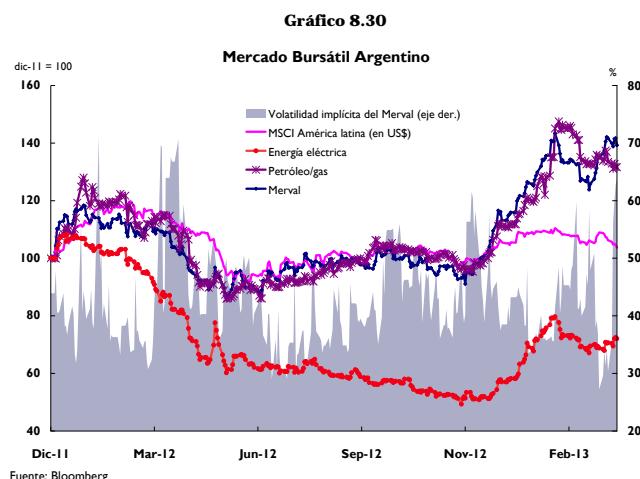
<sup>77</sup> Corresponde a cotizaciones en pesos a partir de las cuales se calculan los retornos en dólares utilizando el tipo de cambio mayorista.

mente avances, a pesar de haberse observado cierto deterioro en febrero. De esta manera, en términos generales extendieron la tendencia positiva con la que finalizaron 2012 (pese a haber atravesado períodos de alta volatilidad durante aquel año). Con respecto al acceso de las empresas al mercado de capitales doméstico, el monto de nuevo financiamiento mantuvo su dinamismo.

Las cotizaciones de los títulos públicos argentinos en las plazas domésticas mostraron un comportamiento alcista en 2012, destacándose las contracciones en los rendimientos de las especies en dólares (especialmente bajo legislación argentina) y los avances en las cotizaciones de las Unidades Vinculadas al PIB (estos últimos fueron los activos con mayor revalorización entre los instrumentos del Gobierno Nacional)<sup>75</sup>.

En lo transcurrido de 2013 las cotizaciones de los títulos públicos argentinos extendieron en general la mejora experimentada hacia fines del año pasado, aunque hacia fines de febrero se verificó un recorte en los avances que se habían registrado hasta entonces<sup>76</sup>. En particular, los precios de los bonos en dólares con legislación doméstica tuvieron una suba marcada en el primer trimestre, en especial los de corto y mediano plazo. Como referencia, en el segmento medio de la curva (con mayor liquidez), el recorte en los rendimientos desde fin del año pasado fue de más de 400 puntos básicos (p.b.) en promedio, mientras que para los bonos más largos fue de 110 p.b.<sup>77</sup> (ver Gráfico 8.27). Con respecto a los retornos de los bonos en pesos con ajuste CER, se dio un recorte promedio de 20 p.b. en lo que va del año. En la misma línea, los rendimientos de los bonos en pesos nominales a tasa variable se contrajeron unos 60 p.b. en promedio desde fines de 2012, acompañando a la tasa de referencia para el cálculo de sus cupones, la BADLAR Bancos Privados (ver Gráfico 8.28). En tanto, los precios de las Unidades Vinculadas al PIB en la plaza local mostraron resultados mixtos desde fines de diciembre.

En los primeros meses de 2013, el volumen negociado de instrumentos de renta fija en los mercados locales fue elevado, superando \$3.400 millones en



promedio diario<sup>78</sup>. Esto se compara con un monto medio de casi \$2.300 millones por día en 2012 y de casi \$2.100 millones en el primer trimestre de 2012.

Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana argentina se ampliaron en 2013. Tras subir cerca de 70 p.b. en 2012, el *spread* del EMBI+ argentino se incrementó casi 230 p.b. desde fines de diciembre, hasta un nivel en torno a 1.200 p.b. (ver Gráfico 8.29). Dicho desempeño en lo que va de 2013 se dio como correlato de la ampliación en los retornos de los bonos soberanos en dólares con legislación internacional en las plazas del exterior<sup>79</sup> (mientras que los retornos de los bonos de largo plazo del Tesoro norteamericano subieron casi 20 p.b. en el mismo período). En este sentido, en los últimos meses se ha verificado una mayor volatilidad en los precios de los bonos soberanos argentinos en las plazas internacionales, en función de las distintas instancias que atravesó el reclamo judicial que mantienen en la justicia norteamericana fondos de inversión que poseen bonos no presentados a los canjes de deuda soberana de 2005 y 2010<sup>80</sup>.

Con respecto al mercado bursátil local, los precios de las acciones argentinas extendieron en lo transcurrido de 2013 el avance de 2012, pese a que en febrero se evidenció cierta toma de ganancias. Medido en pesos el Merval registró una suba de 16% el año pasado (1,5% si se lo mide en dólares), especialmente debido a la recuperación desde fines de noviembre. En 2013 los avances en las cotizaciones (20%) se reparten con diferente magnitud entre los distintos sectores. En promedio, las mayores subas se dan en las acciones de compañías ligadas a servicios públicos (que habían estado entre las de peor comportamiento en 2012) y las de actividades inmobiliarias (ver Gráfico 8.30 y 8.31). Dicho desempeño fue acompañado por mayores transacciones: en lo que va del año el promedio diario de operaciones en acciones se ubica en cerca de \$60 millones<sup>81</sup>.

En 2012 el financiamiento total a través del mercado de capitales creció 7% hasta un monto de casi

<sup>78</sup> En base a montos de BCBA y MAE, incluye títulos públicos del Gobierno Nacional, instrumentos del BCRA, títulos provinciales, Obligaciones Negociables (ON) y otros.

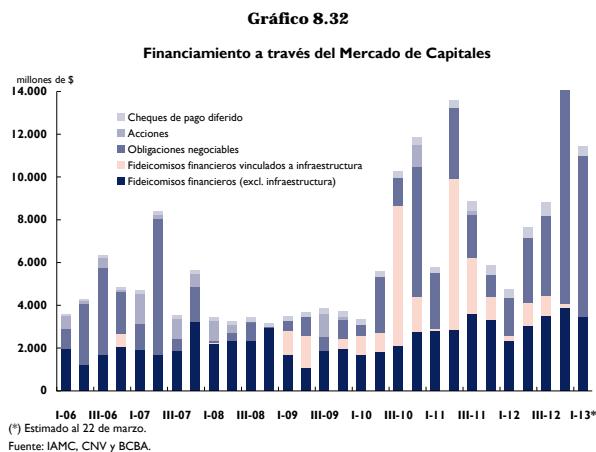
<sup>79</sup> Que son los que se utilizan para calcular el EMBI. La ampliación en los rendimientos de estos bonos en las plazas internacionales en lo que va del año fue de 290 p.b. en promedio.

<sup>80</sup> Ver Informe Macroeconómico y de Política Monetaria de diciembre de 2012. Luego de la audiencia fijada a fines de noviembre de 2012 por la Cámara de Apelaciones del Segundo Circuito entre la parte demandante y la República Argentina, que tuvo lugar el 27 de febrero último, a fines de marzo de 2013 la República Argentina presentó por escrito, a pedido de la Cámara, los términos precisos de la fórmula de pago alternativa y el cronograma con los cuales está preparado a comprometerse. Las partes demandantes tendrán tiempo hasta el 22 de abril para analizar la propuesta argentina y fundamentar su posición. Posteriormente restará conocerse el fallo de la Cámara.

<sup>81</sup> A lo largo de 2012, los volúmenes operados en acciones fueron por un promedio diario inferior a los \$40 millones, frente a un promedio de \$50 millones en 2011.

\$36.400 millones, de los cuales más de la mitad correspondieron a bonos emitidos en el mercado doméstico (principalmente colocaciones del sector financiero y varias de YPF). Esto contrastó con cierta merma en lo que respecta a fideicomisos financieros, debido a una contracción de fideicomisos vinculados a obras de infraestructura. Por su parte, solamente hubo dos colocaciones de acciones en 2012 (merma de aproximadamente 50% respecto a 2011), mientras que la negociación de cheques de pago diferido creció 34% en 2012, explicado por un volumen elevado durante el tercer trimestre.

La dinámica en el mercado de bonos se extendió en lo que va de 2013 (ver Gráfico 8.32). En los primeros meses del año el financiamiento al sector privado y para infraestructura a través del mercado de capitales observó un fuerte crecimiento interanual (141%), con la colocación de bonos pasando de casi \$1.800 millones en el primer trimestre de 2012 a más de \$7.500 millones en igual período de 2013<sup>82</sup>. Esto se dio a partir de varias operaciones de financiamiento relacionadas al sector financiero, colocaciones puntuales del sector agroexportador y varias emisiones de YPF concretadas en marzo<sup>83</sup>. En lo que respecta a fideicomisos financieros, se observa este año un aumento interanual de 34% en el monto de colocaciones, a pesar de que no hubo titulaciones de activos vinculados a obras de infraestructura. La negociación de cheques de pago diferido entre enero y marzo creció cerca de 17% en términos interanuales, mientras que no hubo suscripciones de nuevas acciones. Por último, se mantuvieron relativamente estables los costos de financiamiento en los primeros meses de este año respecto a los observados hacia finales de 2012, de acuerdo a la estabilidad que mostró la BADLAR en lo que va del presente año.



<sup>82</sup> Predominaron las colocaciones en pesos generalmente hasta 24 meses, mientras que también hubo varias colocaciones del tipo *dollar-linked*.

<sup>83</sup> A esto se le sumó un canje de deuda realizado por una empresa del sector de distribución de gas natural.

## Apartado 4 / Línea de Créditos para la Inversión Productiva

En abril de 2012 entró en vigencia la nueva Carta Orgánica del BCRA. El eje de la reforma se basó en restablecer un mandato múltiple para la entidad, la cual pasó de tener la única finalidad de preservar el valor de la moneda a una más amplia de “promover la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”<sup>84</sup>. A través del cambio normativo, el BCRA recuperó atribuciones que caracterizaban su funcionamiento hasta principios de la década del '90 y en particular, la capacidad para incidir en la política de financiamiento. De esta forma, se devuelve al Banco Central las competencias para incidir en la articulación entre el sistema financiero y el crecimiento económico.

En este contexto, se otorga al BCRA la facultad de regular las condiciones del crédito en términos de plazo, tasas de interés, comisiones, y de aplicar medidas para dar al crédito una orientación específica. Asimismo, se incluye explícitamente la posibilidad de aplicar políticas para incentivar la inversión productiva, apoyar a las PyMEs y a las economías regionales, promover el acceso universal de los usuarios a los servicios financieros y garantizar su protección.

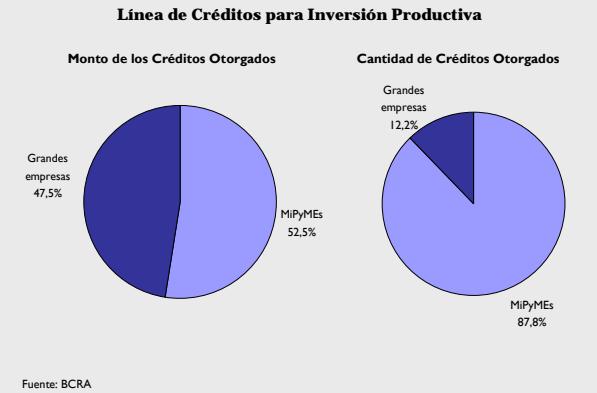
Desde entonces, el BCRA introdujo una serie de herramientas que le permitieron avanzar en el cumplimiento de sus múltiples objetivos y, especialmente, seguir profundizando su accionar en materia de política crediticia para contribuir al desarrollo económico a través del impulso del financiamiento al sector productivo.

Para ello, durante 2012 la entidad inició una estrategia que incluyó, esencialmente, la puesta en marcha de dos líneas de acción. Por un lado, se readecuaron los requerimientos de encajes para las entidades financieras para favorecer el crédito a las PyMEs<sup>85</sup>; y por el otro, se generaron medidas para ampliar la disponibilidad de crédito productivo a largo plazo. En tal sentido, se continuó apoyando la expansión del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario, que finalizó el año 2012 con más de \$4.000 millones desembolsados. En forma complementaria, en el marco del objetivo de dinamizar el crédito productivo, el BCRA lanzó la Línea de Créditos para la Inversión Pro-

ductiva<sup>86</sup> a principios de julio de 2012. De acuerdo a la normativa que regula esta política, las principales entidades financieras y aquellas que se desempeñen como agentes financieros de los gobiernos nacional, provinciales, de la CABA y/o municipales debían otorgar créditos al sector productivo por el 5% de los depósitos del sector privado, a un plazo total de al menos 36 meses y con una tasa máxima de 15,01%. Dentro de los requisitos también se incluyó que al menos la mitad de los préstamos fueran destinados a micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs). Las entidades involucradas disponían hasta fines de 2012 para acordar los créditos y hasta el 30 de junio de 2013 para finalizar su monetización en aquellos proyectos que tuvieran más de un desembolso.

De acuerdo a la información disponible, los créditos otorgados por los bancos en el marco de la nueva línea ascendieron a \$16.764 millones durante el segundo semestre del año 2012. Del total desembolsado, el 52,5% se canalizó a firmas de menor tamaño y el restante 47,5%, a grandes empresas. En términos de cantidad de operaciones, las MiPyMEs representaron el 87,8% del total y las empresas grandes, el 12,2% (ver Gráfico 1). Cabe señalar que el monto de los créditos efectivizados permitió superar en 12% el objetivo previsto en la norma, que exigía un mínimo de \$14.900 millones para el conjunto de entidades. En tanto, cuando se terminen de ejecutar los préstamos que fueron acordados en tramos, el total otorgado alcanzará los \$17.993 millones (20% más que la exigencia establecida).

Gráfico 1 | Distribución de los Montos Otorgados por Tamaño de Firma

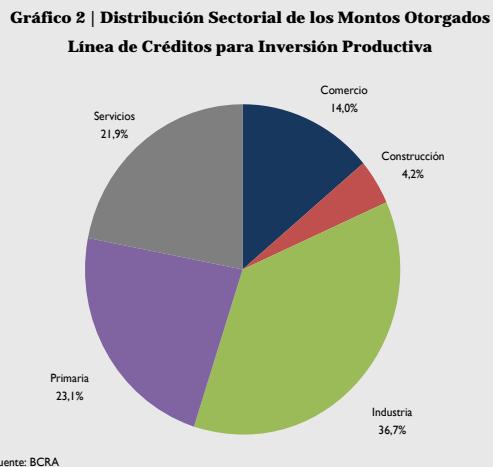


<sup>84</sup> Artículo 3º de la Carta Orgánica (Ley 24.144).

<sup>85</sup> A partir de la Comunicación A 5356 se establece un esquema de reducción de encajes en función de la participación de las financiaciones a PyMEs en el total.

<sup>86</sup> Ver Comunicación A 5319 y Apartado 2 del Informe Macroeconómico y de Política Monetaria Julio 2012.

En cuanto a la distribución sectorial de los préstamos otorgados a través de la Línea de Créditos para Inversión Productiva, se destaca la industria como el principal destino de los fondos, con el 36,7%; le siguen en orden de importancia, las actividades primarias (23,1%), los servicios (21,9%), el comercio (14%), y por último, la construcción (4,2%; ver Gráfico 2).



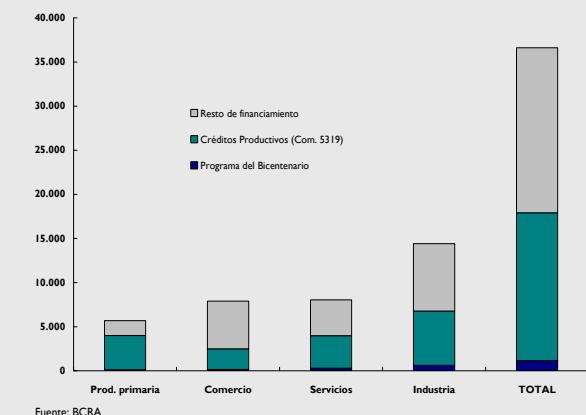
Los resultados preliminares de la ejecución de la línea constituyen una evidencia de los efectos virtuosos de la política de regulación del crédito. Los datos del segundo semestre demuestran el impacto positivo de la medida en términos de crecimiento económico, incremento de la disponibilidad de financiamiento, facilitación del acceso al crédito para sectores relegados y mejoras de las condiciones de financiamiento.

En primer lugar, cabe destacar la relevancia del “crédito inducido” por el BCRA en la evolución de la actividad económica, tanto por la continuación del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario como por la incorporación de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva. Al cierre de 2012, se verificó que los préstamos canalizados a través de la Línea de Créditos para Inversión Productiva contribuyeron al financiamiento del 4,5% de la inversión del sector privado. El impacto de la medida, asimismo, se puede dimensionar al observar que las financiaciones ejecutadas por esta vía representaron el 0,8% del PIB.

Adicionalmente, los desembolsos efectuados en el marco de las mencionadas herramientas incidieron significativamente sobre el crecimiento del crédito al sector privado para el agregado del sistema financiero. Desde junio de 2012, los montos canalizados por la Línea para Inversión Productiva representaron el 46% de la expansión del stock de financiamiento total a empresas. Si además se considera el aporte de los préstamos movilizados por el Programa de Fi-

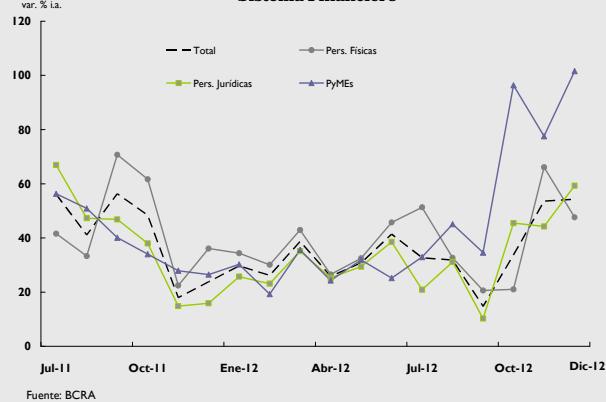
nanciamiento Productivo del Bicentenario, se concluye que el crédito inducido por el BCRA contribuyó casi en el 50% del aumento del financiamiento total a empresas durante el segundo semestre de 2012 (ver Gráfico 3).

**Gráfico 3 | Créditos Inducidos por el BCRA.**  
**Contribución al Crecimiento del Stock de Financiamiento**

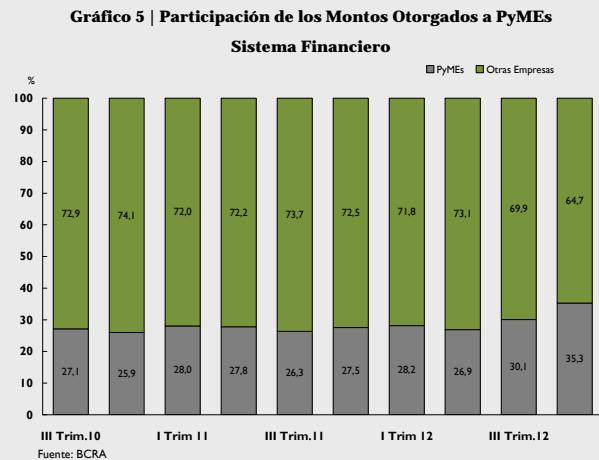


Por otra parte, vale señalar que la exigencia de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva de aplicar al menos el 50% de los préstamos a MiPyMEs derivó en un significativo aumento de las financiaciones hacia estas empresas. Como resultado, desde el mes de agosto de 2012 el monto bruto de préstamos otorgados por mes a MiPyMEs registró un crecimiento interanual mayor al del promedio, superando tanto al destinado a las personas físicas como al resto de las personas jurídicas (ver Gráfico 4).

**Gráfico 4 | Montos Otorgados por Sujeto de Crédito.**  
**Sistema Financiero**

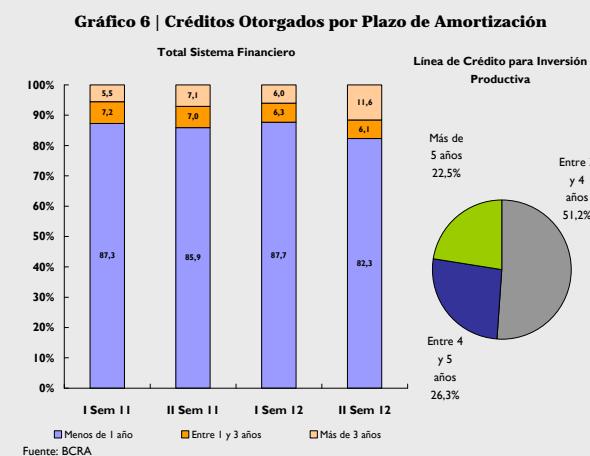


La aceleración de los préstamos desembolsados a empresas de menor porte implicó que se incremente su participación en el total de créditos otorgados a personas jurídicas: mientras que en el segundo trimestre de 2012 las PyMEs explicaron el 28,2% del total de financiaciones a empresas, en el último trimestre del año alcanzaron el 35,3% (ver Gráfico 5).



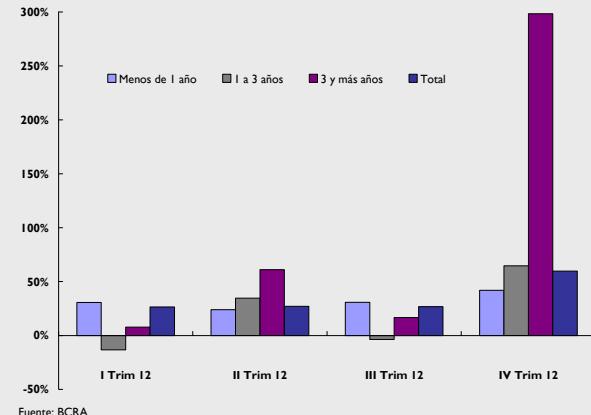
Adicionalmente, dadas sus condiciones, desde la implementación de la Línea de Créditos para Inversión Productiva se evidenció una extensión en los plazos de los préstamos y una reducción en las tasas de interés. La imposición de un plazo mínimo de 36 meses y una tasa máxima de 15,01% para las financiaciones generó mejoras en las condiciones de financiamiento al sector productivo.

La relevancia de la disponibilidad de crédito a largo plazo radica en que permite a las empresas llevar a cabo inversiones de envergadura y de calidad. Los efectos de la Línea de Crédito para Inversión Productiva en la extensión de plazos se pueden constatar a partir del aumento de la participación de los préstamos a más de 3 años desde la puesta en vigencia de la medida. Durante el segundo semestre de 2012, estas financiaciones alcanzaron al 11,6% del total, lo que significó un aumento de 4,5 p.p. respecto al mismo período de 2011. Aunque la reglamentación establecía un mínimo de 36 meses, el 22% de los créditos desembolsados se otorgó a más de 5 años (ver Gráfico 6).



El impacto de la línea productiva en la extensión de plazos de amortización se refleja en la tasa de expansión interanual de los créditos otorgados a personas jurídicas. En el cuarto trimestre de 2012, el de mayor actividad de esta línea, la variación interanual de los créditos a 3 años y más otorgados a empresas se acercó al 300%, tasa varias veces superior a la registrada en los meses precedentes (ver Gráfico 7).

**Gráfico 7 | Créditos Otorgados por plazo de Amortización Sistema Financiero —variación interanual—**



Por otra parte, la definición de un límite máximo para la tasa de interés de los préstamos desembolsados a través de la reglamentación en un nivel de 15,01%, permitió reducir el costo de financiamiento para las empresas. Este efecto resulta aún más importante en el caso de las PyMEs, dado que estas empresas frecuentemente sufren de una discriminación negativa, debiendo afrontar costos mayores que las empresas grandes para acceder al crédito bancario. En tal sentido, se puede observar que la tasa nominal anual (TNA) de los préstamos otorgados a PyMEs mediante la nueva línea resultó inferior en alrededor de 3 p.p. a la del agregado del sistema financiero. Cabe señalar, asimismo, la escasa diferencia existente entre el Costo Financiero Total (CFT) y la TNA en los préstamos otorgados a través de la línea regulada por el BCRA (ver Cuadro 1).

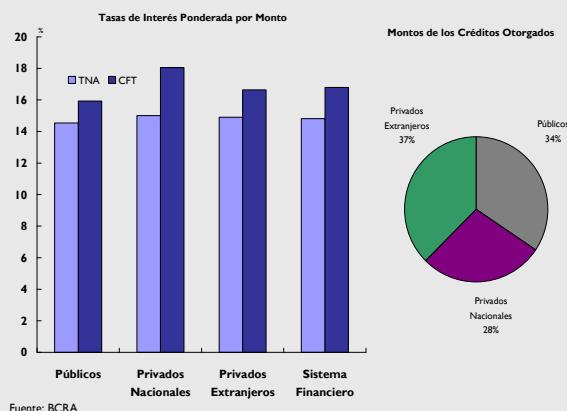
**Cuadro 1 | Tasas de Interés ponderadas por Monto de Crédito a PyMEs**

Líneas de Créditos	Línea Productiva		Total SF
	TNA (%)	CFT (%)	
Con garantía hipotecaria	14,7	16,1	16,0
Con garantía prendaria	14,4	17,6	17,0
Documentos	14,6	16,8	18,1
Otros	15,0	17,5	18,6
<b>TOTAL</b>	<b>14,7</b>	<b>17,0</b>	<b>17,6</b>

Fuente: BCRA

A su vez, como puede observarse en el Cuadro 1, la tasa de interés promedio de los créditos otorgados por la aplicación de la línea productiva fue inferior a la máxima permitida por la regulación dispuesta: para el conjunto de bancos involucrados fue de 14,7%, cuando la norma establecía un tope de 15,01%. Aquí se registran diferencias entre los grupos de bancos de acuerdo al origen del capital. Las entidades que más incidieron para que se obtenga tal diferencia fueron los bancos públicos, mientras que los bancos privados nacionales fueron los que estuvieron más cerca de la tasa máxima prevista (ver Gráfico 8).

**Gráfico 8 | Tasas de Interés y Montos Otorgados de la Línea de Crédito para Inversión Productiva por Grupo de Banco**



Fuente: BCRA

En función de los resultados exitosos de la ejecución de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva, el Banco Central decidió extender la medida a una segunda etapa durante el primer semestre de 2013. La obligación de los bancos de destinar el 5% de los depósitos —tomando como base el mes de noviembre pasado— para financiar a las empresas a una tasa del 15,25%, implica inyectar fondos por \$17.008 millones adicionales<sup>84</sup>. De este modo, el BCRA continuará con la política de regulación crediticia con el objetivo de contribuir a mejorar las condiciones de financiamiento y facilitar el acceso al crédito a las empresas para impulsar la inversión productiva y el crecimiento económico con equidad social.

<sup>87</sup> Ver Comunicación A 5380.

## Glosario de Abreviaturas y Siglas

---

<b>Acum.:</b> Acumulado	<b>CEMBI:</b> <i>Corporate Emerging Market Bond Index</i>
<b>ADEFA:</b> Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina	<b>CER:</b> Coeficiente de Estabilización de Referencia
<b>AFCP:</b> Asociación de Fabricantes de Cemento Portland.	<b>CFTC:</b> <i>Commodities Future Trade Comission</i>
<b>AFIP:</b> Administración Federal de Ingresos Públicos	<b>CIF:</b> <i>Cost of Insurance and Freight</i> (costo de seguro y fletes)
<b>AFJPs:</b> Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones	<b>CNV:</b> Comisión Nacional de Valores
<b>AIP:</b> Aglomerados del Interior del País	<b>C.O:</b> Carta Orgánica
<b>ANFAVEA:</b> Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores - Brasil	<b>Contrib.:</b> Contribución
<b>ANSeS:</b> Administración Nacional de la Seguridad Social	<b>COPOM:</b> Comité de Política Monetaria Del Banco Central de Brasil.
<b>ANSeS-FGS:</b> Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la Administración Nacional de la Seguridad Social	<b>Cta. Corr.:</b> Cuenta Corriente
<b>AT:</b> Adelantos Transitorios	<b>DEG:</b> Derecho Especial de Giro
<b>ATN:</b> Aportes del Tesoro Nacional	<b>DPN:</b> Deuda Pública Nacional
<b>AUH:</b> Asignación Universal por Hijo para Protección Social	<b>e:</b> Estimado
<b>BADLAR:</b> 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)	<b>EEUU:</b> Estados Unidos
<b>BCB:</b> Banco Central de Brasil	<b>EFNB:</b> Entidades Financieras No Bancarias
<b>BCCH:</b> Banco Central de Chile	<b>EMAE:</b> Estimador Mensual de Actividad Económica
<b>BCE:</b> Banco Central Europeo	<b>EMBI+:</b> <i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
<b>BCRA:</b> Banco Central de la República Argentina	<b>EMEA:</b> Europa emergente, medio oriente y África
<b>BFA:</b> Banco Financiero y de Ahorros	<b>EMI:</b> Estimador Mensual Industrial
<b>BIS:</b> <i>Bank for International Settlements</i> (Banco de Pagos Internacionales)	<b>ENARGAS:</b> Ente Nacional Regulador del Gas
<b>BM:</b> Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA	<b>EPH:</b> Encuesta Permanente de Hogares
<b>BNA:</b> Banco de la Nación Argentina	<b>Fed:</b> Reserva Federal de los Estados Unidos
<b>BNDES:</b> Banco Nacional de Desarrollo	<b>FEFF:</b> Fondo Europeo de Estabilidad Financiera
<b>BOJ:</b> Banco de Japón	<b>FFS:</b> Fondo Federal Solidario
<b>CABA:</b> Ciudad Autónoma de Buenos Aires	<b>FGS:</b> Fondo de Garantía de Sustentabilidad
<b>CBO:</b> <i>Congresional Budget Office</i> (Oficina de presupuesto del Congreso de los Estados Unidos)	<b>FMI:</b> Fondo Monetario Internacional
	<b>FOB:</b> <i>Free on Board</i> (puesto a bordo)
	<b>FOMC:</b> Comité Federal de Mercado Abierto
	<b>FONDEA:</b> Fondo de desendeudamiento argentino
	<b>FONDOI:</b> Fondo de desendeudamiento con organismos financieros internacionales
	<b>FROB:</b> Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
	<b>FSB:</b> <i>Financial Stability Board</i> (Consejo de estabilidad financiera)
	<b>FUNCEx:</b> Fundación Centro de Estudios Comercio Exterior
	<b>GBA:</b> Gran Buenos Aires
	<b>GNL:</b> Gas natural licuado

<b>GRA:</b> Gabriel Rubinstein y Asociados	<b>M3:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$
<b>ha:</b> Hectárea	<b>M3*:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$
<b>i.a.:</b> Interanual	<b>MAGyP:</b> Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca
<b>IAMC:</b> Instituto Argentino de Mercado de Capitales	<b>M.A.E.:</b> Mercado Abierto Electrónico
<b>IBIF:</b> Inversión Bruta Interna Fija	<b>MEE:</b> Mecanismo de Estabilidad Europeo
<b>ICC:</b> Índice del Costo de la Construcción	<b>MEM:</b> Mercado Eléctrico Mayorista
<b>ICDCB:</b> Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias	<b>Mercosur:</b> Mercado Común del Sur
<b>IED:</b> Inversión Extranjera Directa	<b>MERVAL:</b> Mercado de Valores de Buenos Aires
<b>IERIC:</b> Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción	<b>MEyFP:</b> Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
<b>IFI:</b> Instituciones Financieras Internacionales	<b>mill.:</b> Millones
<b>INDEC:</b> Instituto Nacional de Estadística y Censos	<b>MIPyMEs:</b> Micro, Pequeñas y Medianas Empresas
<b>INSSJyP:</b> Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados	<b>MOA:</b> Manufacturas de Origen Agropecuario
<b>IOF:</b> Impuesto sobre las Operaciones Financieras	<b>MOI:</b> Manufacturas de Origen Industrial
<b>IPC:</b> Índice de Precios al Consumidor	<b>MSCI:</b> <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>
<b>IPCA:</b> Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)	<b>MTEySS:</b> Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social
<b>IPC GBA:</b> Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires	<b>MULC:</b> Mercado Único y Libre de Cambios
<b>IPI:</b> Índice de Precios Implícitos	<b>NOBAC:</b> Notas del Banco Central (Argentina)
<b>IPIB:</b> Índice de Precios Internos Básicos	<b>OCDE:</b> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
<b>IPIM:</b> Índice de Precios Internos al Por Mayor	<b>OMC:</b> Organización Mundial de Comercio
<b>IPMP:</b> Índice de Precios de las Materias Primas	<b>ON:</b> Obligaciones Negociables
<b>ISAC:</b> Índice Sintético de Actividad de la Construcción	<b>ONCCA:</b> Oficina Nacional de Control Comercial Agropecuario
<b>ISM:</b> Institute for Supply Management	<b>p:</b> Proyectado
<b>ISSP:</b> Indicador Sintético de Servicios Públicos	<b>PAMI:</b> Obra Social para Jubilados y Pensionados
<b>ITCRM:</b> Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral	<b>p.b.:</b> Puntos básicos
<b>IVA:</b> Impuesto al Valor Agregado	<b>p.p.:</b> Puntos porcentuales
<b>IVA DGA:</b> Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas	<b>PP:</b> Productos Primarios
<b>IVA DGI:</b> Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos	<b>PEA:</b> Población Económicamente Activa
<b>kg:</b> Kilogramo.	<b>PF:</b> Plazo Fijo
<b>kW:</b> Kilowatts	<b>PFPB:</b> Programa de Financiamiento del Bicentenario
<b>LEBAC:</b> Letras del Banco Central (Argentina)	<b>PIB:</b> Producto Interno Bruto
<b>LIBOR:</b> <i>London InterBank Offered Rate</i>	<b>PMI:</b> <i>Purchasing Managers' Index</i>
<b>LTRO:</b> <i>Long Term Refinancing Operations</i>	<b>PN-13:</b> Presupuesto Nacional 2013
<b>M2:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$	<b>PP:</b> Productos primarios
	<b>PPA:</b> Paridad de Poder Adquisitivo
	<b>PRO.CRE.AR:</b> Programa de Crédito Argentino

**Prom. móv.:** Promedio móvil

**PyMES:** Pequeñas y Medianas Empresas

**QE:** *Quantitative easing*

**Res:** Resolución

**REM:** Relevamiento de Expectativas de Mercado

**ROES:** Registro de operaciones de exportación

**ROFEX:** Mercado a Término de Rosario

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

**S.A:** Sociedad Anónima

**Sec.:** Secretaría

**SECEX:** Secretaría de Comercio Exterior de Brasil

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

**SIPA:** Sistema Integrado Previsional Argentino

**SPNF:** Sector Público Nacional no Financiero

**S. Priv.:** Sector privado

**SUBE:** Sistema Único de Boleto Electrónico

**TC:** Tipo de cambio

**TN:** Tesoro Nacional

**tn.:** Tonelada

**TNA:** Tasa Nominal Anual

**Trim.:** Trimestral / Trimestre

**TVPP:** Cupón vinculado al PIB

**UCESCI:** Unidad de Control y Evaluación de Subsidios al Consumo Interno

**UOCRA:** Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina

**US\$:** Dólares Americanos

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

**UCI:** Utilización de la capacidad instalada

**UV:** Unidades vinculadas

**Var.:** Variación

**VIX:** *CBOE Volatility Index*

**VN:** Valor nominal

**VNR:** Valor Nominal Residual

**VP:** Valor presente

**VSTOXX:** Volatilidad esperada del índice Eurostoxx600

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

**WTI:** *West Texas Intermediate*

**XN:** Exportaciones Netas

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