

# Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

Junio de 2015



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Informe Macroeconómico y de Política Monetaria

## Junio de 2015



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

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

ISSN 2313-9498  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Junio de 2015

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

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

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

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

# Prefacio

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

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

*Como en ediciones anteriores, el **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** incorpora al inicio una Síntesis Ejecutiva de los eventos y tendencias más importantes en la economía internacional —con sus posibles impactos en nuestro país— y de la coyuntura económica local. Con el fin de tener una comprensión más adecuada de la evolución de la economía global y nacional el Informe divide el análisis en distintos capítulos que son: Contexto Internacional, Actividad Económica, Condiciones Socio-económicas, Sector Externo, Finanzas Públicas, Precios, Mercados Financieros y Política Monetaria.*

*Buenos Aires, 1 de junio de 2015.*

# Contenido

## **Pág. 5 | 1 Síntesis Ejecutiva**

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

*Pág. 26 | Apartado 1 / Tasas de Interés Nominales Negativas de Referencia para la Política Monetaria*

## **Pág. 29 | 3 Actividad Económica**

### **Pág. 40 | 4 Condiciones Socio-económicas**

*Pág. 47 | Apartado 2 / La Evolución Reciente de la Distribución del Ingreso en América Latina*

## **Pág. 51 | 5 Sector Externo**

### **Pág. 61 | 6 Finanzas Públicas**

*Pág. 69 | Apartado 3 / La Deuda Pública desde una Perspectiva Internacional*

## **Pág. 72 | 7 Precios**

### **Pág. 85 | 8 Mercados Financieros**

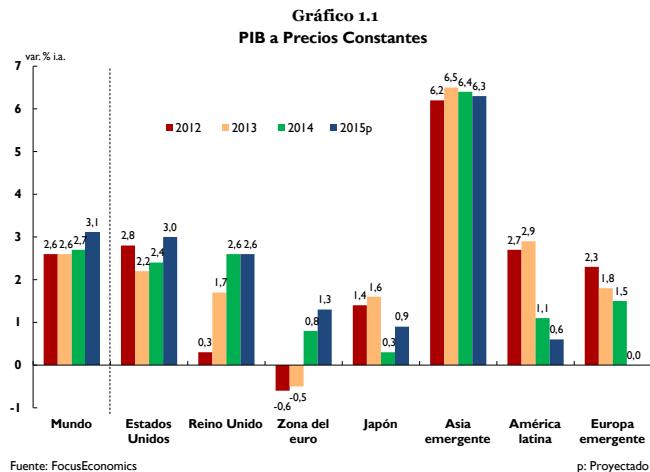
*Pág. 95 | Apartado 4 / Política Monetaria en el “Centro”, Ciclo Financiero Global y Derrames en la “Periferia”*

## **Pág. 98 | 9 Política Monetaria**

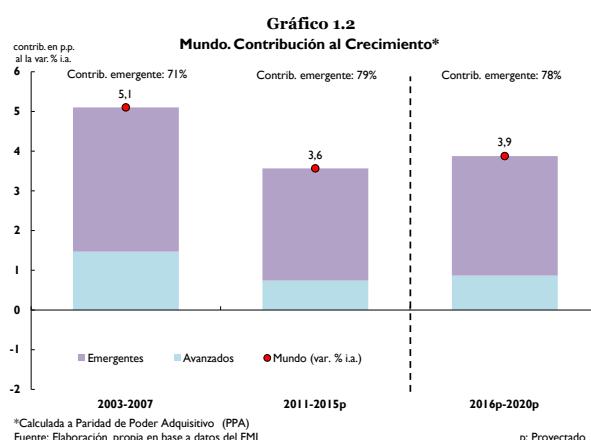
*Pág. 109 | Apartado 5 / Relanzamiento de las LEBAC Denominadas en Dólares*

## **Pág. 111 | Glosario de Abreviaturas y Siglas**

# 1 Síntesis Ejecutiva



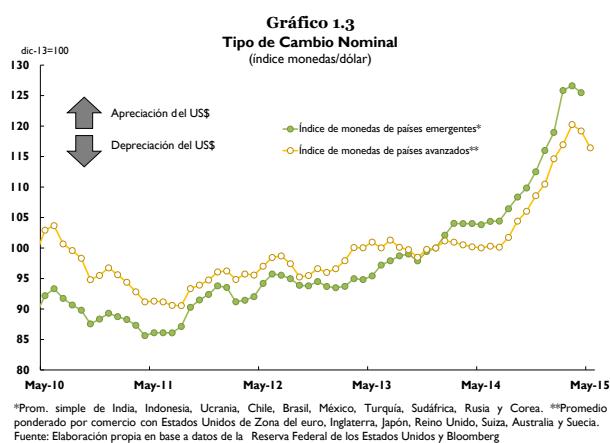
En los primeros meses de 2015, el escenario internacional mantuvo la tendencia prevista en la anterior edición del **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria**. El crecimiento mundial permaneció acotado, con perspectivas desiguales entre los principales países y regiones. En comparación con el año pasado, en 2015 se prevé una mayor expansión del PIB para el conjunto de las economías avanzadas (2,2% vs. 1,7%), mientras que el crecimiento en las regiones en desarrollo sería más bajo (5,3% vs. 5,6%) a partir de un menor dinamismo de economías de gran porte (como Rusia y Brasil). Desde una visión de mediano plazo, la desaceleración económica en las regiones emergentes se suma al envejecimiento de la población y la debilidad de la inversión y de la productividad en los países avanzados, afectando así a las perspectivas de crecimiento mundial para los próximos años.



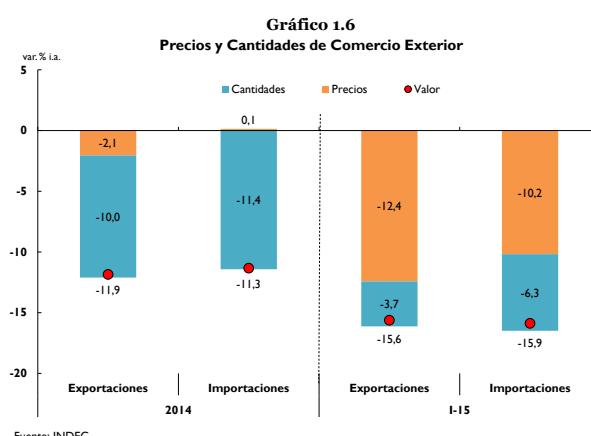
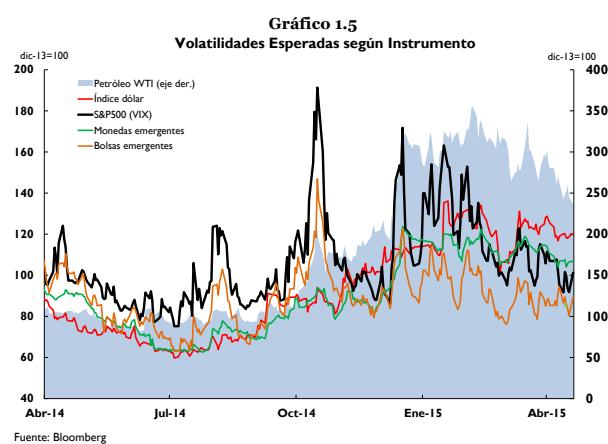
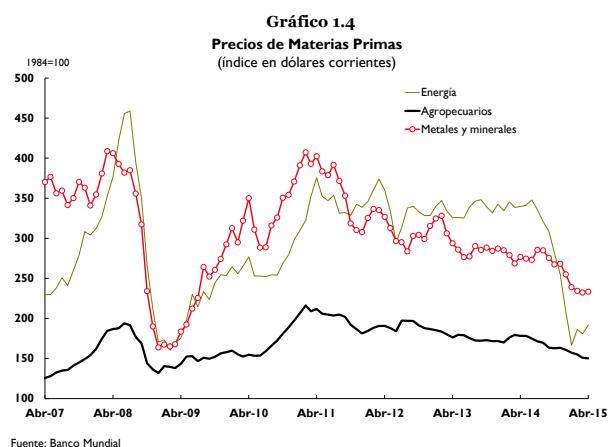
Al presente, las condiciones económicas de los Estados Unidos tienden a confirmar la perspectiva de que la Reserva Federal (Fed) comience a incrementar durante 2015 las tasas de interés. Sin embargo, algunos datos puntuales recientemente publicados resultaron menos favorables que lo previsto, desplazando la expectativa de inicio del ciclo alcista de tasas hacia fines de este año.

En contraste, otras economías avanzadas, como la zona del euro y Japón, permanecen debilitadas: los indicadores adelantados de actividad no han dado señales de crecimiento sostenido y prevalecen escenarios deflacionarios. En este contexto, las autoridades monetarias de los países o regiones desarrollados mantendrían las políticas extraordinarias de estímulo a la actividad económica, llevando incluso en algunos casos a terreno negativo las tasas de interés de referencia.

Como consecuencia de la divergencia de las trayectorias económicas y de las políticas monetarias implementadas entre los Estados Unidos y otros países, los tipos de cambio entre las principales monedas fluctuaron significativamente, con una tendencia a la apreciación generalizada del dólar norteamericano, más allá de cierta revisión en el margen.



El valor de la divisa estadounidense, a su vez, influyó en la baja de las cotizaciones de las materias primas expresadas en dicha moneda. En el caso del precio del petróleo, que alcanzó niveles bajos en 2014, se prevé que permanezca en valores próximos a los actuales, a partir principalmente de factores de oferta. Esta perspectiva se mantiene a pesar del repunte reciente que se dio en respuesta mayormente a la pre-



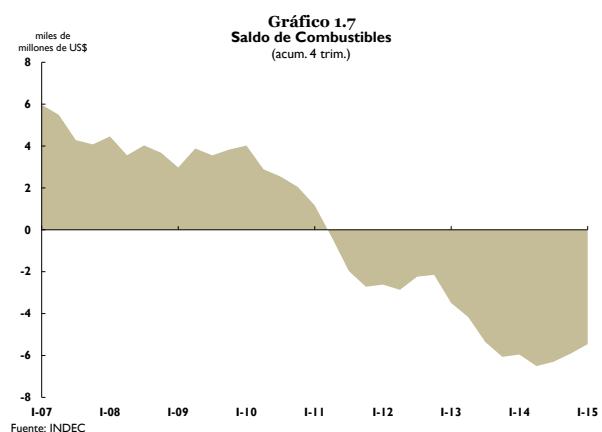
sencia de conflictos geopolíticos en Medio Oriente y el norte de África. Los precios de las materias primas agrícolas y de los metales y minerales, por su parte, siguieron descendiendo en general, acumulando una retracción entre enero y abril de 6,6% y de 8,5%, respectivamente. Este desempeño respondió fundamentalmente al exceso de oferta originado en la producción récord, a la que se sumó la debilidad de la demanda para los productos industriales. Las inversiones especulativas sobre los activos financieros asociados a estos productos exacerbaron los movimientos de precios.

En este contexto, la volatilidad de los mercados financieros internacionales se mantuvo en niveles superiores al cierre de 2014. Ello configura un escenario externo menos favorable para los países en desarrollo —algunos de los cuales paralelamente se ven afectados por la caída de los precios de las materias primas—. En este marco, se redujo la proyección de crecimiento de los principales socios comerciales de Argentina hasta 1,9% para 2015, moderando así su nivel de actividad por segundo año consecutivo.

Durante los últimos años, y mayormente en 2014, los flujos del comercio exterior de Argentina reflejaron en parte la caída de la demanda externa. En lo que va de 2015 las exportaciones e importaciones de nuestro país volvieron a disminuir, aunque con una mayor incidencia de la evolución de los precios. Las ventas externas se redujeron 15,6% interanual (i.a.) en los primeros tres meses del año, respondiendo en mayor medida al desempeño de los combustibles y la energía y de los productos industriales. Las importaciones se retrajeron 15,9% i.a. en igual período, principalmente por las adquisiciones de combustibles y lubricantes y de piezas y accesorios para bienes de capital. El saldo comercial continuó siendo superavitario, ubicándose en US\$168 millones en los primeros tres meses de 2015, destacándose la mejora en el resultado comercial del sector energético.

La menor demanda externa e interna impactó sobre el nivel de actividad económica, cuya tasa de crecimiento interanual se moderó al exhibir una suba de 0,4% i.a. en el cuarto trimestre de 2014 y de 0,5% en todo el año. Del lado de la oferta, la producción de bienes se incrementó 0,3% i.a. entre octubre y diciembre pasados, a partir del aumento en el sector agropecuario y en la construcción; no obstante, la industria volvió a descender, afectada en parte por las menores ventas de manufacturas al resto del mundo. Los servicios se mantuvieron en un nivel semejante al del año previo.

Los indicadores parciales adelantados del sector agropecuario y de la construcción señalan en el inicio de 2015 una consolidación en la recuperación

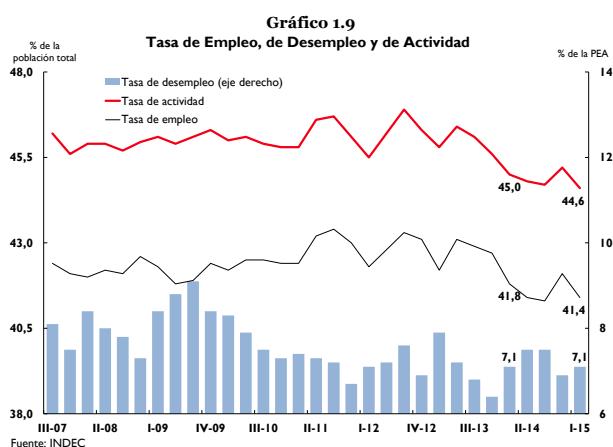
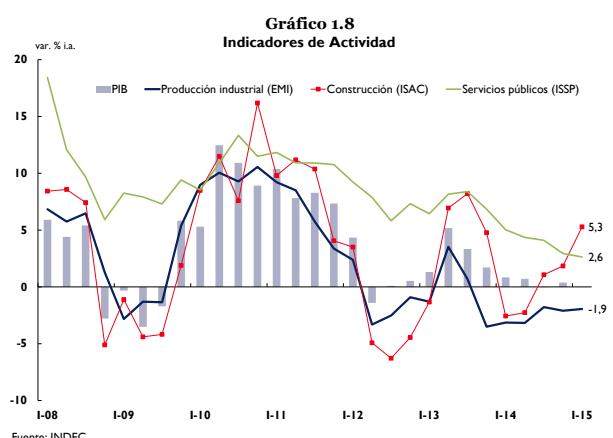


evidenciada desde fines de 2014. En el primer caso, a la mayor producción de trigo y de soja se sumó la recuperación de la ganadería bovina. En cuanto a la construcción, se elevó la tasa de variación interanual, con el aporte positivo de todos los bloques del sector. Por el contrario, la industria volvió a contraerse, en tanto que la provisión de servicios se mantuvo relativamente estable.

La demanda externa tuvo una nueva caída en el primer trimestre de este año. Por su parte, los indicadores adelantados del gasto interno sugieren un repunte tanto en el consumo de los hogares como en la inversión.

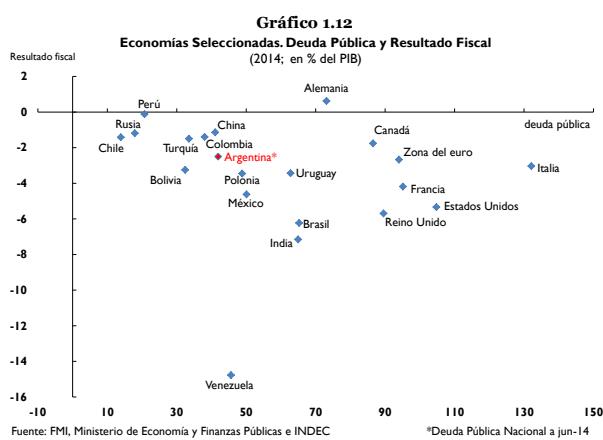
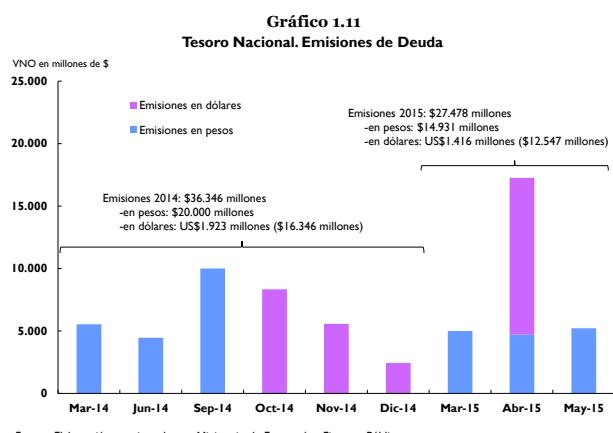
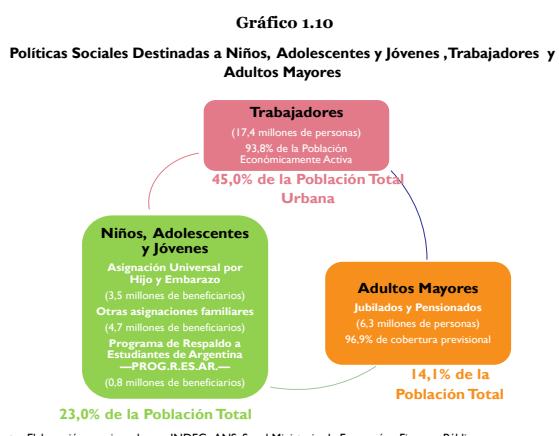
El gasto de capital fue apuntalado en el inicio de 2015 por la inversión en construcción —cuyo indicador adelantado arroja un alza de 5,3% i.a. en el primer trimestre del año—. También aportaron positivamente las importaciones de bienes de capital, con un incremento en cantidades de 8,5% i.a. en el primer trimestre. Favoreció al desempeño de la inversión el sostenimiento de las políticas de estímulo al crédito al sector privado impulsadas por este Banco Central, principalmente la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP).

El consumo privado encontró sustento, en un contexto de moderación de la inflación, en la relativa estabilidad de las condiciones laborales, en las políticas de ingresos y en las acciones tendientes a facilitar el acceso al crédito a las familias. Respecto de este último sigue en vigencia el límite al costo del crédito establecido por el BCRA en junio pasado, con tasas de interés máximas para préstamos a personas físicas, como los personales y prendarios automotores. Paralelamente, el gobierno nacional extendió hasta fin de año el programa “Ahora 12” para la compra de bienes y servicios en doce cuotas sin interés. Por otra parte, se incrementó el monto autorizado para el consumo financiado a través de la tarjeta Argenta a los jubilados y pensionados hasta \$30 mil.



La tasa de desempleo en los 31 aglomerados urbanos se ubicó en 7,1% en el primer trimestre, sosteniéndose en el mismo nivel que un año atrás. Se observaron disminuciones de la tasa de empleo y de la tasa de actividad. En tanto, los salarios de la economía sostuvieron un ritmo de expansión en torno al 33% i.a., en un escenario en el que ciertas negociaciones paritarias se encuentran aún en proceso.

Por su parte, el gobierno nacional intensificó las políticas y tomó nuevas iniciativas destinadas a mejorar los ingresos y la protección social de los sectores más vulnerables. A la actualización regular de los haberes jubilatorios en el marco de la ley de movilidad previsional (18,26% a partir de marzo) se sumó

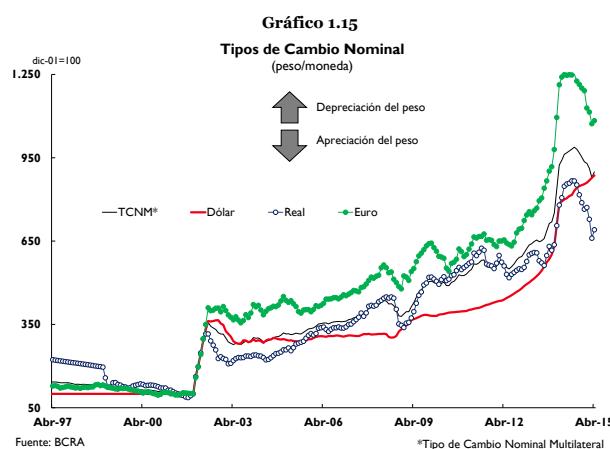
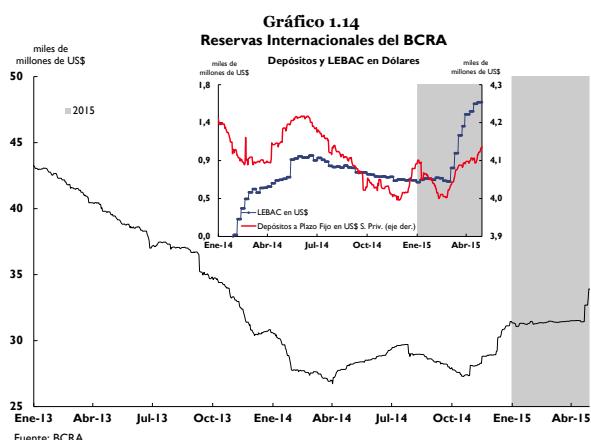
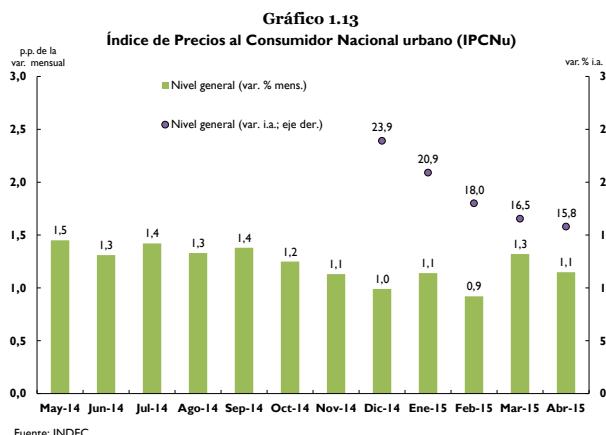


la incorporación de 450 mil beneficiarios a partir de la segunda etapa del plan de inclusión previsional. Asimismo, se incrementó un 50% el monto y se amplió la población objetivo del Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROGRESAR) previéndose un aumento en la asistencia hasta los 1,2 millones de jóvenes. También se lanzó el programa HOGAR que consiste en un subsidio directo a los usuarios de garrafas y se incorporó al Plan Sumar a los hombres de 20 a 64 años, con lo cual se garantiza el acceso a la salud a más de 14 millones de personas sin obra social.

Estas políticas sociales —claves para dar continuidad al crecimiento con inclusión— se dan junto con los ingresos tributarios que volvieron a elevarse —29% i.a. en los primeros cuatro meses de 2015—. Los tributos ligados a las transacciones internas siguieron en aumento, mientras que los vinculados al comercio exterior en su conjunto cayeron. Además de los ingresos propios del sector público, que han sido a lo largo de estos años la principal fuente de recursos, en lo que va de 2015 continuó el financiamiento a través del mercado de capitales iniciado en 2014. Con información al 22 de mayo, a partir de diversas licitaciones de instrumentos —en moneda nacional y en dólares— se captaron fondos por un Valor Nominal Original (VNO) superior a los \$27.000 millones (destacándose la colocación del BONAR 24 por un VNO de US\$1.416 millones).

Estas colocaciones tienen lugar tras la regularización de pasivos en el marco del CIADI, el acuerdo de expropiación del 51% de las acciones de la empresa YPF a REPSOL S.A. y la renegociación de los pasivos con los países que conforman el Club de París. Todo ello en un marco donde Argentina presenta un reducido nivel de endeudamiento, tanto en una comparación histórica como internacional, producto de la política implementada al efecto.

Los precios siguieron desacelerando su tasa de aumento interanual, a partir de variaciones mensuales más acotadas a partir de mediados de 2014. Durante el cuarto trimestre de ese año, los precios implícitos en el PIB se elevaron 27,2% i.a., 1,4 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del alza de los primeros tres trimestres. Entre enero y abril de 2015, los precios minoristas, medidos a través del Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU), acumularon un incremento de 4,6%. En términos interanuales, el IPCNU pasó de crecer 23,9% en diciembre último a 15,8% en abril. Otros indicadores reflejan un comportamiento similar de los precios internos: tal es el caso de los índices mayoristas y el de los costos de la construcción. Sobre la trayectoria de los precios internos incidieron mayormente la disminución de los valores de las materias primas y la coordinación de



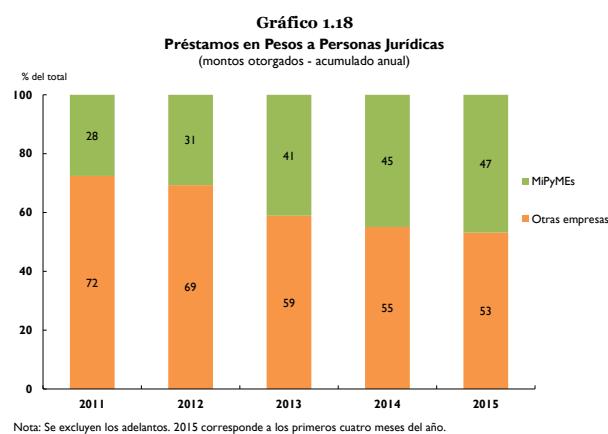
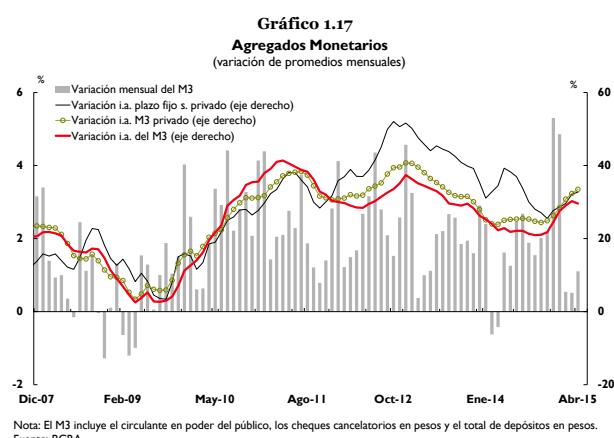
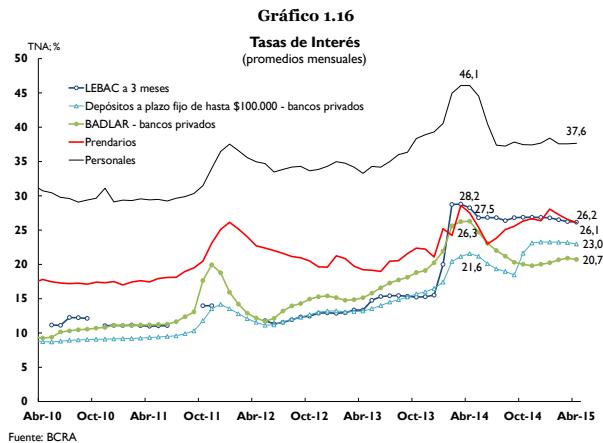
diversas políticas como el Plan de Precios Cuidados y las acciones del Banco Central —se destacan la menor volatilidad cambiaria y el estímulo crediticio destinado a ampliar la oferta de bienes y servicios—.

En lo que hace a la política cambiaria, la supervisión integral y coordinada con el resto de los organismos públicos ha permitido dar mayor transparencia al mercado. Estas acciones, iniciadas en octubre de 2014, junto con la mejora en la remuneración en pesos de los pequeños ahorristas y otras medidas regulatorias del sistema financiero, acotaron la volatilidad y estabilizaron las expectativas cambiarias. El Banco Central resultó comprador neto de divisas en el mercado de cambios y las reservas internacionales crecieron US\$2.500 millones hasta alcanzar US\$33.909 millones a fines de abril. A esta evolución contribuyó la colocación de deuda pública en moneda extranjera, el aumento de los depósitos en dólares incentivados por la mejora en la remuneración a las imposiciones en esta moneda y el uso de la línea de crédito acordada con el Banco Popular de China.

En este contexto y dados los holgados niveles de liquidez del sistema financiero, el BCRA redujo ligeramente las tasas de interés de las LEBAC en pesos que coloca semanalmente en el mercado primario. La disminución, de entre 0,8 p.p. y 1,2 p.p. en las especies a una tasa de corte predeterminada, se centró fundamentalmente en el tramo corto de la curva de rendimientos. De esta manera, al finalizar abril las tasas de interés de las LEBAC a tasas predeterminadas —a plazos de 95 días y 120 días— se ubicaron en 26% y 26,6%, respectivamente.

Entre las tasas de interés pasivas, el promedio mensual de la BADLAR de bancos privados se ubicó en 20,7% en abril. Por su parte, dado que las tasas de los depósitos a plazo fijo de personas físicas están sujetas regulatoriamente a la evolución del rendimiento de la LEBAC, las familias recibieron por sus colocaciones a plazo fijo alrededor de 3 p.p. más que los grandes depositantes.

Entre las tasas de interés activas, las de los préstamos personales y prendarios para las familias se mantuvieron acotadas por la tasa de las LEBAC, a partir de la cual se establece el límite máximo. Las tasas de los documentos a sola firma aumentó ligeramente respecto a diciembre, al promediar 26,8% en abril, pero aún se ubica por debajo de la registrada un año atrás (-3,7 p.p.). En tanto, el promedio mensual de la tasa de interés aplicada sobre el descuento de documentos fue de 24,5% en abril por debajo de lo observado en diciembre y abril de 2014. Cabe señalar que entre las financiaciones instrumentadas mediante documentos hay operaciones cuyas tasas



de interés se pactan libremente y otras otorgadas en el marco de la LCIP, que se acuerdan con tasas de interés relativamente más bajas. En tanto, la tasa de los adelantos en cuenta corriente promedió 29,1% en abril, también acumulando una caída en lo que va del año y en los últimos doce meses.

El esquema de tasas de interés mínimas para los depósitos minoristas de personas físicas establecido por el BCRA y la mayor estabilidad cambiaria contribuyeron el alza de las colocaciones a plazo del sector privado, que en el primer cuatrimestre de 2015 registraron un aumento de 21,2% (33% i.a.). El incremento fue extendido tanto al segmento mayorista como al minorista, registrando este último un elevado dinamismo —con tasas de crecimiento mensual cercanas al 4%—. En este marco, los agregados monetarios continuaron mostrando una aceleración en su tasa de crecimiento: el agregado en pesos más amplio (M3) presentó en abril una suba de 29,6% i.a., mientras que el M3 privado registró un aumento de 33,5% i.a.

Los préstamos al sector privado siguieron ganando dinamismo, nutridos del alza de los depósitos privados y favorecidos por las medidas del BCRA dirigidas a fomentar el crédito productivo y a promover el financiamiento en condiciones más favorables para las familias. Así, en los primeros cuatro meses del año los préstamos al sector privado en pesos crecieron 7,1%, aumento superior al exhibido en el mismo período de 2014. En consecuencia, se incrementó su variación interanual, que pasó del orden del 20% a fin de 2014 a 24,3% en abril de 2015.

Para el primer tramo de la LCIP del 2015, las entidades financieras debieron cumplir una meta intermedia nueva consistente en haber acordado hasta marzo financiaciones por al menos un 30% del importe total del cupo. Además, el Banco Central amplió la instrumentación de esta línea para generar mayores prestaciones y profundizar la promoción del crédito a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs). Las entidades podrán aplicar parte del financiamiento al descuento de certificados de obra pública y de facturas conformadas por parte de las MiPyMEs. También, bajo ciertas condiciones, podrán incorporar las financiaciones desembolsadas en concepto de prefinanciaciones locales de exportaciones a empresas —que no sean grandes exportadoras— y las nuevas financiaciones de importaciones locales de insumos o bienes de capital, en ambos casos en la medida en que estén fondeadas con instrumentos colocados en el exterior.

En un contexto de elevada volatilidad financiera internacional, las medidas de política adoptadas en los últimos meses lograron estabilizar el mercado cam-

biario y reducir las expectativas de devaluación, al tiempo que se incrementaron los depósitos asociados al ahorro del sector privado y el crédito a las familias y empresas. En adelante la política del BCRA seguirá determinada por el cumplimiento de los objetivos de la Carta Orgánica de esta institución en coordinación con el resto de las políticas económicas.

## 2 Contexto Internacional

La economía mundial siguió exhibiendo un crecimiento acotado, en un marco de significativas asimetrías en las trayectorias de los principales países avanzados y emergentes. Estos últimos siguieron desacelerando su ritmo de crecimiento dada la debilidad de la demanda externa y el escenario financiero global menos favorable. En este marco se observó un nuevo deterioro de los pronósticos de expansión de los principales socios comerciales de Argentina.

Se mantuvieron en general las perspectivas heterogéneas para las economías avanzadas, particularmente para los Estados Unidos, la zona del euro y Japón. No obstante ello, en los Estados Unidos algunos datos recientes sobre la marcha de la actividad económica y del mercado de trabajo resultaron menos robustos que lo previsto y plantearon algunas dudas relacionadas con el momento oportuno para el inicio del ciclo alcista de las tasas de interés de referencia para la política monetaria. Bajo estas circunstancias, se incrementó la probabilidad de que el comienzo de la trayectoria ascendente se retrase hasta septiembre o diciembre próximo. De todas maneras, persiste la disparidad de desempeños económicos y de políticas adoptadas por las distintas economías avanzadas, por lo que se sostendría la apreciación multilateral del dólar estadounidense.

Ante la moderación generalizada de la economía global, se profundizaron los debates acerca de la capacidad que tendrán los Estados Unidos de absorber los flujos comerciales excedentes del resto del mundo para actuar como dinamizador de la economía mundial. También se plantean dudas respecto de cómo seguirá la tendencia en cuanto al valor multilateral del dólar, tanto en términos de duración como de intensidad del fenómeno. Por su parte, los riesgos implícitos en los elevados precios históricos asociados a ciertos activos financieros alentaron una mayor preocupación sobre eventuales correcciones que generen efectos disruptivos sobre el sistema financiero internacional. Persisten además riesgos geopolíticos y de eventuales cambios significativos en la cotización del petróleo.

Ante la elevada incertidumbre y el escenario financiero internacional menos favorable continuaron deteriorándose los flujos de capitales hacia las economías emergentes, imprimiendo volatilidad a sus monedas, lo que llevó a nuevas intervenciones de las autoridades en los mercados cambiarios para acotar el impacto. Los países emergentes más afectados siguieron siendo los exportadores de materias primas y aquellos más dependientes del financiamiento externo.

Para lo que resta de 2015, la economía argentina enfrenta un contexto externo caracterizado por una acotada expansión de sus principales socios comerciales, menores pero aún históricamente elevados precios de las materias primas (con una incidencia favorable de los actuales precios internacionales del petróleo crudo sobre los términos de intercambio) y una amplia liquidez internacional.

Gráfico 2.1  
PIB Real

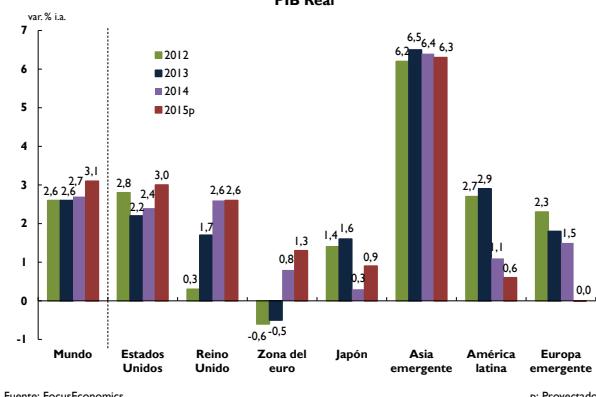
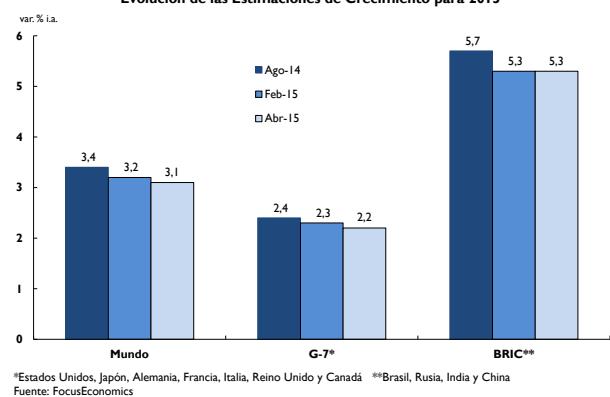
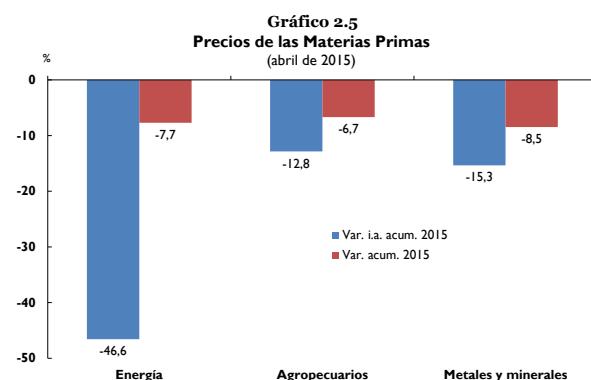
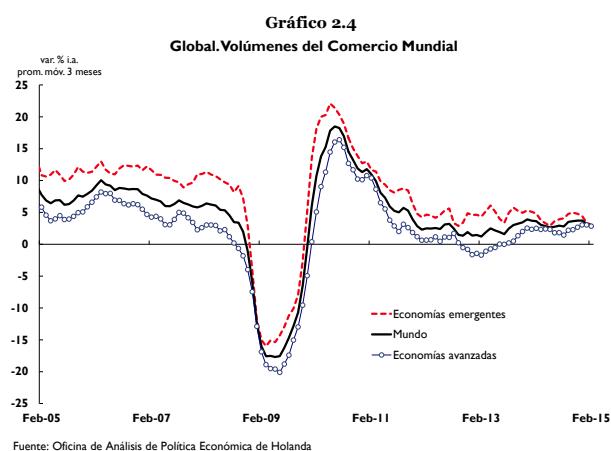
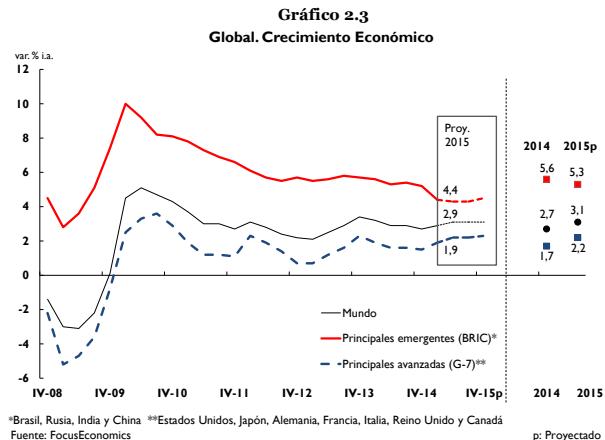


Gráfico 2.2  
Evolución de las Estimaciones de Crecimiento para 2015





## 2.1 Economía Global

Las condiciones y perspectivas del escenario internacional se mantuvieron respecto al trimestre previo. La actividad mundial continuó registrando un moderado ritmo de crecimiento (ver gráfico 2.3). Adicionalmente, se siguió verificando un contraste entre la trayectoria de las economías avanzadas y las emergentes.

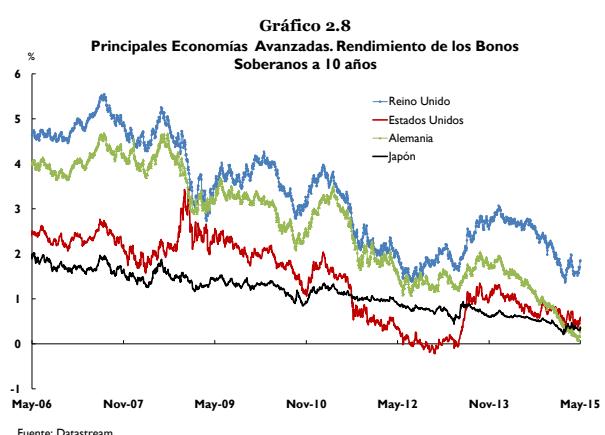
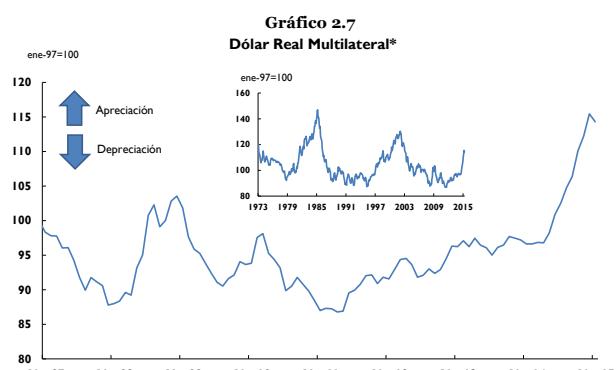
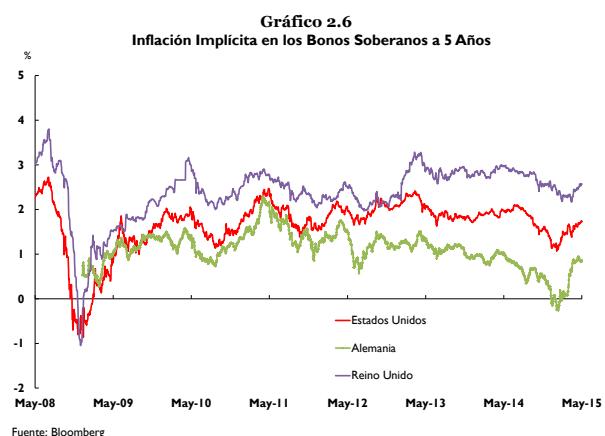
El grupo de las principales regiones desarrolladas continuó recuperándose lentamente con un crecimiento próximo al 1,9% interanual (i.a.) en el primer trimestre —aunque exhibió una desaceleración de carácter transitorio—, proyectándose un mejor desempeño económico para lo que resta de 2015. De todas formas prevalecen significativas asimetrías de políticas económicas en proceso de implementación —destacándose las diferencias entre los Estados Unidos y el Reino Unido, por un lado, y Europa y Japón, por el otro— que podrían afectar nuevamente los flujos de capitales y las paridades cambiarias.

Las naciones en desarrollo habrían registrado una importante desaceleración en su ritmo de expansión entre enero y marzo de 2015 (4,4% i.a.), en un contexto internacional menos favorable —con caídas en los precios de las materias primas y menores ingresos de capitales— y ciertos conflictos idiosincrásicos. Estos factores se reflejaron principalmente en las significativas depreciaciones de sus monedas.

Los volúmenes del comercio mundial evolucionaron conforme al comportamiento de la actividad económica global, sosteniendo un desempeño acogado y estable, en el que los países en desarrollo se destacaron por su menor dinamismo (ver gráfico 2.4).

En este marco, se mantuvieron relativamente estables las perspectivas de crecimiento para 2015 para los principales países avanzados y en desarrollo (ver gráfico 2.2). Considerando los pronósticos para el resto del año, el crecimiento global previsto para 2015 es de 3,1%, 0,4 puntos porcentuales (p.p.) por encima del aumento del año previo. Esta mejora, seguiría respondiendo mayormente al desempeño de las naciones avanzadas.

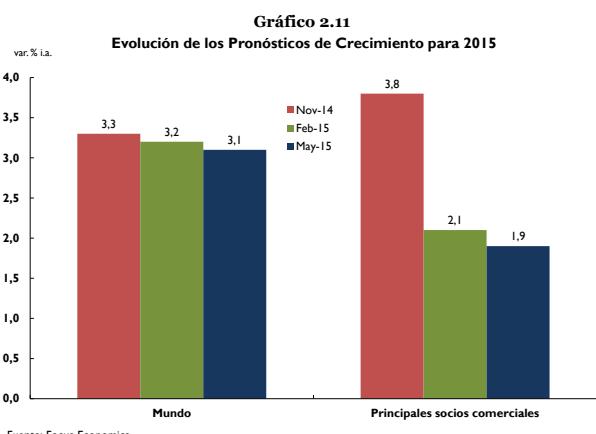
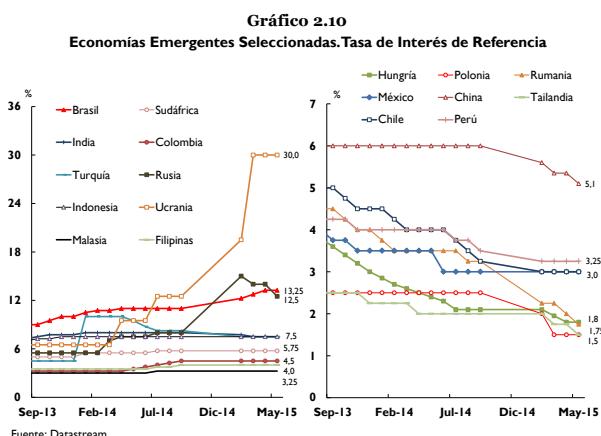
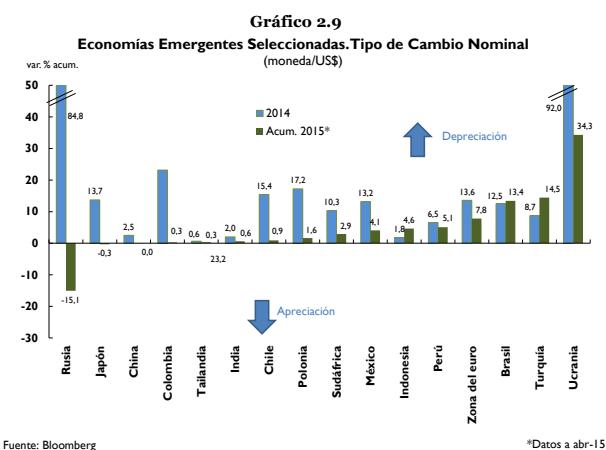
En lo que va de 2015 se destacó la merma de 8% de los precios internacionales de las materias primas (-35% i.a.; ver sección 7). En general, siguió preva-



leciendo un contexto de abundante oferta de granos —con niveles récord de producción e inventarios—, en tanto que para las materias primas industriales se sumó una débil demanda global. Influyó a la baja de las cotizaciones también la fuerte apreciación del dólar, en tanto que las inversiones especulativas exacerbaron los movimientos. Así, entre enero y abril se verificaron descensos similares en los índices de cotizaciones de los tres principales agrupados de materias primas. El índice de precios de la energía se contrae 8%, recogiendo la incidencia de la trayectoria descendente del precio del petróleo crudo (-4%). Por su parte, los metales y minerales y los productos agrícolas cayeron 8% y 7% en igual período (ver gráfico 2.5).

Las condiciones económicas de los Estados Unidos confirmaron las expectativas de que la Reserva Federal de ese país (Fed) inicie el ciclo alcista de las tasas de interés de referencia en 2015. Sin embargo, algunos datos sobre la actividad económica y el mercado de trabajo recientemente publicados resultaron menos favorables que lo previsto, incrementando la probabilidad de que la Fed aumente las tasas recién entre septiembre y diciembre. En contraste, se mantuvieron las políticas extraordinarias de expansión monetaria en otras economías de Europa y en Japón, al tiempo que en algunas naciones desarrolladas se aplicaron incluso tasas nominales de interés de referencia negativas para la política monetaria (ver apartado 1). Si bien aún no hay indicios claros asociados a la efectividad de las políticas implementadas en términos de la actividad económica, las decisiones parecen haber influido parcialmente sobre los riesgos deflacionarios que aquejan a estas regiones, planteando particularmente mejores expectativas para la zona del euro (ver gráfico 2.6).

La heterogeneidad del desempeño económico y el accionar de las autoridades determinaron, una vez más, una apreciación nominal multilateral del dólar, manteniendo elevada la volatilidad en los principales mercados financieros internacionales (ver gráfico 2.7). Asimismo, entre los principales debates continuó sobresaliendo la evaluación del impacto que tendrían estas asimetrías sobre la economía global. Preocupan particularmente los riesgos sobre la estabilidad financiera internacional asociados a los elevados precios en términos históricos de ciertos activos financieros, que podrían ser objeto de correcciones disruptivas sobre los mercados financieros globales (ver gráfico 2.8). También se plantean diversos interrogantes en relación a la capaci-



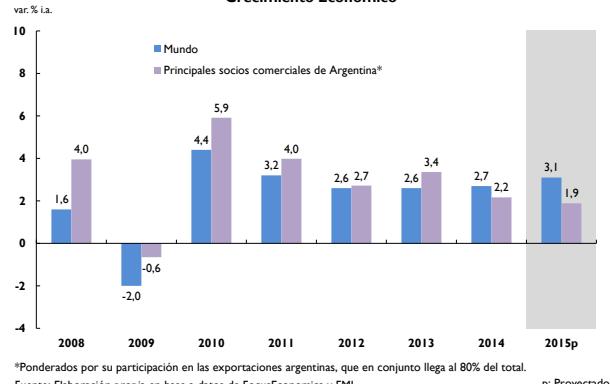
dad de los Estados Unidos para absorber los flujos excedentes del resto del mundo y actuar como dinamizador de la economía global. Además, persisten dudas respecto de cómo seguirá la trayectoria del valor multilateral del dólar, tanto en términos de duración como intensidad del fenómeno.

En los países emergentes el crecimiento económico volvió a desacelerarse a un ritmo superior al previsto, ante el acotado dinamismo de las transacciones comerciales, los menores precios de las materias primas y la elevada volatilidad financiera internacional. Si bien la moderación fue generalizada —con la notable excepción de India—, se mantuvo la heterogeneidad de desempeños y de respuestas de política económica entre las naciones en desarrollo. De todas formas, el denominador común entre los países más afectados en su crecimiento fue el deterioro de sus términos de intercambio —especialmente en aquellos que son exportadores netos de materias primas— y la elevada dependencia del financiamiento externo, entre otros factores. Esto se reflejó en significativas depreciaciones de sus monedas y, en algunos casos, en dinámicas inflacionarias crecientes (ver gráfico 2.9 y sección 8). En este contexto, se continuaron registrando importantes intervenciones en los mercados cambiarios con el fin de contener oscilaciones excesivas en el valor de las monedas.

Persisten las perspectivas de condiciones internacionales menos favorables para el financiamiento externo durante 2015 —si bien las tasas de interés en las principales plazas financieras desarrolladas permanecen en niveles históricamente bajos en un marco de amplia liquidez global—. En este contexto, se prevé que se mantengan las divergencias en el accionar de los bancos centrales de los países en desarrollo, donde las naciones más dependientes del ahorro externo seguirían sosteniendo sus tasas de interés de referencia de política monetaria por encima de las vigentes un año atrás —más allá de que se sumen casos en los que se limite en mayor medida el sesgo contractivo como en India, Rusia y Turquía— (ver gráfico 2.10).

Continúan preocupando también, por el riesgo sobre la estabilidad financiera internacional, los elevados niveles de endeudamiento no bancario en algunas naciones emergentes —fundamentalmente del sector privado no financiero y en dólares— y los elevados precios de algunos activos que se generaron tras un largo período de amplia liquidez mundial.

**Gráfico 2.12**  
**Crecimiento Económico**

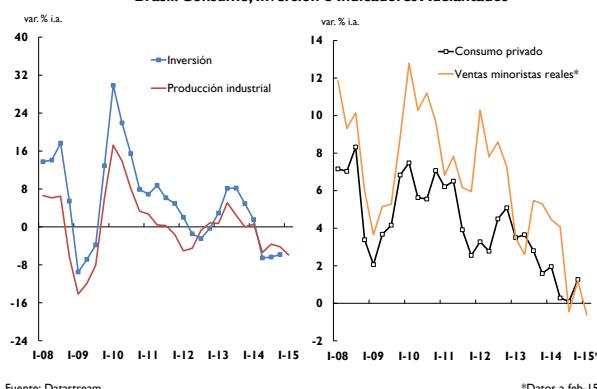


En tanto, las mayores tasas de interés internacionales podrían generar deterioros fiscales en los países más endeudados, conduciendo posiblemente en ciertos casos a la definición de políticas fiscales contractivas que empeoren las expectativas de expansión del mundo. Por su parte, la desaceleración adicional de economías de gran porte —especialmente de China, Brasil y Rusia— contribuiría a un menor ritmo de expansión económica global.

## 2.2 Principales Socios Comerciales

Los pronósticos de expansión para 2015 de los socios comerciales de Argentina mostraron un constante deterioro desde el segundo semestre del año pasado (ver gráfico 2.11). Así, en conjunto volverían a presentar un crecimiento inferior al promedio global (ver gráfico 2.12).

**Gráfico 2.13**  
**Brasil. Consumo, Inversión e Indicadores Adelantados**



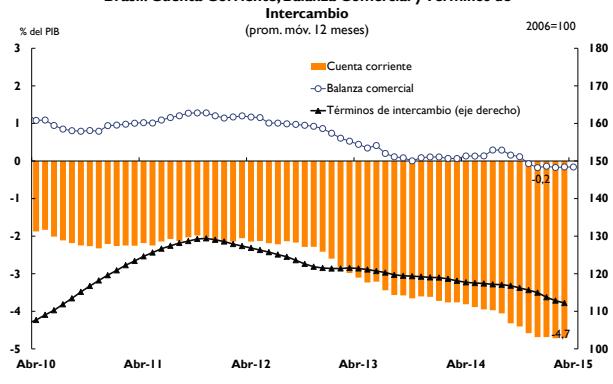
## Brasil

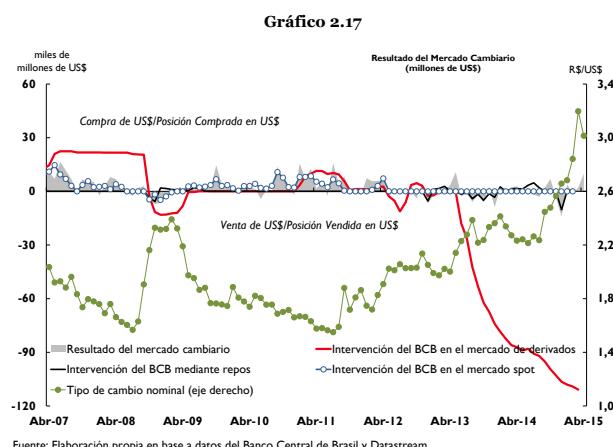
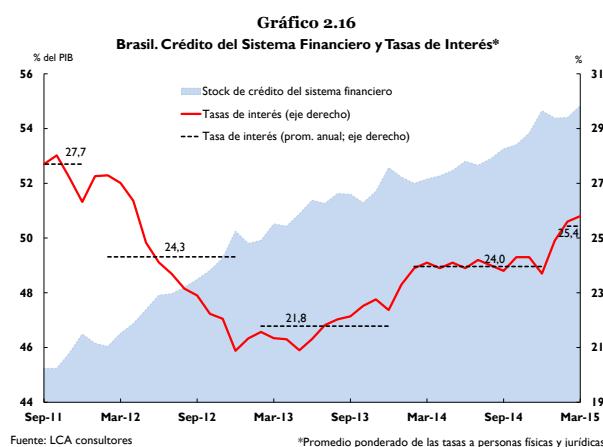
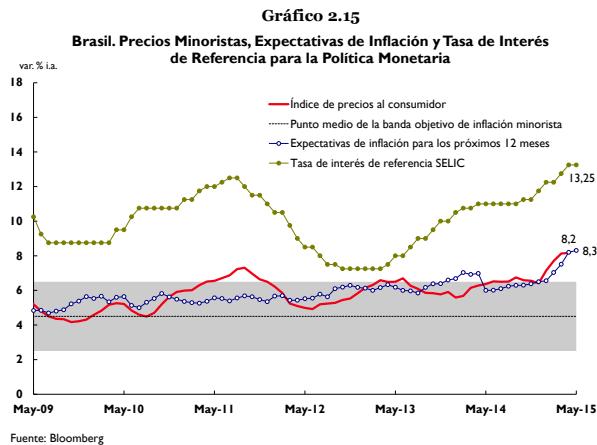
Brasil volvió a registrar a inicios de 2015 un frágil desempeño de la actividad económica, afectado nuevamente por el desempeño del gasto interno, particularmente de la inversión y la debilidad de la demanda proveniente del exterior (ver gráfico 2.13). Por el lado de la oferta, el deterioro de la actividad industrial volvió a ser determinante en la trayectoria económica.

La caída en el gasto interno siguió influenciada por el mayor costo de financiamiento —afectado tanto por el incremento de la tasa de interés de referencia, en un marco de mayores presiones inflacionarias, como por condiciones de financiamiento externo menos favorables— y los elevados niveles de endeudamiento. Asimismo, las subas de impuestos y las tensiones políticas afectaron negativamente al consumo y a la inversión. Esta última se redujo también por el recorte de gastos de capital del sector hidrocarburífero, en el marco de menores precios internacionales del petróleo y la crisis que atraviesa la empresa petrolera estatal. También influyeron los riesgos de racionamiento de agua y energía. En tanto, la inversión pública se vio acotada dadas las medidas tendientes al rebalanceo de las cuentas fiscales.

Si bien la tasa de desempleo se mantuvo en niveles muy bajos (6,2% en marzo), en términos interanua-

**Gráfico 2.14**  
**Brasil. Cuenta Corriente, Balanza Comercial y Términos de Interambio**





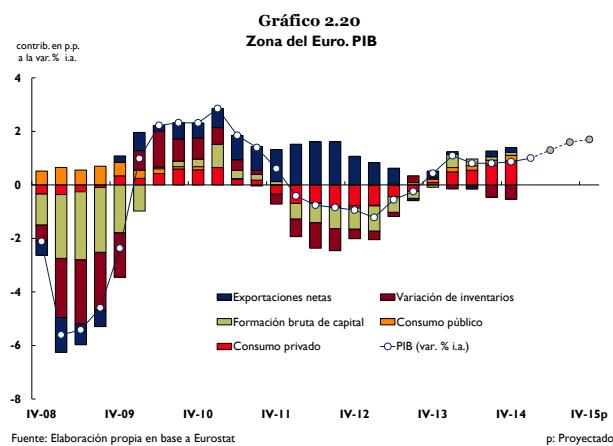
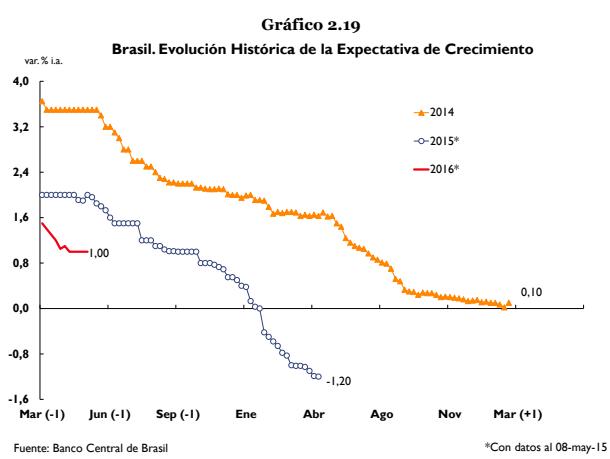
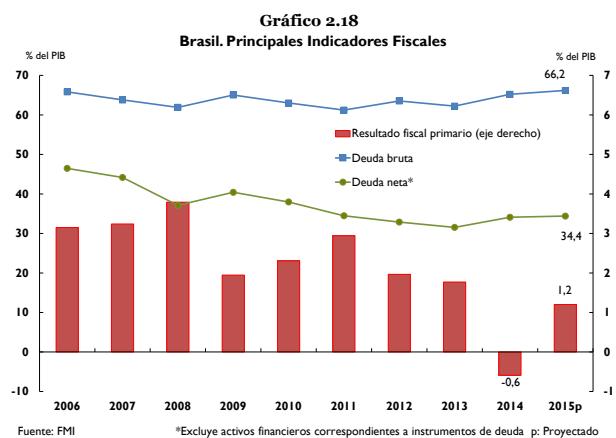
les se incrementó 1,2 p.p. a partir de la destrucción neta de puestos de trabajo. El deterioro en el margen de las condiciones laborales podría afectar al gasto de las familias. En tanto, las medidas destinadas a recomponer el resultado fiscal también sugieren un escenario desfavorable para el consumo tanto público como privado.

El resultado comercial siguió ubicándose en torno al equilibrio a partir de una disminución conjunta de las exportaciones y de las importaciones. Las exportaciones cayeron 11,0% i.a. en el acumulado de los últimos doce meses a abril —en un marco de menores precios de las materias primas y una débil demanda externa—. En tanto, en un contexto de significativa depreciación de la moneda local, las importaciones se redujeron 8,3% i.a. El saldo deficitario de la cuenta corriente se mantuvo relativamente estable, en torno al valor récord de 4,7% del Producto en el acumulado de los últimos 12 meses a abril de 2015 (ver gráfico 2.14). Por su parte, los ingresos netos de la cuenta capital y financiera compensaron las necesidades externas de la economía, destacándose los ingresos por inversión extranjera directa, los cuales representaron cerca del 62% del resultado externo neto durante los últimos 12 meses.

La inflación minorista se ubicó en 8,2% i.a. en abril, por encima del límite superior del rango establecido por el Banco Central de Brasil (BCB; 4,5% ± 2 p.p.) y alcanzó su ritmo de expansión interanual más alto desde diciembre de 2003, fundamentalmente debido a las subas impositivas que se realizaron en el sector de la energía y el transporte (ver gráfico 2.15). Por su parte, si bien la expectativa para los próximos doce meses asciende a 8,3% i.a., los pronósticos para 2016 sugieren un descenso hasta situarse en 6% i.a. por debajo del límite superior de la banda de tolerancia del BCB. En este marco, y pese a la debilidad de la actividad económica, en su última reunión de abril la autoridad monetaria elevó nuevamente su objetivo de tasa de interés de referencia del Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC) en 50 puntos básicos (p.b.) hasta 13,25% —su valor más alto desde enero de 2009<sup>1</sup>.

El ciclo alcista de la tasa de interés de referencia que viene operando en Brasil desde el segundo tri-

<sup>1</sup> Cabe señalar que el consenso de los analistas internacionales relevados por el BCB prevé que la tasa de interés se eleve a 13,50% a fin de año. Algunos analistas anticipan una suba de 50 puntos básicos para inicios de junio (lo que también se vio reflejado en las proyecciones de los mejores pronosticadores del relevamiento del BCB —top 5—), al tiempo que también surge una suba similar al analizar los contratos de futuros de tasas de menor plazo que se transan en los mercados financieros.



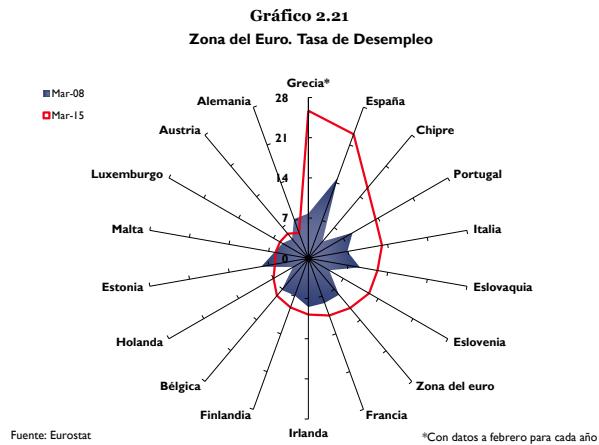
mestre de 2013 se reflejó en un alza de la tasa de mercado. Esta trayectoria no interrumpió el crecimiento del endeudamiento del sector privado con el sistema financiero. Aunque los niveles de morosidad son relativamente bajos, dado que el crédito bancario al sector privado representa alrededor de 55% del PIB, un aumento de las tasas de interés en ausencia de reactivación de la economía podría deteriorar las condiciones de estabilidad financiera (ver gráfico 2.16).

El ingreso neto de divisas en concepto de transacciones comerciales se ubicó en US\$3.394 millones en el acumulado del año a abril, implicando una suba interanual de US\$654 millones. Por su parte, el superávit de las transacciones financieras alcanzó US\$14.477 millones, US\$12.376 millones por encima al registrado en igual período del año previo. De esta manera, el superávit cambiario aumentó cerca de US\$13.000 millones en términos interanuales, básicamente por las operaciones financieras.

El tipo de cambio bilateral del real se siguió depreciando. En marzo finalizó el programa del BCB de intervenciones regulares a través de *swaps* de tipo de cambio<sup>2</sup> y *repos* de monedas, cuyo objetivo fue preservar la estabilidad financiera al proveer de cobertura contra el riesgo cambiario a los agentes privados y acotar las variaciones excesivas de la moneda. Así, en abril el real alcanzó una desvalorización nominal contra el dólar de 35% i.a. (ver gráfico 2.17).

Las perspectivas para el resto de 2015 continúan condicionadas por un contexto de política monetaria, financiera y fiscal más restrictivas, en tanto que la política cambiaria podría generar cierto estímulo sobre el sector externo de la economía. Por una parte, a la suba en la tasa de interés de referencia se sumó la reciente reducción del gasto público y el aumento de impuestos para recomponer las cuentas fiscales, luego de evidenciar durante el año pasado el menor resultado primario consolidado de al menos los últimos 10 años (ver gráfico 2.18). Asimismo, persisten los riesgos asociados al significativo déficit externo —influenciado por la caída de los precios de las materias primas—, en un marco de incertidumbre en los principales mercados financieros internacionales que podría redundar en condiciones menos favorables para el acceso al crédito o en renovadas presiones sobre la cotización de la moneda local.

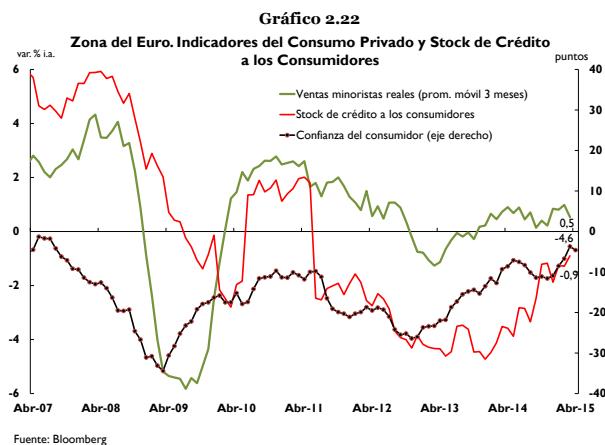
<sup>2</sup> Todos los *swaps* que vencen a partir de mayo de 2015 serán renovados, de acuerdo a las condiciones de mercado vigentes.



El deterioro adicional de las perspectivas de los analistas para 2015 fue capturado en la sistemática reducción de las proyecciones de crecimiento para el año (ver gráfico 2.19).

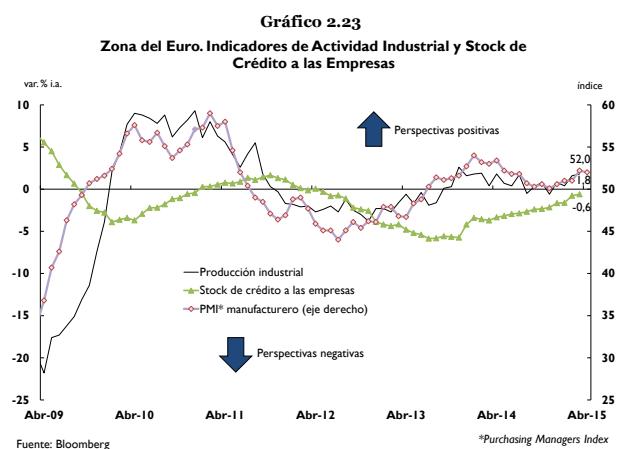
## Zona del euro

En un marco en el cual se siguió observando una significativa heterogeneidad entre los países miembros de la unión monetaria, el crecimiento de la actividad de la zona del euro fue acotado durante el primer trimestre del año (1% i.a.; ver gráfico 2.20). En tanto, los indicadores parciales de oferta y demanda sugieren una evolución algo más favorable para el aún débil dinamismo de la actividad económica en el corto plazo. Así, las expectativas de crecimiento anual para 2015 pasaron desde 1,1% previsto en febrero de este año hasta 1,3% de acuerdo a las últimas estimaciones.

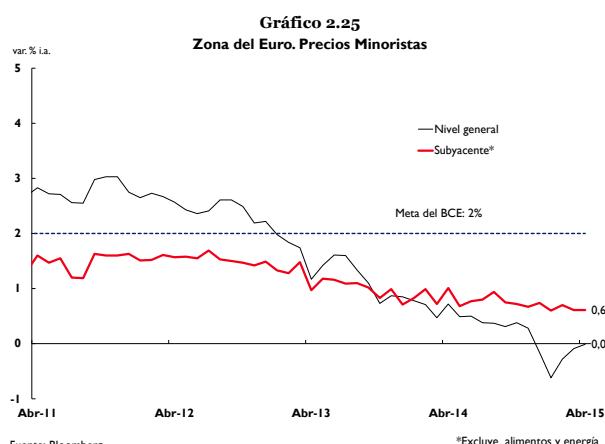
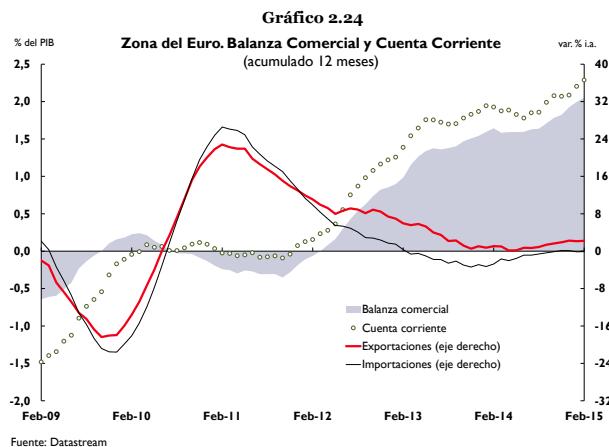


La tasa de desocupación se mantuvo en niveles elevados al ubicarse en marzo en 11,3%, aunque se redujo 0,4 p.p. respecto de igual período del año previo. Por su parte, Grecia y España siguen siendo los países con mayores niveles de desempleo, con tasas de 25,7% y 23,0%, respectivamente (ver gráfico 2.21).

Las frágiles condiciones del mercado laboral y la sostenida —aunque menor— contracción del crédito a los consumidores (-0,9% i.a. en marzo) continuaron limitando la expansión del gasto de las familias. En efecto, las ventas minoristas reales se expandieron 0,5% i.a. en el promedio móvil de los últimos tres meses a marzo. Por su parte, el índice de confianza de los consumidores registró sus mejores lecturas desde julio de 2007 en los últimos meses, ubicándose en valores más próximos a cero, nivel que se constituye como un límite para comenzar a indicar que las perspectivas de los consumidores se tornan positivas (ver gráfico 2.22).



El aporte del consumo público a la expansión del PIB continuaría siendo modesto, a partir de la continuidad de medidas de ajuste fiscal —aunque menos estrictas que en años previos—. En este sentido, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) correspondientes a abril de 2015, se prevé que el déficit del sector público de la zona continúe reduciéndose con marcadas diferencias entre países, hasta alcanzar 2,3% del PIB en 2015, 0,4 p.p. por debajo del registrado el año pasado.



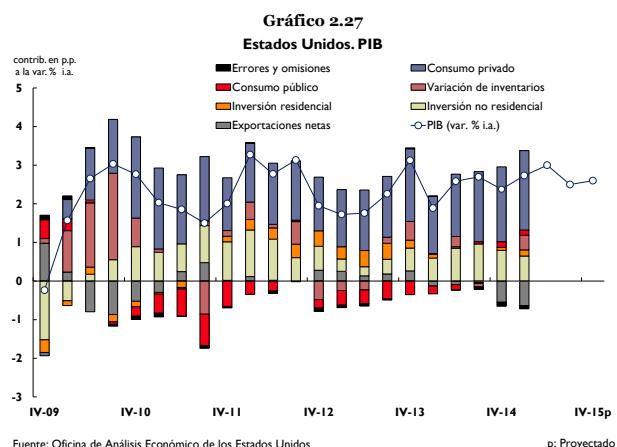
En tanto, la expansión de la inversión también permanecerá condicionada por la evolución del crédito a las empresas, que hasta el momento siguió siendo desfavorable aunque con menores tasas interanuales de contracción (-0,6% i.a. en marzo).

Desde la perspectiva de la oferta, la producción industrial creció 1,8% i.a. en marzo, exhibiendo una tasa de expansión mayor respecto a los meses previos. En tanto, el *Purchasing Managers Index* (PMI) manufacturero —que mide las perspectivas de los gerentes de compras sobre el sector—, se ubicó en 52 puntos en abril, manteniéndose entre las lecturas más elevadas de los últimos meses, por lo cual, se espera que el sector sostenga cierta tendencia positiva (ver gráfico 2.23). Cabe señalar que esta evolución refleja el mayor optimismo de los empresarios a partir de la expectativa de que mejoren las condiciones de acceso al crédito, favorecidas por las políticas monetarias expansivas por parte del Banco Central Europeo (BCE; ver sección 8).

En relación al intercambio comercial, las exportaciones crecieron a un ritmo estable, en torno a 2,3% i.a. en el acumulado de los últimos 12 meses a febrero, mientras que las importaciones se mantuvieron prácticamente en los mismos niveles que en igual período del año previo, en un marco de menores precios de importación de combustibles. Esta trayectoria permitió que los superávits comercial y de cuenta corriente continúen aumentando y alcancen 2,1% y 2,3% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses a febrero (ver gráfico 2.24).

La caída en los valores internacionales de la energía continuó presionando a la baja sobre los precios internos, incrementando los riesgos de deflación. En abril los precios se mantuvieron en torno a los niveles de igual período del año previo, mientras que la inflación subyacente —que excluye alimentos y energía— permaneció en terreno aún positivo pero decreciente, cerca de 0,6% i.a (ver gráfico 2.25). En tanto, el BCE señaló que prevé que los precios minoristas sigan cayendo a lo largo de 2015, esperándose ligeras subas hacia final de año. En este marco, las expectativas de inflación de mediano plazo alcanzaron los mínimos valores en más de 10 años (ver gráfico 2.26).

El BCE mantuvo el sesgo expansivo de su política monetaria. Algunos analistas especializados sugieren que podría anticiparse la finalización de las medidas extraordinarias si siguieran mejorando las condiciones de acceso al crédito y la actividad. Sin



embargo, las autoridades del BCE enfatizaron su duración hasta al menos septiembre de 2016 o hasta que la inflación se encamine hacia una trayectoria en línea con el objetivo de aumento de los precios minoristas de 2% que tiene la autoridad monetaria.

Por último, se mantuvo la preocupación por la delicada situación en Grecia y los potenciales efectos sobre el resto de las economías de la zona del euro (ver sección 8).

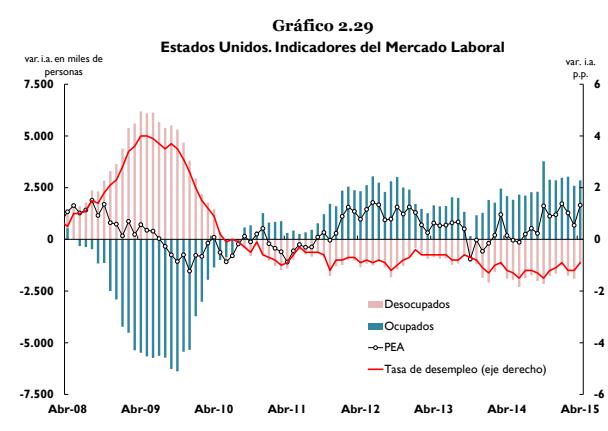
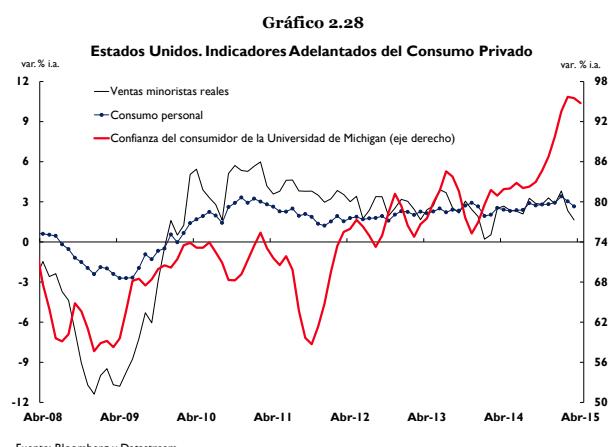
## Estados Unidos

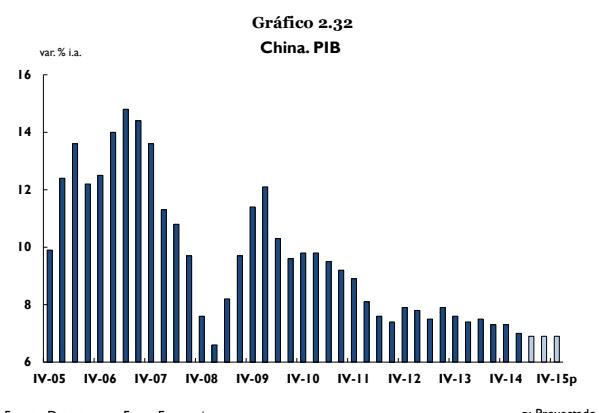
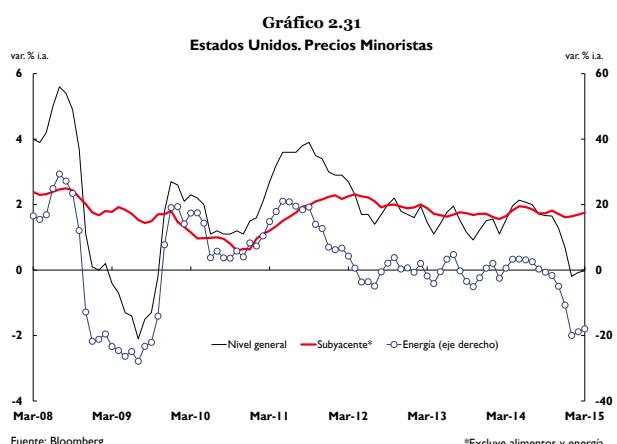
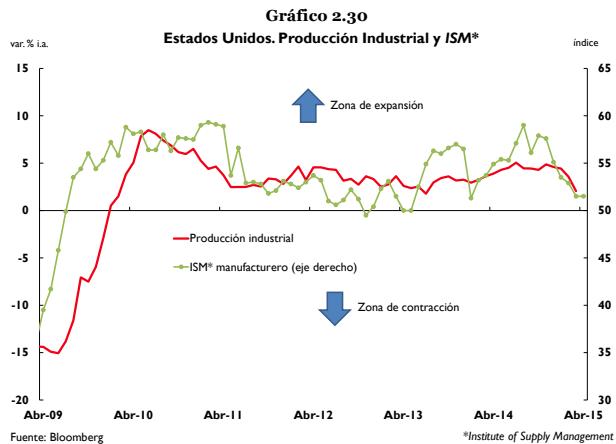
La actividad económica de los Estados Unidos exhibió una contracción durante el primer trimestre (-0,7% trimestral anualizado sin estacionalidad – s.e.–), afectado por el adverso clima frío registrado y las huelgas portuarias en la costa oeste del país. De todos modos, en términos interanuales la actividad se expandió 2,7% i.a. entre enero y marzo, debido a la baja base de comparación, ya que la producción de bienes y servicios también se había visto afectada por la rigurosidad del invierno a inicios de 2014 (ver gráfico 2.27).

Las mejores condiciones laborales, la expansión del crédito, la recuperación de los precios de los activos financieros e inmobiliarios y la reciente caída en los valores de la energía —que se refleja en un mayor ingreso disponible de los hogares— continuaron favoreciendo al consumo privado tal cual lo reflejan los indicadores adelantados (ver gráfico 2.28).

El mercado laboral siguió mejorando —si bien el dato puntual de creación de empleo de marzo sorprendió negativamente a los analistas por su bajo nivel, volviéndose a normalizar en abril—. Así, en el cuarto mes de 2015 la tasa de desempleo fue de 5,4%, 0,9 p.p. por debajo del registro de igual período del año anterior (ver gráfico 2.29).

Los precios de las viviendas y las perspectivas de los empresarios de la construcción se mantuvieron relativamente estables, por lo cual, se espera que la inversión residencial se sostenga en alza. Los menores precios del petróleo llevaron a una contracción de las inversiones en infraestructura energética, reflejándose en parte en la desaceleración por cuarto mes consecutivo de la actividad industrial. En esta línea, las perspectivas de expansión alcanzaron su lectura más baja desde mayo de 2013 (ver gráfico 2.30).





En cuanto al sector externo, en los meses más recientes las exportaciones exhibieron una desaceleración en su tasa de expansión, afectadas por la marcada apreciación nominal multilateral de la moneda, al tiempo que las importaciones mantuvieron una tasa de crecimiento superior. Como resultado, se incrementó ligeramente el déficit comercial, que representó 3% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses a marzo. Esto ocurrió a pesar de la mejora en la balanza comercial energética —que se ubicó en torno a -0,9% del PIB— a partir de la mayor oferta de petróleo en los Estados Unidos y de la caída en el precio internacional del crudo.

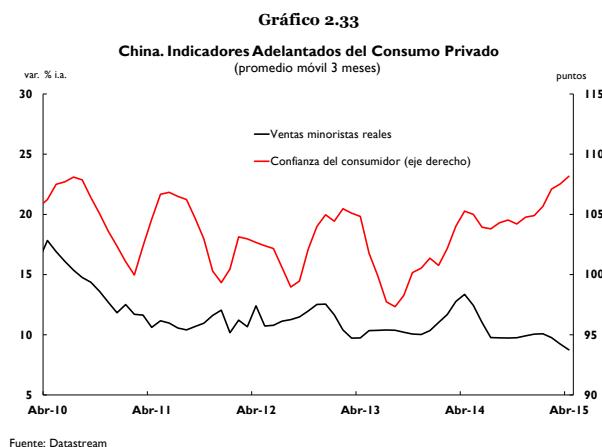
La menor cotización internacional de la energía impactó sobre la trayectoria de los precios internos. En marzo, el índice de precios al consumidor cayó 0,1% i.a., exhibiendo la segunda merma en lo que va del año (ver gráfico 2.31). En contraste, la variación del índice de precios subyacente —que excluye alimentos y energía— se mantuvo en niveles cercanos a 1,8% i.a.

En relación a la política monetaria, la información reciente de la marcha de la actividad y del empleo generó cierta incertidumbre vinculada al momento de inicio del ciclo de subas de tasas de interés por parte de la Fed. Así, se incrementó la probabilidad de que el comienzo de la trayectoria ascendente se retrase hasta septiembre o diciembre próximo.

En materia fiscal, según las estimaciones del FMI de abril de 2015, se volvería a ajustar el déficit de las cuentas públicas estadounidenses hasta 4,2% del PIB en 2015, 1,1 p.p. por debajo del registrado en el año previo. En tanto, la deuda pública se mantendría prácticamente en los mismos niveles, elevando ligeramente el ratio de los pasivos hasta 105,1% del Producto a fines de 2015.

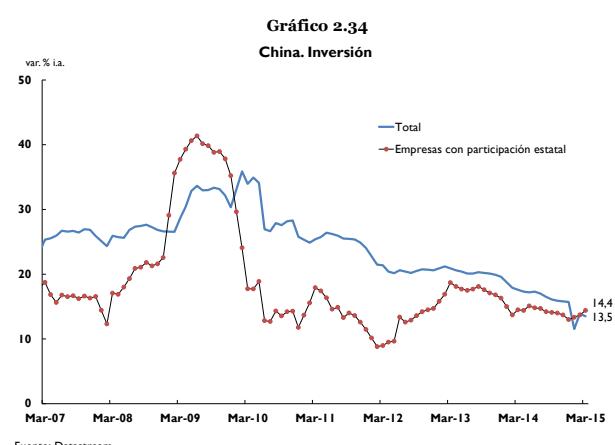
## China

En un marco de implementación de reformas económicas basadas en mayor medida en mecanismos de mercado, durante el primer trimestre del año la actividad económica de China se incrementó 7,0% i.a.. Se desaceleró en relación al período previo, en línea con lo esperado por los analistas del mercado y con la meta oficial de crecimiento para 2015 (7% i.a.; ver gráfico 2.32).



Si bien no se dispone de datos desagregados por componentes del PIB, los indicadores parciales sugieren una moderación en las tasas de crecimiento del consumo y un menor dinamismo de la inversión. En abril, las ventas minoristas crecieron 8,7% i.a, aunque la confianza del consumidor siguió en alza (ver gráfico 2.33).

En tanto, la frágil demanda externa y la moderación de la demanda interna afectaron el comportamiento de la inversión privada (componente que representa aproximadamente la mitad del PIB) y de la producción industrial (ver gráficos 2.34 y 2.35).

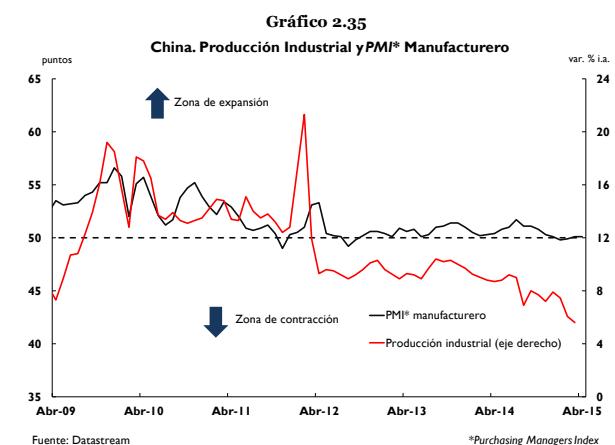


También continuaron incidiendo sobre la actividad económica los esfuerzos por parte de las autoridades económicas para contener los mecanismos de crédito no bancario. En este sentido, la nueva caída interanual en marzo del financiamiento social total en términos del PIB—que mide la liquidez de la economía, incluyendo préstamos, bonos y otros instrumentos no tradicionales—, sugiere que las condiciones de acceso al crédito son más restrictivas (ver gráfico 2.36).

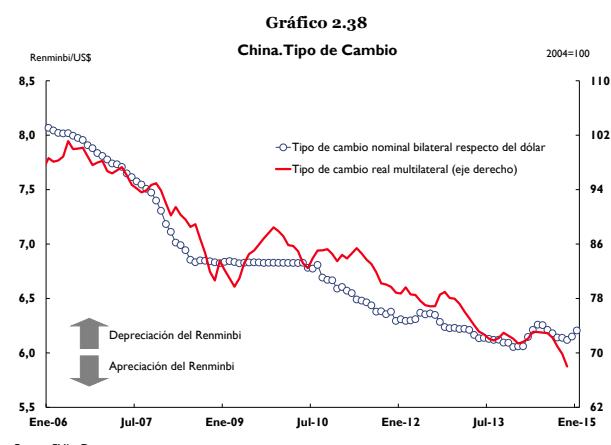
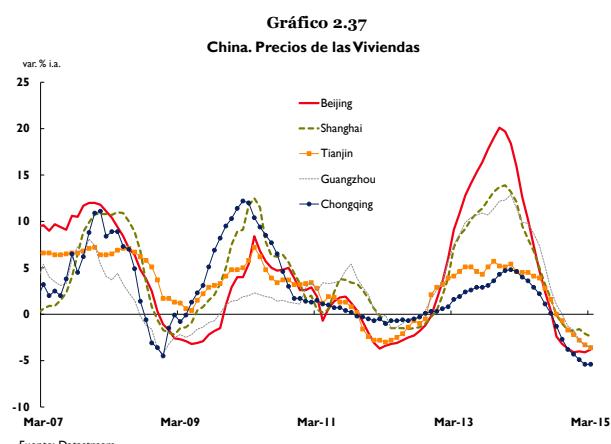
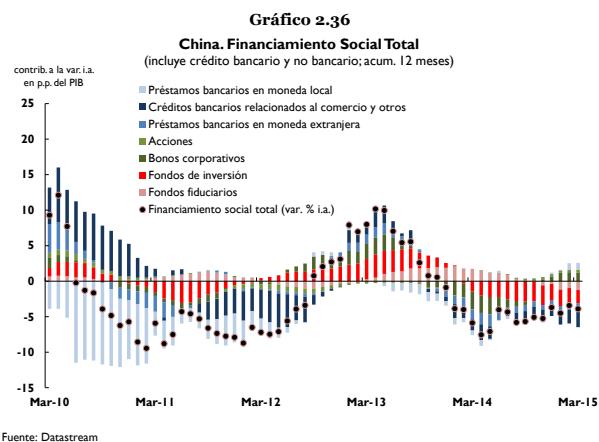
La efectividad de las acciones del gobierno para limitar el endeudamiento excesivo y prevenir la formación de burbujas en los precios de los activos —especialmente en el sector inmobiliario— se vio reflejado en los valores de las viviendas (ver gráfico 2.37).

En lo que respecta al comercio exterior, las exportaciones exhibieron un mayor dinamismo en el primer trimestre del año en relación al año previo, registrando un incremento de 7,9% i.a. en el acumulado de los últimos 12 meses a marzo. Por su parte, las compras externas cayeron 4,1% i.a. en el mismo período. De este modo, el saldo comercial siguió aumentando y representó 5% del PIB en el acumulado de los últimos 12 meses, 2,4 p.p. por encima del ratio que se verificó en igual período del año previo.

El desempeño del comercio exterior de China se dio en un marco de desaceleración del crecimiento de los principales países emergentes y de una marcada apreciación real de su moneda (ver gráfico 2.38).



Con el objetivo de estimular la actividad económica, en abril, el Banco Popular de China (PBOC, por su sigla en inglés) redujo en 100 p.b. los requisitos de encajes para los grandes bancos, hasta 18,5%, lo cual redundaría en una inyección de liquidez al sis-



tema financiero de US\$200.000 millones (2,3% del PIB), según estimaciones de los analistas. Asimismo, recortó los requisitos de encajes para los bancos pequeños en la misma magnitud, hasta 16,5%. Cabe señalar que el PBOC redujo por segunda vez en el año (tercera en los últimos 8 meses) su tasa de interés de referencia para la política monetaria, hasta 5,1% (ver gráfico 2.39).

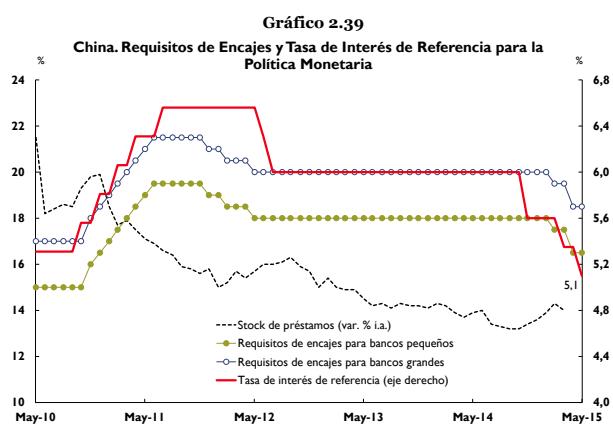
Por su parte, el gobierno anunció en marzo que buscará lograr una mayor convertibilidad del Renminbi en 2015 (al preverse rápidos avances en la liberalización de la cuenta capital y en la internacionalización de la moneda), en un marco en el que aumentó la expectativa de la inclusión de su moneda como integrante de los Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI.

Además, la autoridad monetaria señaló que adoptará una “aproximación más flexible” en el uso de sus herramientas monetarias, lo cual según la interpretación de los analistas del mercado, podría redundar en nuevas mermas de las tasas de interés de referencia, en reducciones adicionales de los coeficientes de encajes y en medidas para facilitar créditos blandos a los gobiernos subnacionales. Estos se encuentran significativamente endeudados tras la aplicación de políticas de estímulo fiscal que permitieron morder el impacto de la crisis financiera internacional.

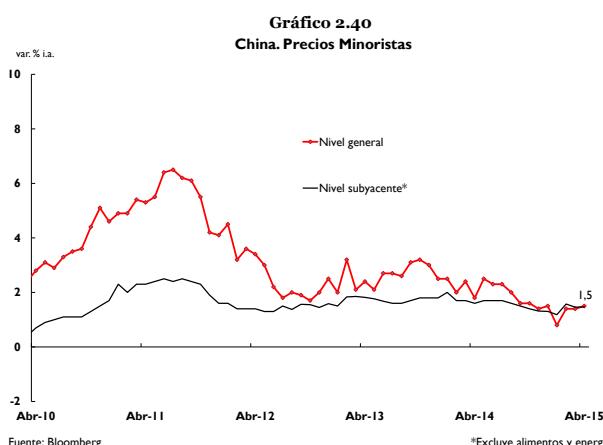
Es relevante destacar que existe un amplio margen para incrementar el sesgo expansivo de la política monetaria en China ante los bajos niveles de inflación minorista e incluso la trayectoria deflacionaria de algunos índices. La inflación minorista se mantuvo relativamente estable en torno a sus mínimos de los últimos años, posicionándose en 1,5% i.a. en abril (ver gráfico 2.40). Así, la suba de los precios se mantuvo por debajo de la meta de inflación de las autoridades (3,5% i.a.).

Por su parte, los gobiernos provinciales continuaron registrando menores ingresos fiscales por ventas de terrenos, en un escenario de caída de los precios de los inmuebles. Debido a las necesidades de financiamiento subnacionales, las autoridades descartaron la posibilidad de implementar políticas fiscales significativas para estimular la actividad económica.

En efecto, el deterioro de las cuentas públicas —que se reflejaría en un déficit financiero cercano a 2% del PIB durante este año según las últimas es-



timaciones del FMI— implicó aumentos sistemáticos en el stock de la deuda pública china en los últimos años, previéndose un ascenso hasta un nivel equivalente al 43,5% del Producto en 2015.



## Apartado 1 / Tasas de Interés Nominales Negativas de Referencia para la Política Monetaria

Durante mucho tiempo se creía que en la práctica los bancos centrales no iban a poder bajar la tasa de política monetaria por debajo de cero (lo que se conoce como *Zero Lower Bound* –ZLB–), limitando el nivel de expansión que un banco central podía realizar.

En este sentido, una de las razones esgrimidas eran las posibles consecuencias disruptivas en el mercado interbancario: principalmente se temía una drástica caída en los volúmenes transados. Otra de las restricciones prácticas a la reducción por debajo de cero de las tasas de interés nominales se daría una vez que el nivel de las tasas de interés negativas hubiera superado cierto umbral y se generaran incentivos para que la economía pasara a manejarse prácticamente sólo con efectivo<sup>3</sup>, para evitar la rentabilidad negativa que tendrían los depósitos. El impacto de este factor no obstante, sería acotado, debido a que no resultaría práctico que las transacciones de alto monto se realicen en efectivo.

Una alternativa para aquellos bancos centrales que hubieran llegado al ZLB y quisieran aplicar una mayor expansión monetaria consistiría en buscar un aumento de las expectativas de inflación, de manera de reducir la tasa de interés real efectiva. No obstante, esto es difícil de pensar para las autoridades monetarias que tienen como único objetivo la inflación o regímenes de metas de inflación. En este último caso, una posibilidad sería aumentar levemente la meta de inflación<sup>4</sup>. En caso de múltiples objetivos, un aumento de las expectativas de inflación en el corto plazo podría intentarse, siempre y cuando no afectase las de mediano y largo plazo.

En los últimos años, cinco de los principales bancos centrales de las naciones desarrolladas (Estados Unidos, zona del euro, Japón, Reino Unido y Canadá) tuvieron que hacer frente al ZLB en algún mo-

mento de la crisis financiera internacional que se profundizó en 2008. Lo hicieron recurriendo a políticas monetarias no convencionales (principalmente, compra de activos financieros públicos y privados y políticas de *forward guidance*<sup>5</sup>) que, entre otras cosas, afectaban las expectativas de inflación y el tipo de cambio, retroalimentándose entre sí estos dos procesos.

Sin embargo, recientemente se produjo un cambio respecto a la forma de abordar el ZLB: algunas autoridades monetarias, buscando indirectamente reducir la tasa de interés real efectiva para estimular la economía (y en algunos casos evitar una excesiva apreciación del tipo de cambio), decidieron disminuir el piso de su corredor de tasas de interés nominales (la facilidad de depósito)<sup>6</sup> a valores menores a cero; lo que en algunos casos fue combinado con medidas de expansión cuantitativa. Los bancos centrales que adoptaron medidas en este sentido fueron el de la zona del euro, el de Suiza, el de Suecia y el de Dinamarca.

Efectivamente, en junio de 2014 el Banco Central Europeo (BCE) estableció una tasa de interés nominal negativa generando un hecho sin precedentes entre los principales bancos centrales<sup>7</sup>. El BCE redujo la tasa de interés de política monetaria a 0,15%, al mismo tiempo que redujo la tasa de interés de la facilidad de depósitos a -0,1%<sup>8</sup> (ver gráfico 1). Hasta el momento, la experiencia en la zona del euro muestra que no se habrían producido problemas significativos en los mercados interbancarios.

<sup>5</sup> Estas políticas ofrecen una orientación explícita sobre la trayectoria futura de la política monetaria, mediante la provisión de mayor información para ayudar a que los agentes económicos comprendan las condiciones bajo las cuales se mantendrá o modificará el sesgo de la política monetaria.

<sup>6</sup> Los excedentes de liquidez de las entidades financieras son depositados al fin de cada jornada (suelen ser operaciones de corto plazo) en un depósito en la autoridad monetaria, lo que se conoce como facilidad de depósito. Por el contrario, la facilidad de préstamos permite pedir prestado al banco central los faltantes de liquidez. El piso y techo del corredor de tasas se forma con la tasa de interés de la facilidad de depósito y la que corresponde a la facilidad de crédito, respectivamente. Generalmente, en el medio del corredor de tasas se ubica la tasa de interés de política monetaria del banco central.

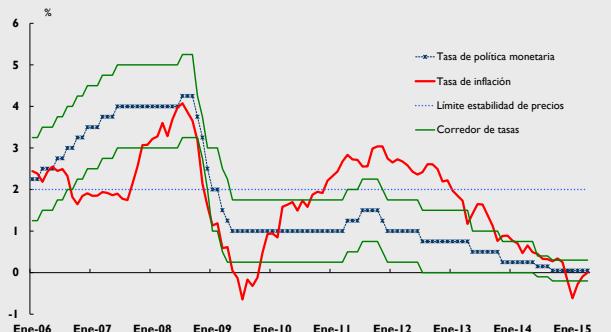
<sup>7</sup> Con anterioridad, el Banco Central de Suecia, entre junio de 2009 y agosto de 2010, había reducido a -0,25% la tasa de interés de la facilidad de depósito.

<sup>8</sup> Tras una nueva reducción en septiembre de 2014 dichas tasas se ubican en 0,05% y -0,2%, respectivamente.

<sup>3</sup> En este sentido, Silvo Gesell, citado en Keynes, J.M. (1936), “General Theory of Employment, Interest and Money”, capítulo 23, había previsto esta situación y sugería una idea para evitarla. Proponía que para mantener la vigencia de moneda de curso legal, los billetes debían tener un estampillado anual provisto por el gobierno el cual sería oneroso. De esta manera la tenencia de efectivo también tendría un rendimiento negativo.

<sup>4</sup> Sin llegar a una conclusión definitiva, Blanchard et al., proponen investigar esta posibilidad en “Rethinking Macroeconomic Policy”, IMF Staff Position Note, 12 de Febrero de 2010, página 10.

Gráfico 1 | Zona del Euro. Tasas de Interés e Inflación



Nota: el BCE no sigue un régimen de metas de inflación. No obstante, busca la estabilidad de precios la que es definida por una tasa de inflación < a 2% i.a.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de ECB y Eurostat

Asimismo, en enero de 2015 el BCE recurrió a un programa de expansión cuantitativa<sup>9</sup> que se entiende buscaría llevar la tasa de interés real efectiva de la región a un nivel aún más bajo, dadas las perspectivas de deflación.

Unos días antes del anuncio, y previendo posibles impactos que las medidas expansivas por parte del BCE generarían en una economía deflacionaria como la de Suiza, el Banco Central de Suiza (SNB, por su sigla en inglés) adoptó medidas expansivas, introduciendo también tasas de interés nominales negativas. En efecto, redujo en varias ocasiones su tasa de interés de política (LIBOR del franco suizo a 3 meses), la que actualmente se ubica en el rango -1,25% y -0,25% (ver gráfico 2)<sup>10</sup>. Estas medidas buscaban, aunque no lo consiguieron, evitar una fuerte apreciación del franco suizo<sup>11</sup>.

También en un contexto deflacionario en su economía, el banco central de Suecia (el Riksbank) llevó a terreno negativo, no sólo el piso, sino el centro de su corredor de tasas de interés, tasas que en la actualidad se encuentran en -1% y -0,25%, respectivamente. De esta manera, el Riksbank fue el primer banco central en llevar su tasa de interés de política por debajo de cero (como también había sido el primero en reducir el piso del corredor, ver gráfico 3). Además, a mediados de febrero lanzó un programa de compra de títulos públicos<sup>12</sup>.

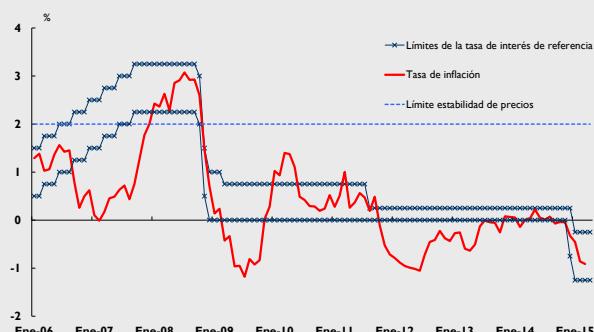
<sup>9</sup> Planea comprar títulos públicos y privados por €60.000 millones mensuales hasta —por lo menos— septiembre de 2016.

<sup>10</sup> También, tras varias reducciones, la tasa de interés para ciertos depósitos de las entidades financieras en el SNB se ubica en -0,75%.

<sup>11</sup> Hasta ese momento estaba vigente un límite inferior del franco suizo en relación al euro, establecido por el SNB, que se dejó sin efecto. Ver Apartado 4 del **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** de febrero de 2015.

<sup>12</sup> Desde su lanzamiento, el banco aumentó en tres ocasiones el monto de compras del programa, siendo a principios de mayo casi 9 veces el monto del programa original (poco más de 2% del PIB sueco y el equivalente a aproximadamente US\$10.000 millones).

Gráfico 2 | Suiza. Tasas de Interés e Inflación

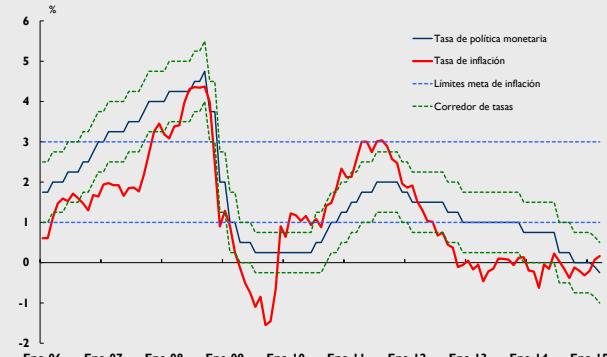


El SNB no sigue un régimen de metas de inflación. No obstante, busca la estabilidad de precios, que es definida por una tasa de inflación < a 2% i.a.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del SNB

Una situación similar es la de Dinamarca, que en un contexto de baja tasa de inflación y con una fuerte presión a la apreciación del tipo de cambio<sup>13</sup> decidió, desde principios de 2015, sucesivas reducciones en la tasa de interés de la facilidad de depósitos (*Certificates of Deposit Rate*) hasta un valor de -0,75%.

Gráfico 3 | Suecia. Tasa de Interés y Meta de Inflación



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Riksbank

De esta manera se evitaron profundizar situaciones que llevaban indefectiblemente a escenarios de mayores tasas de desempleo, prolongadas recesiones y apreciaciones de la unidad monetaria local que impactan en la sostenibilidad externa de una economía. Es por esto que algunas autoridades monetarias buscando indirectamente reducir la tasa de interés real efectiva para estimular la economía decidieron disminuir algunas de sus tasas de interés nominales por debajo de cero. Sin embargo, nuevas dosis de este tipo de estímulos podrían no ser factibles dado los límites antes mencionados a seguir bajando dichas tasas. Si las autoridades monetarias que ya quebraron el ZLB llegasen a necesi-

<sup>13</sup> El tipo de cambio de Dinamarca está regido desde 1980 por mecanismos monetarios europeos (actualmente por el *European Exchange Rate Mechanism* —ERM II—) por los cuales mantiene un tipo de cambio dentro de una banda de flotación respecto del euro (con anterioridad era respecto del marco alemán).

tar aplicar nuevas medidas expansivas, y no considerasen factibles nuevas reducciones a las tasas de interés nominales, deberán recurrir a programas de compra de activos u otras medidas no convencionales.

## 3 Actividad Económica

La actividad económica registró una tasa de crecimiento interanual —i.a.— positiva en el último trimestre de 2014, de 0,4% (sin cambios respecto del trimestre anterior en términos desestacionalizados), y resultó en un alza promedio en el año de 0,5% con respecto al nivel de 2013. El avance del PIB en el trimestre y en 2014 fue resultado de la contribución positiva de las exportaciones netas que compensó la caída del gasto interno.

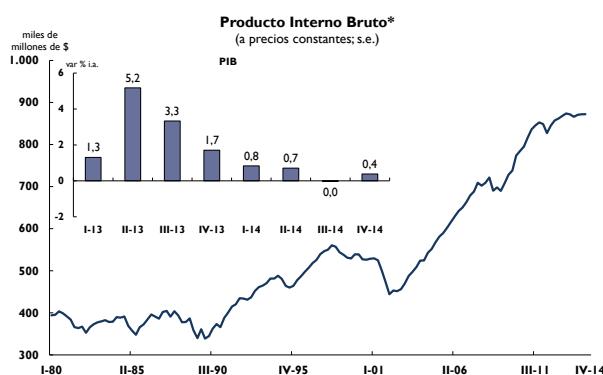
En los últimos tres meses del año pasado, la Formación Bruta de Capital disminuyó 9,7% i.a. y sustrajo 2,1 puntos porcentuales (p.p.) a la variación i.a. del Producto, a partir de lo sucedido en el gasto en equipo durable de producción (-21,6% i.a.), mientras que la construcción creció 2,3% i.a. El consumo privado cayó 1,2% i.a. y restó 0,9 p.p. al avance del PIB, mientras que el consumo público se expandió 3,8% i.a. Las cantidades exportadas de bienes y servicios recortaron su caída a 1,9% i.a., mientras que las importaciones disminuyeron 19,1% i.a., resultando en un aporte positivo de las exportaciones netas al PIB de 3,7 p.p.

Dentro de la oferta, la producción de bienes exhibió una suba de 0,3% i.a. en el cuarto trimestre, favorecida principalmente por el incremento del sector agropecuario y de la construcción. La industria disminuyó, influenciada por el sector automotor que se vio afectado por las menores ventas a Brasil en un contexto de mayor debilidad de la actividad de ese país. La provisión de servicios se mantuvo respecto de los niveles de un año atrás, en un contexto de reducción en la actividad comercial y el transporte y de desaceleración de la intermediación financiera.

Para el primer trimestre de 2015, los indicadores parciales adelantados estarían señalando un repunte del gasto interno, tanto en el consumo de los hogares como en la inversión, mientras que siguen dando cuenta de un desempeño negativo de la demanda del exterior, particularmente de los productos cuyo principal destino es Brasil.

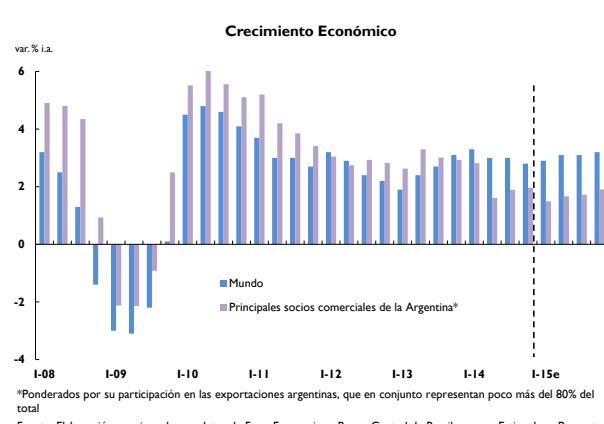
Para los próximos meses se espera que la demanda externa evidencie un desempeño semejante al registrado recientemente, producto de una desaceleración económica prevista para los principales socios comerciales de Argentina. En tanto, el gasto interno se vería favorecido por la continuidad de las políticas públicas que contribuyen a la mejora de los ingresos de las familias.

Gráfico 3.1



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

Gráfico 3.2



\*Ponderados por su participación en las exportaciones argentinas, que en conjunto representan poco más del 80% del total  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de FocusEconomics y Banco Central de Brasil  
e: Estimado p: Proyectado

### 3.1 Demanda

De acuerdo al PIB, la actividad económica se elevó 0,4% interanual —i.a.— en el último trimestre del año pasado, manteniéndose sin cambios en términos desestacionalizados. De esta manera, el PIB finalizó con un alza promedio en 2014 de 0,5% con respecto al nivel de 2013 (ver gráfico 3.1). La evolución del Producto respondió al aporte positivo de las exportaciones netas que más que compensó al desempeño del gasto interno.

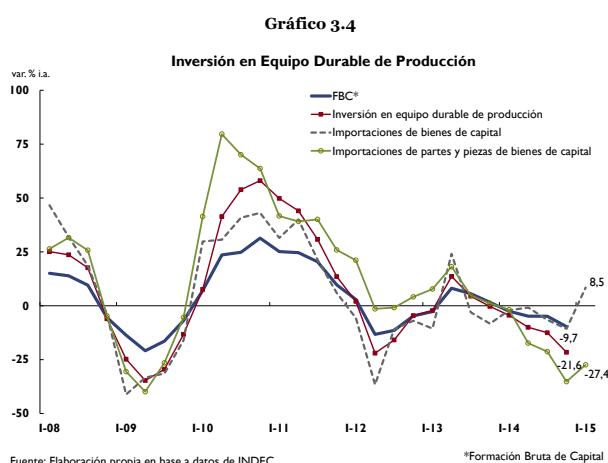
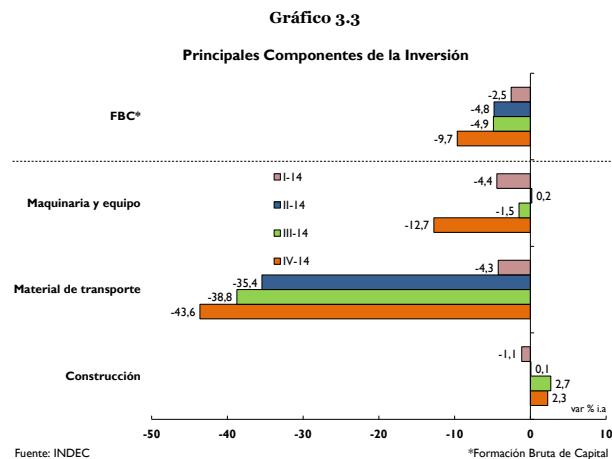
En cuanto al primer trimestre de 2015, los indicadores parciales adelantados dan señales favorables sobre la evolución de la demanda interna mientras que dan cuenta de una disminución de las exportaciones y de las compras al exterior.

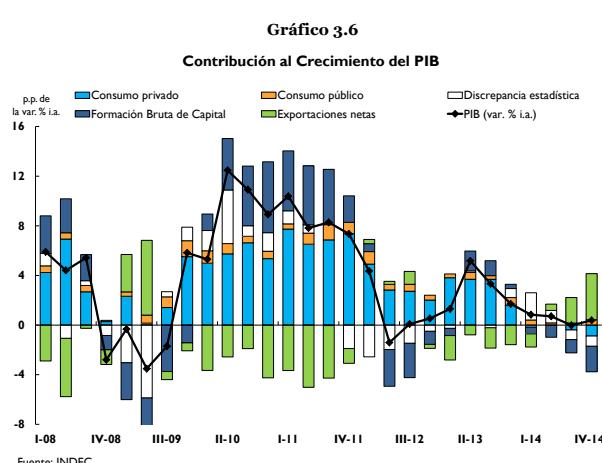
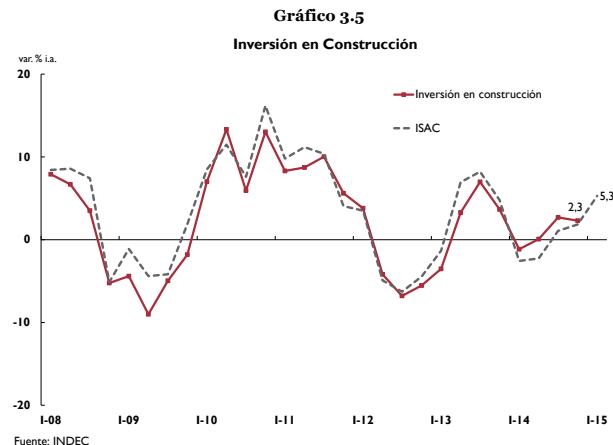
#### Inversión

La Formación Bruta de Capital (FBC) se redujo 9,7% i.a. en el cuarto trimestre —sustrajo 2,1 puntos porcentuales (p.p.) al avance del PIB—y acumuló una caída de 5,6% en 2014 (ver gráfico 3.3). Como resultado, la inversión representó el 19,2% del Producto en el último cuarto del año pasado y 19,7% en 2014.

La evolución de la FBC en el trimestre fue producto de la merma en la inversión en equipo durable de producción. La baja abarcó al gasto en maquinaria y equipo (-12,7% i.a.) y en material de transporte (-43,6% i.a.), tanto de origen nacional como del exterior. En tanto, la inversión en construcción creció nuevamente entre septiembre y diciembre (2,3% i.a.) y cerró el año con una suba de 1% en relación al anterior. De acuerdo al Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), el incremento sectorial obedeció al aumento en la edificación de viviendas y en las construcciones petroleras.

Los indicadores parciales adelantados dieron señales mayormente positivas sobre el comportamiento de los componentes de la FBC durante la primera parte de 2015. Las importaciones en cantidades de bienes de capital se recuperaron y exhibieron un alza de 8,5% i.a., mientras que las compras al exterior de piezas y accesorios para bienes de capital se redujeron 27,4% i.a. (ver gráfico 3.4). Por su parte, el ISAC señaló que la actividad de la construcción permaneció en expansión entre enero y marzo, al registrar una suba de 5,3% i.a. (ver gráfico 3.5).





El Banco Central continuó estimulando la oferta de crédito para alentar a la inversión (ver sección 9). En particular, permanecieron vigentes las políticas focalizadas en el financiamiento productivo, de largo plazo y los instrumentos orientados a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs), como la Línea de Crédito a la Inversión Productiva<sup>14</sup>. Dentro de esta última, se amplió la aplicación al descuento de certificados de obra pública y de facturas conformadas por parte de las MiPyMEs y, bajo ciertas condiciones, a la prefinanciación de exportaciones —a las empresas que no sean grandes exportadoras— y a financiar importaciones de insumos o de bienes de capital. También se mantuvo la disminución en la exigencia de efectivo mínimo y de encajes en pesos para las entidades que hayan acordado financiación a MiPyMEs. Los incentivos para las transacciones con los Certificados de Depósito para Inversión (CEDIN)<sup>15</sup> siguieron operando. En tanto, el Gobierno Nacional sostuvo el Programa de Crédito Argentino (PROCREAR) destinado a la construcción y el Fondo para el Desarrollo Económico Argentino (FONDEAR)<sup>16</sup>, orientado a sectores estratégicos para el desarrollo, actividades con elevado contenido tecnológico y a la generación de valor agregado en economías regionales<sup>17</sup>.

## Consumo

El consumo privado disminuyó 1,2% i.a. en el período octubre-diciembre pasado y finalizó 2014 con una baja promedio de 0,5% con respecto a los niveles de 2013. A partir de este desempeño y de su elevada participación, sustrajo 0,9 p.p. a la variación interanual del Producto en el trimestre (ver gráfico 3.6). Por su parte, el consumo público creció con más fuerza que en los períodos previos, al incrementarse 3,8% i.a.

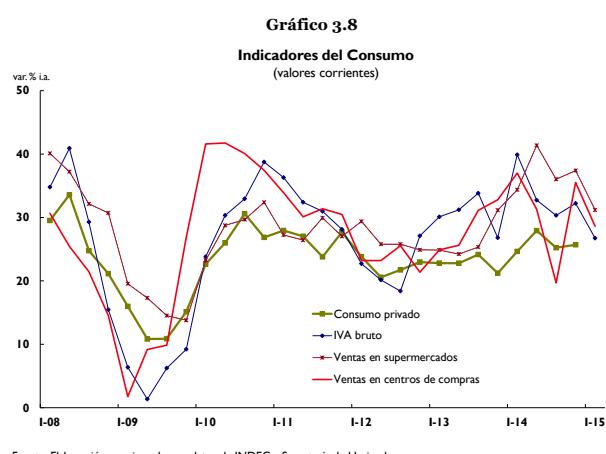
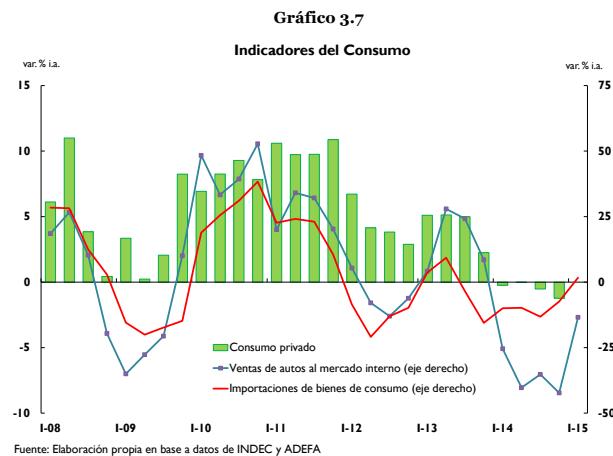
En cuanto a los indicadores parciales adelantados, las ventas de autos nuevos en el mercado local recorrieron su caída a 13,4% i.a. entre enero y marzo, al tiempo que las cantidades importadas de bienes de consumo se incrementaron 1,7% i.a. en el período mencionado, afectadas ambas variables en parte por la reducida base de comparación (ver gráfico 3.7).

<sup>14</sup> Ver Comunicación BCRA A 5681.

<sup>15</sup> Con el objetivo de estimular el uso del instrumento, se determinó que las entidades financieras podrán cobrar por el desempeño de tareas vinculadas a los CEDIN por los siguientes conceptos y valores, sobre el importe equivalente en pesos: 1) suscripción y emisión por cuenta y orden del BCRA hasta el 1%; 2) verificación de su aplicación hasta el 0,3%; y 3) servicio de pago hasta el 0,2%.

<sup>16</sup> Resolución del Ministerio de Economía y Finanzas Pùblicas N° 353 que reglamentó al Decreto N° 606/14.

<sup>17</sup> El fondo se utiliza para cubrir las necesidades de financiamiento de grandes empresas y Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) de todo el país a través de diversos instrumentos financieros como préstamos, aportes de capital en sociedades, bonificaciones de tasas de interés o aportes no reembolsables.

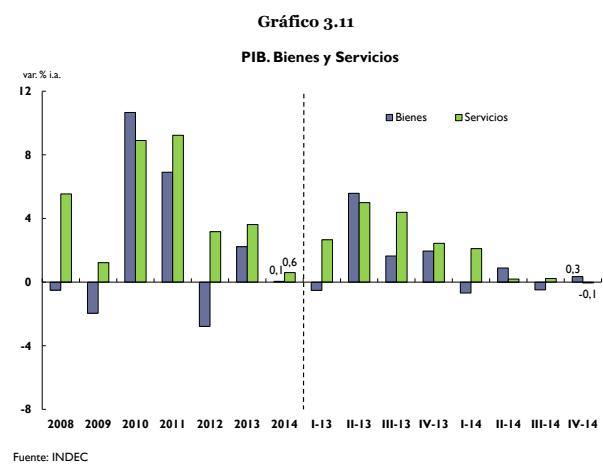
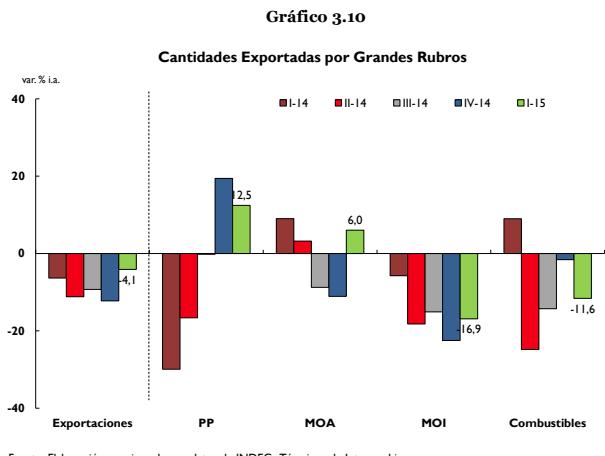
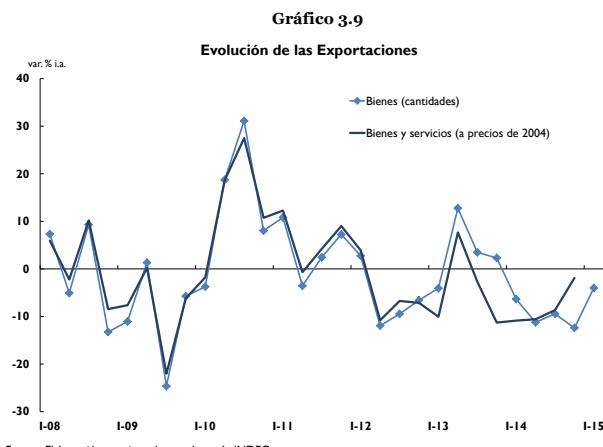


Por su parte, las ventas en supermercados en términos nominales y la facturación en los centros de compras redujeron su expansión en el primer trimestre del año a 31,2% i.a. y 28,6% i.a., respectivamente, en un marco de desaceleración de la variación interanual de los precios (ver gráfico 3.8). De manera contraria, producto de una fuerte suba en febrero, las ventas de electrodomésticos en términos nominales elevaron su ritmo de aumento a 31,7% i.a. en el primer bimestre de 2015.

Al observar los factores que afectan al consumo, se registró un incremento de los ingresos de las familias provenientes de las remuneraciones. Según el INDEC, el Índice de Salarios Nivel General creció en promedio 33% i.a. entre enero y marzo, semejante al aumento de 2014 de 32,8% i.a., pero con una dinámica de los precios inferior en la actualidad (ver sección 7).

A su vez se mantuvieron los instrumentos tendientes a incrementar el crédito de las familias. En este sentido, siguió en vigencia el límite al costo del crédito establecido por el BCRA en junio pasado, con tasas de interés máximas para préstamos a personas físicas, como los personales y prendarios automotores (ver sección 9). Paralelamente, el gobierno nacional extendió hasta el 15 de diciembre de 2015 el programa “Ahora 12”, vigente inicialmente hasta el inicio de marzo, para la compra de bienes y servicios en doce cuotas sin interés a través de tarjetas de crédito en los locales adheridos de todo el país. Adicionalmente, se incluyeron nuevos rubros, como colchones, anteojos recetados, libros y útiles escolares. Por otro lado, se incrementó el monto autorizado para el consumo financiado a través de la tarjeta Argentina a los jubilados y pensionados hasta \$30 mil, obteniendo además descuentos especiales en los valores de los productos y en los pasajes y paquetes turísticos a diferentes destinos del país.

La continuidad de las políticas públicas orientadas a los sectores más vulnerables también favoreció a los ingresos de los hogares (ver sección 4). En particular, con impacto en los indicadores del segundo trimestre, se destaca el aumento en marzo pasado de 18,26% de las jubilaciones y pensiones, en el marco de la aplicación de la ley de movilidad previsional. Adicionalmente, el Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROGRESAR) incrementó su valor en un 50% en abril último, a \$900 mensuales. Además, se elevó el ingreso tope del titular y su familia para acceder al subsidio, pasando de un salario mínimo, vital y móvil a tres. En tanto, tam-



<sup>18</sup> Ver Resolución General N°3770.

bién a partir de abril último, se comenzó a pagar el subsidio equivalente al gasto de dos garrafas de 10 kg por hogar por mes a los usuarios de bajos recursos que residan en zonas sin el servicio de gas natural por redes o que no se encuentren conectados a la red de distribución domiciliaria de gas.

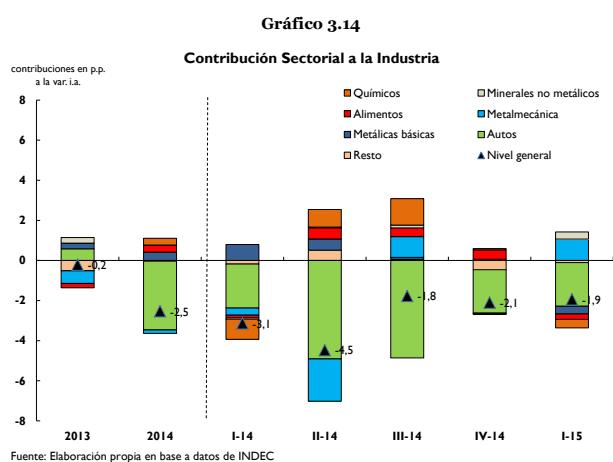
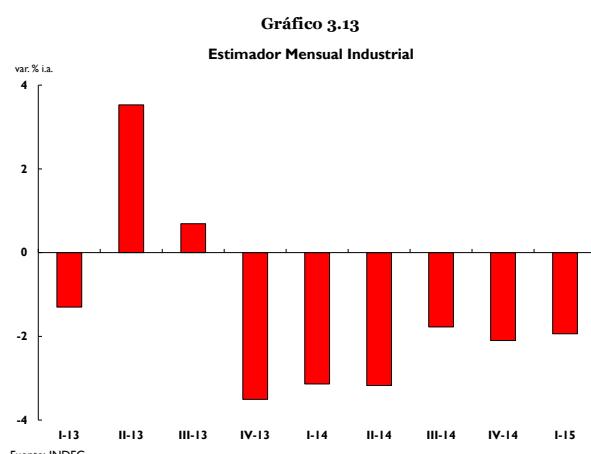
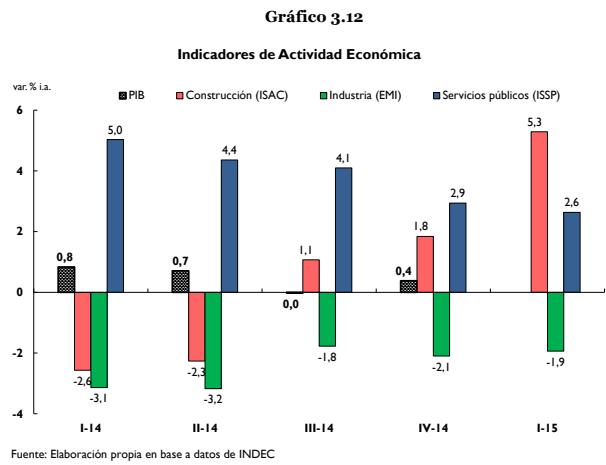
Se espera que también favorezca al consumo de las familias en los próximos meses el incremento de las deducciones del impuesto a las ganancias —retroactivo al primero de enero de 2015— para los trabajadores cuya remuneración o haber bruto mensual se ubicaba entre enero y agosto de 2013 entre 15 mil y 25 mil pesos<sup>18</sup>, y los resultados de las negociaciones salariales.

## Exportaciones

Las exportaciones de bienes y servicios a precios de 2004 recortaron la baja a 1,9% i.a. en el cuarto trimestre y acumularon una caída de 8,1% en 2014 (ver gráfico 3.9). Según la información de términos de intercambio del INDEC, la retracción de las cantidades exportadas de bienes en el trimestre (-15,9% i.a.) respondió fundamentalmente a las menores ventas al exterior de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) y, en menor medida, de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA). También exhibieron una baja los volúmenes exportados de combustibles y energía, pero en una cuantía inferior que en los períodos previos. En tanto, crecieron cerca de 20% i.a. los embarques de Productos Primarios (PP; ver gráfico 3.10).

Los datos para el primer trimestre de 2015 dan cuenta de un recorte en la disminución de las ventas de bienes al exterior a aproximadamente 4% i.a. Las cantidades exportadas de MOI volvieron a ser las principales determinantes de este comportamiento, con una caída de 16,9% i.a. entre enero y marzo de 2015, difundida entre los productos. Las cantidades vendidas de combustibles se redujeron 11,6% i.a. en el período, a partir de los menores despachos de petróleo crudo y de carburantes. A diferencia de los trimestres pasados, los volúmenes exportados de MOA se elevaron 6% i.a., dados los mayores envíos de pellets, grasas y aceites y frutas secas y procesadas. También crecieron los envíos de PP, con un aumento de 12,5% i.a., a partir de la suba en las exportaciones de cereales, semillas y frutos oleaginosos, hortalizas y legumbres (ver sección 5).

### 3.2 Oferta



En el último trimestre de 2014 la producción de bienes exhibió una variación de 0,3% i.a., a partir del crecimiento en el sector agropecuario y de la construcción, concluyendo el año con un nivel promedio de actividad semejante al de 2013 (ver gráfico 3.11). La provisión de servicios se mantuvo estable entre octubre y diciembre respecto de un año atrás (-0,1% i.a.), en un contexto de caída en el comercio y el transporte y de desaceleración de la intermediación financiera. Durante 2014 el sector se elevó 0,6%.

La información sectorial para el primer trimestre de 2015 señala un nuevo aumento del sector agropecuario y de la construcción. Por el contrario, la actividad industrial volvió a contraerse, en tanto que la provisión de servicios se mantuvo relativamente estable (ver gráfico 3.12).

#### Industria

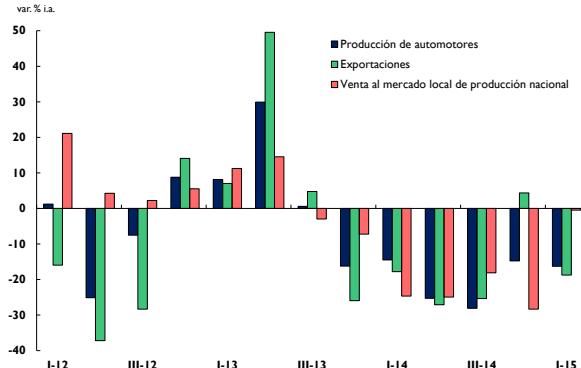
La actividad industrial, de acuerdo a Cuentas Nacionales, se redujo 1,9% i.a. en el cuarto trimestre de 2014 y 1,3% durante el año pasado.

El Estimador Mensual Industrial (EMI) señala que la actividad manufacturera disminuyó entre enero y marzo 1,9% i.a. (ver gráfico 3.13). En términos desestacionalizados el indicador registró una variación de -0,2%, tras reducirse 1,4% en el último cuarto de 2014.

El desempeño de la industria en el inicio de año siguió influenciado principalmente por el comportamiento del sector automotor (ver gráfico 3.14). La industria automotriz se redujo 16,3% i.a. y sustrajo 2,2 p.p. a la variación interanual del EMI (ver gráfico 3.15). Según se desprende de los datos suministrados por la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA), los menores niveles productivos —en torno a los 593 mil vehículos promedio en los últimos doce meses al primer trimestre—respondieron nuevamente a la disminución de la demanda externa y, en menor medida, de la interna (ver gráfico 3.16).

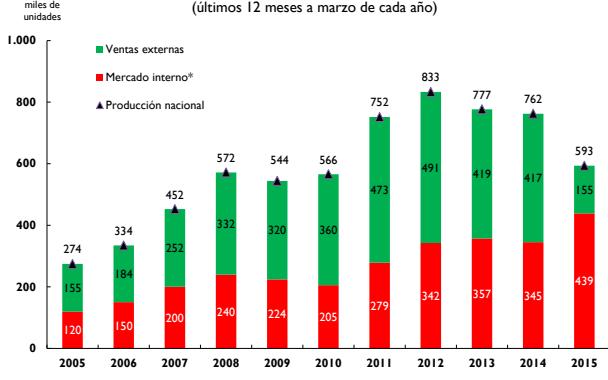
Las exportaciones disminuyeron 18,8% i.a. en el primer trimestre —a partir fundamentalmente de la merma en las compras desde Brasil (-30,2% i.a.)—. De este modo, el país vecino redujo su participación dentro de las exportaciones al 74% entre enero y marzo (vs. 88% en igual período de 2014 y 85% en

**Gráfico 3.15**  
Indicadores del Sector Automotor



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

**Gráfico 3.16**  
Producción y Ventas de Vehículos  
(últimos 12 meses a marzo de cada año)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ADEFA

todo 2014)<sup>19</sup>. La compra de autos nacionales en el mercado interno se retrajo 0,5% i.a.

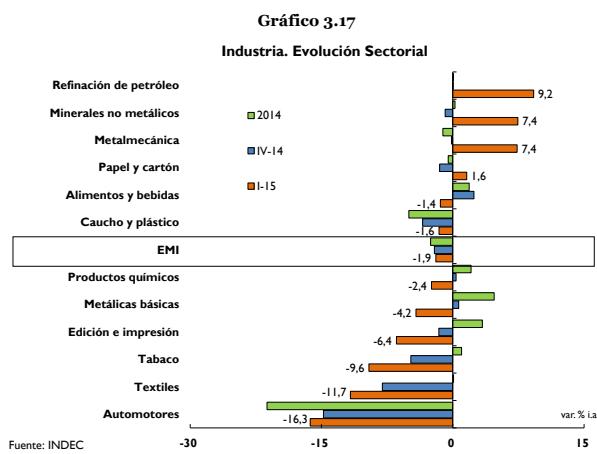
Revirtiendo su dinámica, la industria de metálicas básicas descendió 4,2% i.a. (-0,4 p.p.) en el trimestre, como consecuencia de la producción de acero crudo y de hierro primario (ver gráfico 3.17). También pasó a exhibir una caída la elaboración de sustancias y productos químicos (-2,4% i.a.; -0,4 p.p.). Este comportamiento fue generalizado dentro del bloque, siendo las bajas más pronunciadas las registradas por los agroquímicos, los químicos básicos, las materias primas plásticas y caucho sintético, y detergentes y productos de higiene personal. La industria alimenticia se contrajo 1,4% i.a. en el primer trimestre del año. Dentro del bloque fue negativo el desempeño de la elaboración de bebidas y de los lácteos, entre otros, mientras que creció la molienda de cereales y oleaginosas y la producción de carnes rojas y blancas. Continuaron con la tendencia negativa, la industria de caucho y plástico, los textiles, el sector de edición e impresión y el tabaco.

Dentro de los sectores que crecieron, la refinación de petróleo mostró un notorio repunte y acumuló una suba de 9,2% i.a. en los primeros tres meses de 2015. Si bien el aumento estuvo afectado por una baja base de comparación, también obedeció a una mayor disponibilidad de petróleo por parte de las refinerías en el marco de la política de importación de crudo liviano llevada a cabo por la Secretaría de Energía desde el año pasado (ver sección 5). También crecieron con fuerza la metalmeccánica y los minerales no metálicos (7,4% i.a. en ambos casos), con una alza generalizada al interior de este último (cemento, vidrio y resto de los materiales de construcción).

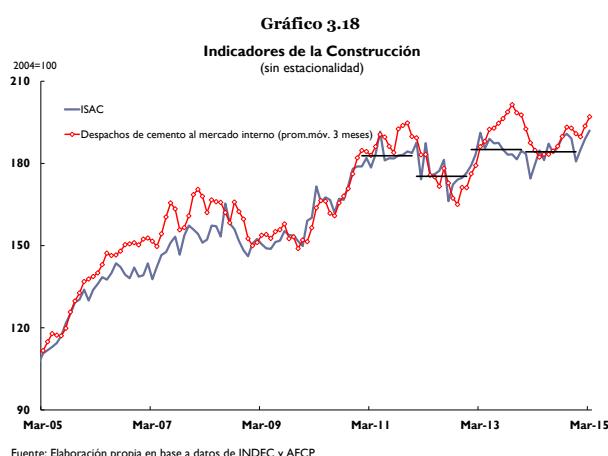
La Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) en la industria en general registró una variación interanual de -1 p.p. en el trimestre. De este modo, la UCI se ubicó en 66,2%, un mínimo desde igual período de 2003. Las mayores caídas se registraron en el sector automotor (-16,3 p.p.), en la producción de textiles (-13 p.p.) y en la edición e impresión (-6,4 p.p.).

## Construcción

La construcción mostró una nueva mejora en el cuarto trimestre, con un alza de 1,3% i.a. de acuerdo al PIB. De este modo, en 2014 el sector compensó en parte la merma del primer semestre y registró un ni-



<sup>19</sup> En marzo de 2015 se prorrogó el convenio bilateral entre Argentina y México para el sector automotor en el marco del Acuerdo de Complementación Económica (ACE) 55. Mediante el mismo se dispone un nuevo esquema de cupos para la comercialización de autos y autopartes con arancel cero entre ambos países.



vel de actividad promedio de un 0,7% inferior al del año anterior.

Según el ISAC, la actividad sectorial se mantuvo en aumento en los primeros tres meses de 2015, con una suba del indicador de 5,3% i.a. En tanto, los despachos de cemento al mercado interno se elevaron 7,2% i.a., alcanzando niveles máximos históricos para el período (ver gráfico 3.18).

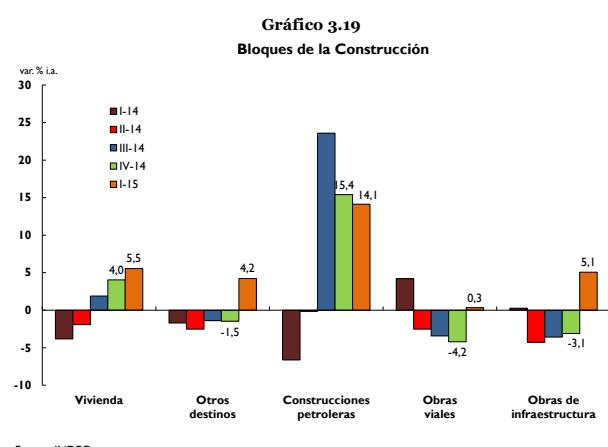
La dinámica favorable del sector respondió a una mejora extendida a los diversos bloques, si bien sobresalió —dada su contribución— el incremento de las construcciones fundamentalmente privadas (ver gráfico 3.19). En particular, la edificación de viviendas creció 5,5% i.a., mientras que las obras con destino comercial e industrial se elevaron 4,2% i.a. Las construcciones petroleras exhibieron un alto crecimiento, de 14,1% i.a. Las obras públicas revirtieron la baja de los tres meses previos, con un aumento de 0,3% i.a. de las viales y de 5,1% i.a. de las de infraestructura.

### Sector Agropecuario

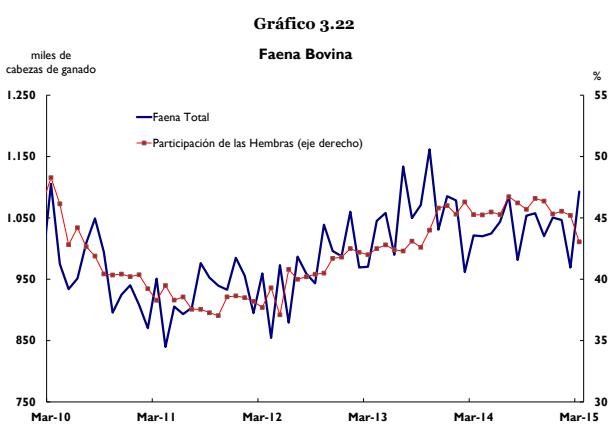
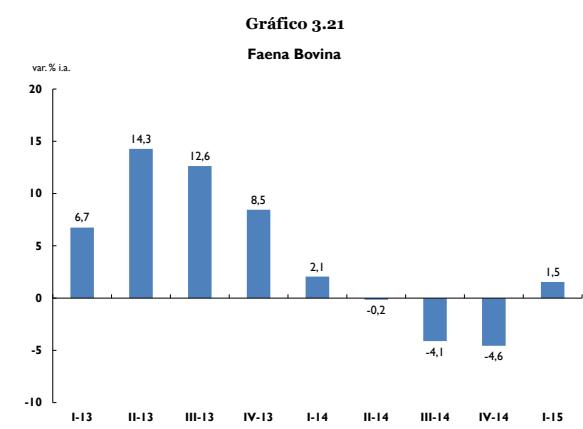
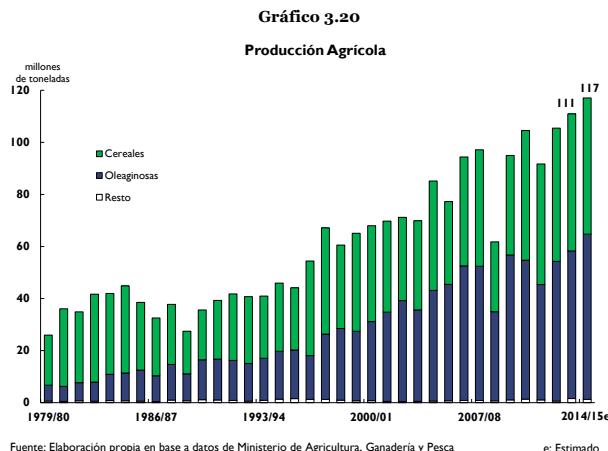
La actividad agropecuaria se incrementó 4,9% i.a. en el cuarto trimestre y acumuló una suba de 4,3% i.a. en 2014. El crecimiento del sector entre octubre y diciembre pasado fue producto del alza en la actividad agrícola. La producción pecuaria se mantuvo en baja, debido al desempeño de la faena bovina y de la producción de leche que compensaron al aumento de la actividad del sector aviar.

En el inicio de 2015 se observó una expansión de la agricultura vinculada a las tareas de la campaña 2014/15. Según el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca (MAGyP)<sup>20</sup>, el ciclo en curso se está consolidando como un nuevo récord de producción, al crecer 5,5% con respecto a la campaña previa y al alcanzar las 117 millones de toneladas (ver gráfico 3.20). La cosecha de trigo y de soja serían las principales responsables de este aumento.

En particular, la cosecha de trigo finalizó en 13,9 millones de toneladas —un 51,1% superior a la campaña pasada—, resultado de una suba de los rindes y del aumento de la superficie cultivada a 5,26 millones de hectáreas (+44,1%). En tanto, la cebada cervecera se redujo a 2,9 millones de toneladas (-38,4%), como consecuencia de una baja en la superficie y en los rendimientos.



<sup>20</sup> Informe Mensual del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca de abril de 2015.



Según el MAGyP la soja alcanzaría un máximo histórico de 59 millones de toneladas, con un incremento del área sembrada a 20 millones de hectáreas (+1,1%) y una suba de los rindes cercana a 9%. Por su parte, el maíz se reduciría a 30 millones de toneladas (-9,1% i.a.), con una superficie implantada de 5,4 millones de hectáreas (-11,8%).

La faena de ganado vacuno revirtió su comportamiento entre enero y marzo, con un incremento en la cantidad de cabezas faenadas de 1,5% i.a. (ver gráfico 3.21). Por lo pronto, se estabilizó la participación de las hembras en la faena, lo que sería beneficioso para el ciclo ganadero (ver gráfico 3.22). Favorecida por el alza en los pesos de los animales faenados, la producción de carne creció 4,4% i.a. en el período. El consumo en el mercado interno también mostró un aumento, al considerar las toneladas totales (2,6% i.a.) y el ratio por habitante (1,4% i.a.; a 60,9 kg. per cápita por año). Las cantidades exportadas crecieron nuevamente en el trimestre (+35,2% i.a.).

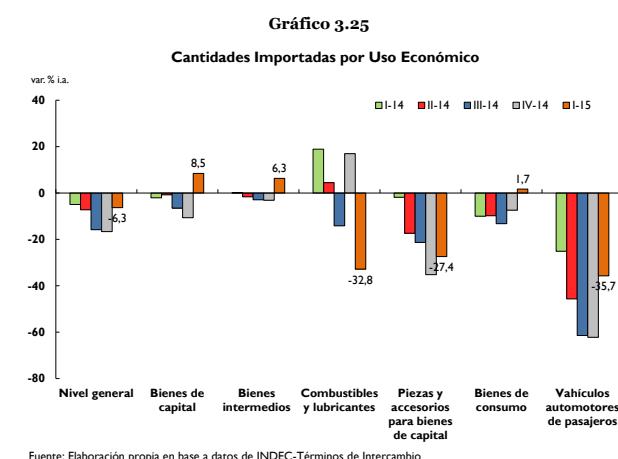
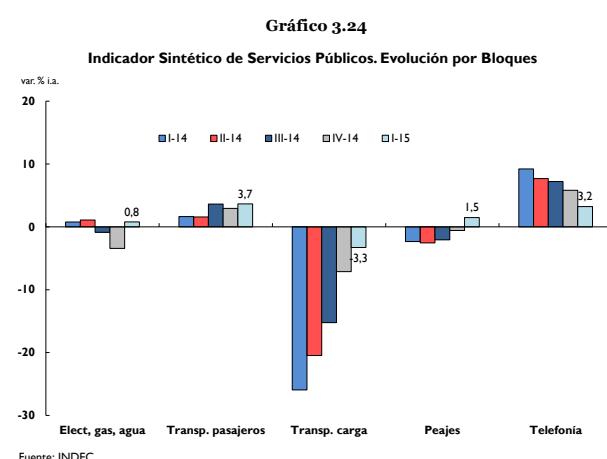
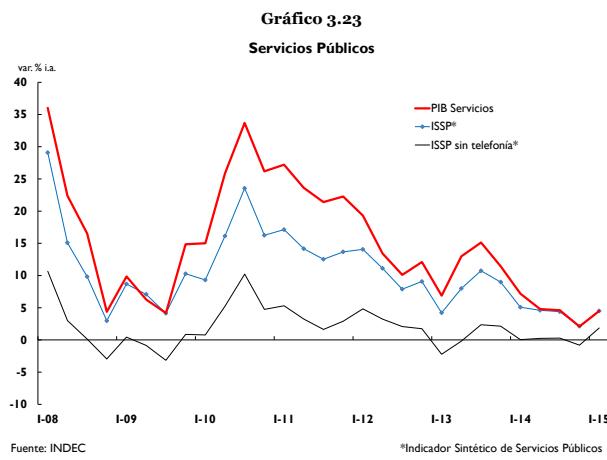
La faena de aves aumentó 7% i.a. entre enero y marzo, tras elevarse 3,6% i.a. en los tres meses previos. El consumo interno fue un factor de expansión —con un alza en torno a 14,1% i.a. y al promediar los 42 kg. por habitante por año—, al tiempo que las toneladas exportadas profundizaron la baja (-35,9% i.a.). Por su parte, la producción de leche habría disminuido nuevamente en el primer trimestre de 2015, con una merma del EMI sectorial de 2,8% i.a.

## Servicios

La provisión de servicios se mantuvo estable en términos interanuales en el último cuarto del año pasado —con una variación de -0,1% i.a.— y evidenció un avance de 0,6% en 2014. La trayectoria del sector en el trimestre estuvo influenciada por la caída del comercio y el transporte, acompañada con una desaceleración de la intermediación financiera.

En el primer trimestre 2015, el Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) se incrementó 2,6% i.a. entre enero y marzo, luego de elevarse 2,9% i.a. en el cuarto trimestre y 4,1% i.a. en 2014 (ver gráfico 3.23).

Dentro de los bloques del ISSP, la telefonía redujo nuevamente su ritmo de expansión, a 3,2% i.a., aunque se mantuvo como el principal impulsor de la actividad capturada por el índice (ver gráfico 3.24). El aumento obedeció al incremento en las llamadas



realizadas por telefonía celular. En tanto, se redujeron el envío de mensajes de texto y las llamadas realizadas por telefonía fija, tanto las nacionales urbanas e interurbanas como las internacionales.

El transporte de pasajeros se mantuvo en alza en el primer trimestre del año (3,7% i.a.), a partir del incremento en la aeronavegación comercial de cabotaje e internacional, mientras que los vehículos pasantes por las estaciones de peajes revirtieron su desempeño y crecieron 1,5% i.a. en el período.

El suministro de electricidad, gas y agua se elevó 0,8% i.a., por el mayor consumo de energía eléctrica y de agua potable, mientras que transporte de cargas fue el único bloque que descendió en el período (-3,3% i.a.).

Si bien este indicador no brinda información sobre el resto de los sectores comprendidos en el PIB, se deduce de algunos indicadores adelantados, como la evolución de los préstamos, depósitos y margen entre tasas activas y pasivas, que en el primer trimestre la intermediación financiera habría mantenido una dinámica semejante a la de los últimos tres meses de 2014<sup>21</sup>. De igual manera, a partir de la trayectoria exhibida por la facturación en centros de compra y supermercados y el desempeño de los volúmenes de exportaciones e importaciones, podría inferirse que el comercio minorista y mayorista no presentaron cambios significativos respecto del comportamiento de 2014.

## Importaciones

Según la información de cuentas nacionales, las importaciones de bienes y servicios a precios de 2004 se redujeron 19,1% i.a. entre octubre y diciembre y 12,6% en el promedio de 2014. La caída en el trimestre obedeció a una baja generalizada entre los diversos usos, a excepción de la cantidad importada de combustible y energía, que se incrementó 17% i.a. (ver gráfico 3.25).

A partir de la información de términos de intercambio, se desprende que las cantidades importadas de bienes redujeron su tasa de contracción a aproximadamente 6% i.a. entre enero y marzo de 2015, siendo heterogéneo el comportamiento a nivel desagregado. Fue negativo el desempeño de las adquisiciones al exterior de vehículos automotores de pasajeros

<sup>21</sup> Ver para mayor detalle las ediciones del Informe sobre Bancos y del Informe Monetario Mensual correspondientes al primer trimestre de 2015.

(-35,7% i.a.), de piezas y accesorios para bienes de capital (-27,4% i.a.) y de combustibles y lubricantes (-32,8% i.a.). En tanto, mostraron una suba las importaciones de bienes intermedios (6,3% i.a.), de bienes de capital (8,5% i.a.) y de bienes de consumo (1,7% i.a.; ver sección 5).

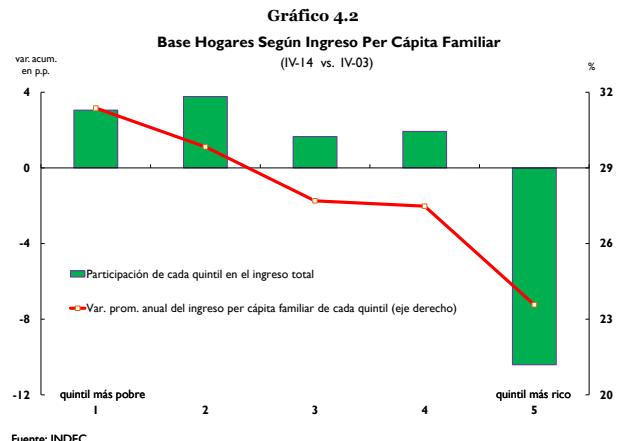
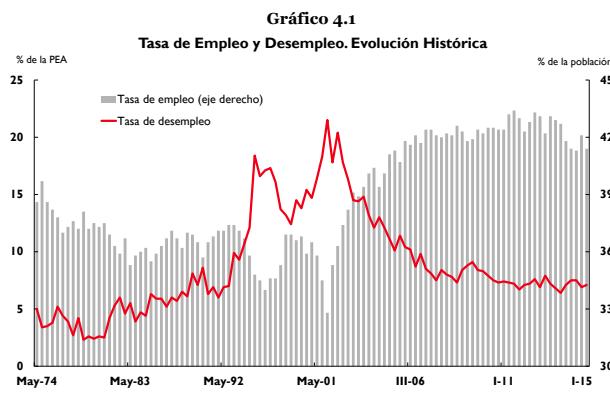
## 4 Condiciones Socio-económicas

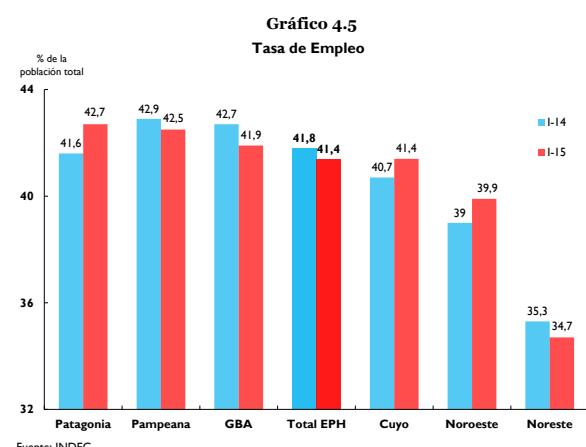
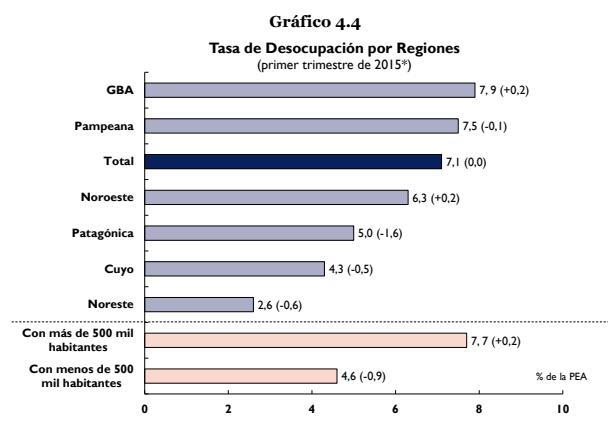
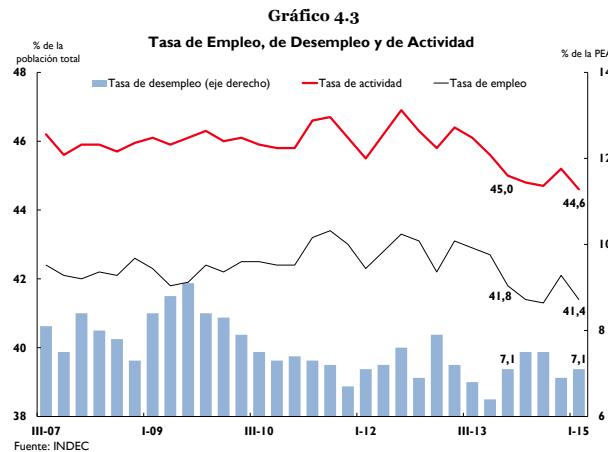
La tasa de desocupación se ubicó en 7,1% de la Población Económicamente Activa (PEA) en el primer trimestre de 2015, manteniéndose estable en relación a un año atrás. Tanto la tasa de empleo como la participación de la fuerza laboral se retrajeron en ese mismo lapso (-0,4 puntos porcentuales —p.p.— en cada caso), aunque presentaron comportamientos dispares en las distintas regiones del país.

La tasa de subocupación disminuyó 0,5 p.p. en términos interanuales (i.a.) hasta alcanzar el 7,6% de la PEA entre enero y marzo de este año, fundamentalmente como consecuencia del desempeño de la subocupación demandante. De esta manera, la tasa de desempleo abierto, que comprende a los desocupados y los ocupados de tiempo parcial que buscan activamente empleo, se situó en 12,2% de la PEA (-0,4 p.p. i.a.).

En el cuarto trimestre de 2014, la informalidad se elevó hasta el 34,3% de los asalariados (0,8 p.p. i.a.). Ello en un contexto en el que la generación de puestos de trabajo registrados moderó su ritmo de expansión. Los datos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) dieron cuenta de un incremento de la nómina de aportantes de 0,4% i.a. en el último trimestre de 2014, frente a una tasa de suba de 0,8% en el promedio de los nueve primeros meses del año. El menor crecimiento del empleo formal en el cuarto trimestre de 2014 se explicó por la reducción de los puestos en el sector privado, cuya plantilla registrada en el SIPA disminuyó 0,2% i.a., combinada con una menor creación de ocupación en el sector público, que pasó de 5,2% i.a. en el cuarto trimestre de 2013 a 2,6% i.a. un año después.

Los salarios nominales de la economía mantuvieron un alza interanual cercana a 33% en el primer trimestre, en un contexto en el que el cierre de las paritarias correspondientes al año en curso se dilató respecto de otros años. En ese marco, se implementaron nuevas medidas y se profundizaron las distintas políticas activas vigentes, con el fin de sostener el empleo, aumentar las transferencias públicas de recursos hacia los sectores económicos más vulnerables y garantizar la protección social. Entre estas se destaca la incorporación de 450 mil beneficiarios en el marco de la segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional iniciado en septiembre de 2014, que permitirá elevar la cobertura a un nivel récord cercano al 97% de la población objetivo. Además, se incrementó 50% el monto y se amplió la población asistida mediante el PROGRESAR, se otorgó la ayuda escolar anual a los beneficiarios de la AUH y se incorporó al programa SUMAR a los hombres de 20 a 64 años que carecen de obra social, entre otras.





## 4.1 Principales Indicadores del Mercado Laboral<sup>22</sup>

En el primer trimestre de 2015 la tasa de desocupación se ubicó en 7,1% de la Población Económicamente Activa (PEA), según la información disponible de la EPH que releva 31 aglomerados urbanos (ver gráfico 4.1). De este modo, dicha tasa se mantuvo en los mismos niveles del año anterior, en un marco en que se verificaron descensos en las tasas de actividad<sup>23</sup> y de empleo<sup>24</sup> (ver gráfico 4.3).

La evolución de la tasa de desocupación en el primer trimestre del año no ha sido homogénea a lo largo de todo el territorio nacional, siendo relativamente más favorable en aquellos aglomerados urbanos con menos de 500 mil habitantes. En particular, en el Gran Buenos Aires (GBA) el desempleo alcanzó el 7,9% de la PEA en el primer trimestre de 2015, con una suba de 0,2 puntos porcentuales (p.p.) respecto de un año atrás. En tanto, el interior del país presentó un desempeño dispar, destacándose avances en la región patagónica, donde la tasa de desempleo descendió 1,6 p.p. en términos interanuales (i.a.); la zona de Cuyo (-0,5 p.p. i.a.) y el Noreste (-0,6 p.p. i.a.; ver gráfico 4.4).

En la Patagonia y en Cuyo, la reducción de la desocupación se enmarcó en un contexto de aumento de la tasa de participación laboral (+0,5 y +0,6 p.p. i.a, respectivamente) inferior al alza del empleo. En efecto, esas dos regiones junto con la del Noroeste presentaron considerables alzas en la tasa de ocupación respecto de un año atrás (ver gráfico 4.5).

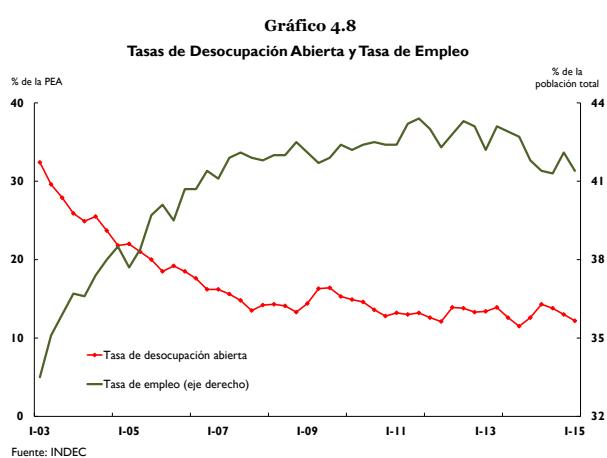
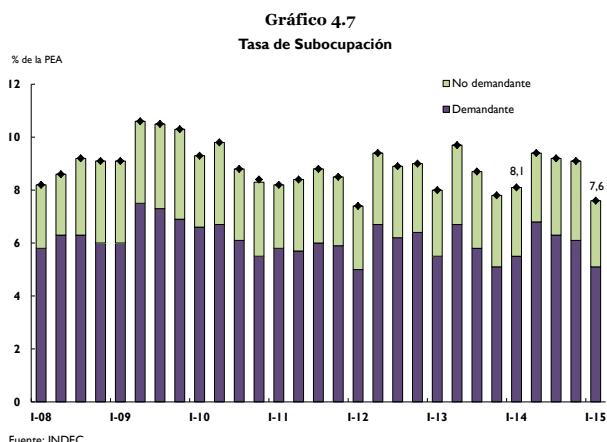
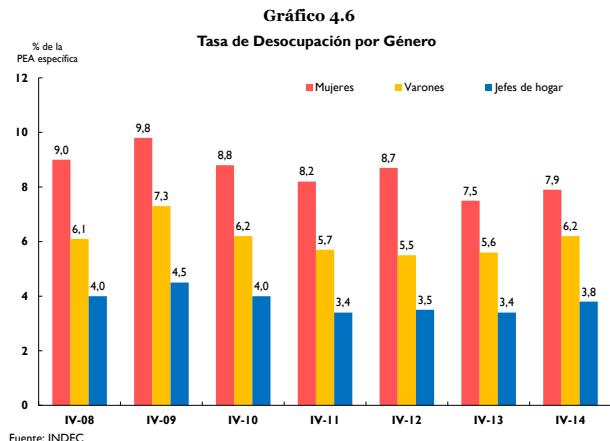
En cambio, en las principales ciudades del Noreste del país la mejora en la tasa de desocupación en el primer trimestre de 2015 respondió a una retracción de la fuerza laboral, ya que la tasa de empleo disminuyó. Del mismo modo, en el GBA, tanto la oferta como la demanda de trabajo se redujeron respecto de un año atrás, prevaleciendo el efecto de esta última.

En términos de género, los datos disponibles al cuarto trimestre de 2014 señalaron que la tasa de desocupación masculina se elevó en mayor cuantía

<sup>22</sup> Cabe señalar que a partir del cuarto trimestre de 2013 el INDEC comenzó un proceso de migración de los datos a fin de actualizar las estimaciones de la población de referencia de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) con el Censo Nacional de Población, Hogares y Vivienda (CNPBV) de 2010, que estaban basados en el CNPBV 2001. Hasta tanto no se difunda una serie estadística expresada en la misma base que permita comparar de manera homogénea los datos de un trimestre con el mismo período del año anterior, no es correcto analizar el desempeño del mercado de trabajo en términos de niveles.

<sup>23</sup> Cociente entre la PEA y la población total.

<sup>24</sup> Cociente entre la población ocupada y la población total.



que la femenina (+0,6 p.p. y +0,4 p.p., respectivamente) aunque esta última continuó siendo más elevada en términos absolutos (7,9% vs. 6,2% entre los hombres). Desde una perspectiva histórica, el desempleo en ambos segmentos permaneció en niveles relativamente bajos (ver gráfico 4.6). Entre los Jefes de hogar —es decir hombres o mujeres que son considerados como jefe por el resto de los miembros de la familia por razones de dependencia, parentesco, edad o autoridad— la tasa de desempleo se ubicó en 3,8% de la PEA específica de esa categoría, 0,4 puntos por encima de la observada un año atrás, cuando se registró el mínimo de la serie iniciada en 2004.

Cabe destacar que entre las mujeres, se observó una leve reducción de la desocupación de las más jóvenes —de hasta 29 años de edad— grupo etario que estructuralmente presenta el mayor desempleo. En el último trimestre de 2014, la tasa de desempleo juvenil femenina se ubicó en 16,1% (-0,1 p.p. i.a.) mientras que entre los jóvenes de sexo masculino la misma fue de 11,7% (+0,7 p.p. i.a.).

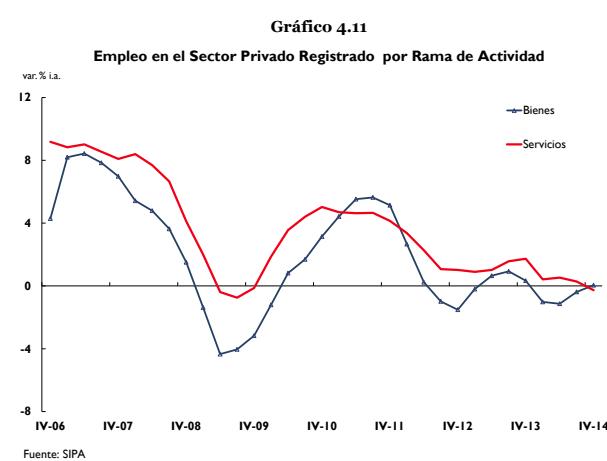
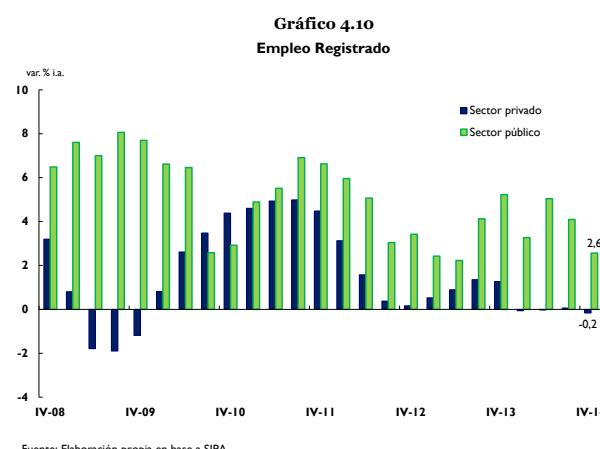
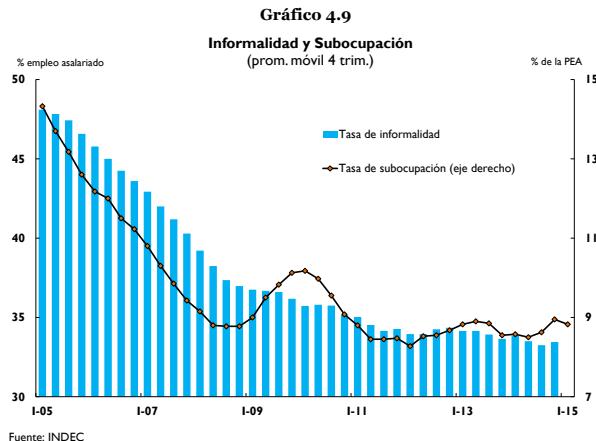
En cuanto a la calidad del trabajo, los datos correspondientes al primer trimestre del año dieron cuenta de una disminución de la tasa de subocupación, al pasar de 8,1% en el cuarto trimestre de 2014 a 7,6% un año después, el mínimo nivel junto con el primer trimestre de 2012. Dicho descenso fue producto de la retracción de la tasa de subocupación demandante<sup>25</sup> hasta 5,1% PEA (-0,4 p.p. i.a.), mientras que la tasa de subocupación no demandante<sup>26</sup> se situó en 2,5% (-0,1 p.p. i.a; ver gráfico 4.7).

De esta manera, la tasa de desocupación abierta, que comprende a la población con dificultades para conseguir empleo —desocupados y subocupados demandantes— se ubicó entre enero y marzo de 2015 en 12,2% de la PEA, por debajo de la registrada en igual período de 2014 (-0,4 p.p.) y cerca del mínimo registro histórico de 11,5% correspondiente al cuarto trimestre de 2013.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la tasa de desocupación abierta se estabilizó en torno al 13% desde 2011, al tiempo que la tasa de empleo registró una trayectoria declinante a partir de 2014, promediando 41,6% de la población en los últimos cuatro trimestres frente a un máximo histórico de 42,8% entre 2011 y 2012 (ver gráfico 4.8). Por su

<sup>25</sup> Cociente entre el número de subocupados que busca activamente empleo y la PEA.

<sup>26</sup> Cociente entre el número de subocupados que no busca empleo y la PEA.



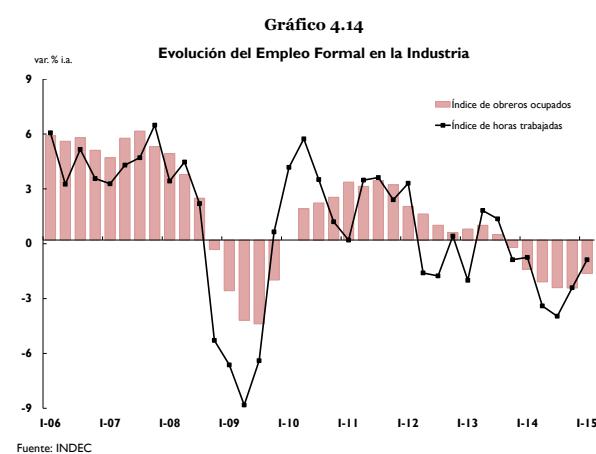
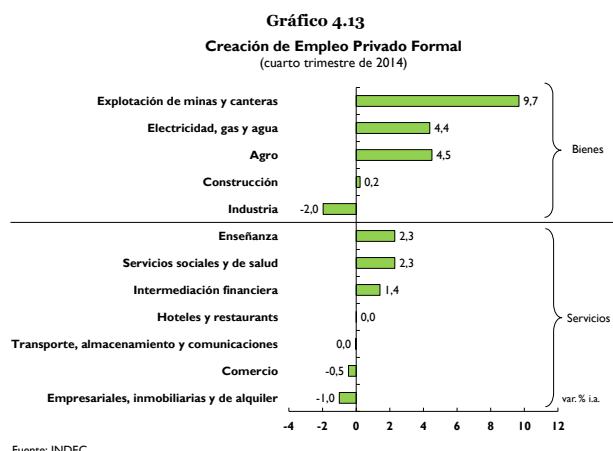
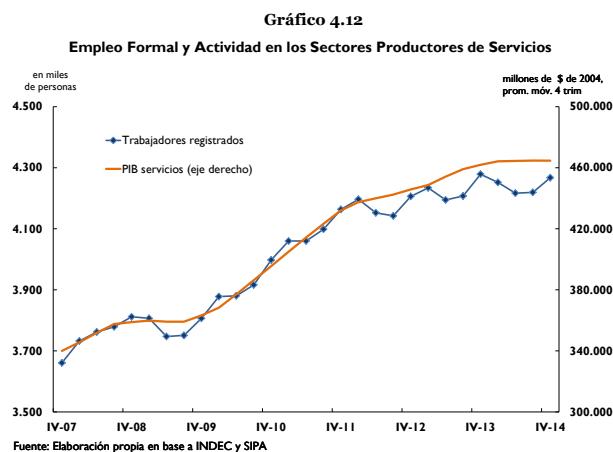
parte, si bien la informalidad laboral mostró un leve incremento en el margen, ubicándose en 34,3% del total de asalariados reportado por la EPH en el último trimestre de 2014 (+0,8 p.p. i.a.), en términos de tendencia la tasa de informalidad se situó entre los niveles más reducidos de la serie histórica disponible, en línea con la evolución de la subocupación y dando cuenta de los avances conseguidos en materia de calidad del empleo (ver gráfico 4.9).

Los últimos datos difundidos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) dieron cuenta de una desaceleración en la tasa de aumento del empleo registrado a lo largo de 2014, que se acentuó hacia el final del año. Tras crecer 2,0% i.a. en el último trimestre 2013, el ritmo de creación de puestos formales fue de 0,4% i.a. en el último cuarto de 2014. En dicha dinámica incidió en mayor medida el comportamiento del sector privado cuya plantilla registrada en el SIPA se redujo en 10.626 puestos en ese lapso (-0,2% i.a.) al tiempo que la ocupación en el sector público se elevó 2,6% i.a. entre octubre y diciembre, 2,7 p.p. por debajo del crecimiento evidenciado un año atrás (ver gráfico 4.10).

Dentro del empleo privado y diferenciando por sectores de actividad, en el último trimestre de 2014 los productores de bienes mantuvieron estable el nivel de dotación respecto de un año atrás, mientras que se redujo un 0,3% i.a. la ocupación formal en el conjunto de las ramas oferentes de servicios (ver gráficos 4.11). Dicho desempeño del empleo estuvo en línea con la evolución de la actividad sectorial (ver gráfico 4.12 y sección 4).

Hacia el interior del sector terciario, la creación de nuevos empleos registrados en el cuarto trimestre de 2014 fue superior en enseñanza (2,3% i.a.), servicios sociales y de salud (2,3% i.a.) y en intermediación financiera (1,4% i.a.), al tiempo que se verificó una disminución de este tipo de empleo en las actividades empresariales, inmobiliaria y de alquiler (-1,0% i.a.) y en comercio (-0,5% i.a.). Esta última caída tuvo la mayor incidencia, al reunir las ramas comerciales cerca del 27% de la nómina total de servicios.

Entre los productores de bienes, la industria manufacturera —que representa más de la mitad de la ocupación formal de este segmento y cerca del 20% de la ocupación registrada total— fue la única rama que redujo el número de trabajadores respecto de un año atrás (-2% i.a.), compensada casi en su totalidad por la creación de puestos en la minería (9,7%



i.a.), la electricidad, gas y agua (4,4% i.a.) y el sector agropecuario (4,5% i.a; ver gráfico 4.13).

En particular en el sector industrial, los resultados de la encuesta correspondientes al primer trimestre de 2015<sup>27</sup> indicaron una marginal mejora en la demanda de empleo. La cantidad de obreros ocupados en el sector registró en ese período una caída de 1,9% i.a., inferior a la merma observada durante el último trimestre de 2014 (-2,7% i.a.). Por su parte, la cantidad de horas trabajadas en el conjunto de las ramas manufactureras también recortó la merma observada en los trimestres previos, al disminuir 1,1% i.a. entre enero y marzo (ver gráfico 4.14).

Las encuestas privadas<sup>28</sup> realizadas a empleadores sobre la evolución de la demanda de personal anticipan una mejora de las contrataciones en los próximos meses. Según dicha fuente, la previsión de dotación de personal neta —que sustraer al porcentaje de encuestados que espera un aumento en las contrataciones el porcentaje que prevé disminuciones— se ubicó en 6 p.p., duplicando el guarismo del trimestre anterior (ver gráfico 4.15). A nivel sectorial, los planes de contratación más optimistas fueron reportados por los sectores de construcción y minería, donde la expectativa neta se ubicó por encima de 10 p.p., en ambos casos. Las previsiones más cautivas se observaron en los sectores de agricultura y pesca, transporte y servicios públicos y comercio.

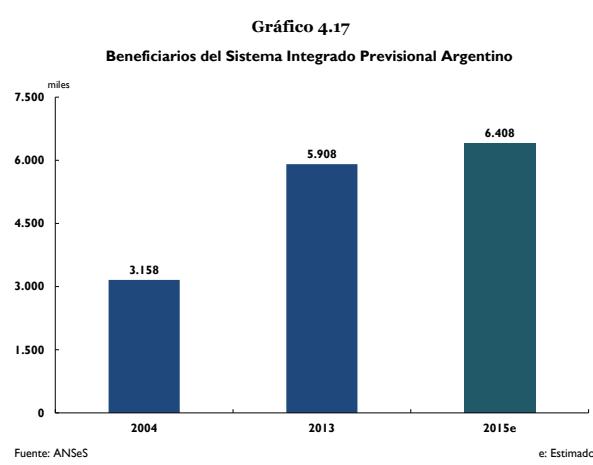
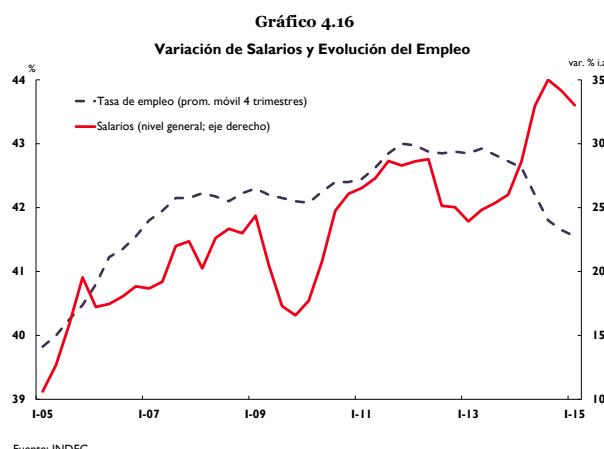
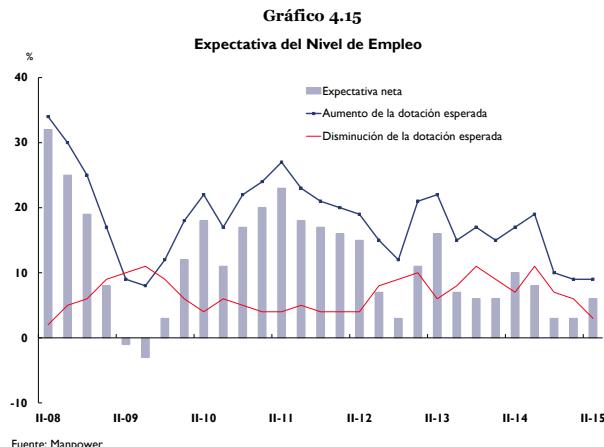
## 4.2 Ingresos

La masa salarial permaneció prácticamente estable en el comienzo de 2015, favorecida por las políticas de ingresos destinadas a los sectores de menores recursos y las medidas tendientes a sostener el nivel de empleo, en un contexto en el que se mantuvo el ritmo de suba interanual de las remuneraciones y aminoró el ascenso de los precios (ver gráfico 4.16).

Los salarios nominales de la economía, medidos a través el Índice de Salarios del INDEC, subieron en marzo 32,7% i.a. (-1,0 p.p. por debajo de la tasa observada a fines de 2014). En tanto, los indicadores de precios minoristas exhibieron tasas de au-

<sup>27</sup> La encuesta industrial llevada a cabo por el INDEC recopila información acerca del empleo y los salarios industriales a nivel nacional, en una muestra de más de 3.000 locales seleccionados a partir del Censo Nacional Económico. Considera como ocupado al personal mensualizado en relación de dependencia o con contrato a término.

<sup>28</sup> Manpower: encuesta de expectativas de empleo realizada a una muestra representativa de más de 800 empleadores de todo el país a los que se les preguntó si preveían modificaciones en el nivel de empleo de su empresa en el trimestre que termina en junio de 2015 en comparación con el trimestre inmediato anterior.



mento interanual considerablemente inferiores a las observadas durante 2014 (ver sección 7).

En lo que respecta a las políticas de ingresos, se destaca en este primer tramo del año la expansión de la masa de beneficios previsionales, tanto por la extensión de la cobertura como por la actualización de los haberes<sup>29</sup>. En efecto, el 7 de abril pasado se entregó el beneficio número 450 mil correspondiente a la segunda fase del Plan de Inclusión Previsional<sup>30</sup>, vigente hasta el 6 de septiembre de 2016. De esta manera, se espera alcanzar un récord de inclusión en términos históricos e internacionales del 97% de las personas en condiciones de jubilarse, tras el 93,8% contabilizado luego de la implementación, a partir de septiembre de 2004, de la primera etapa dicho plan (ver gráficos 4.17 y 4.18).

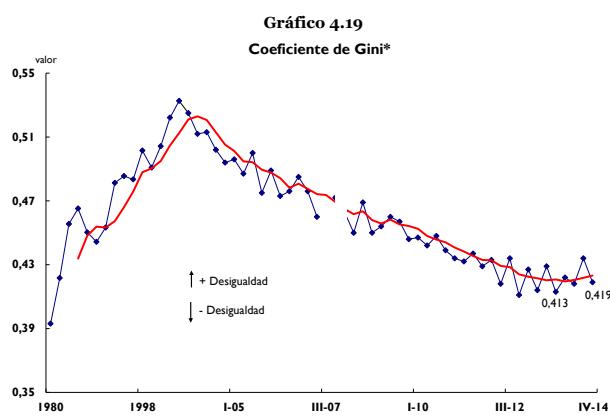
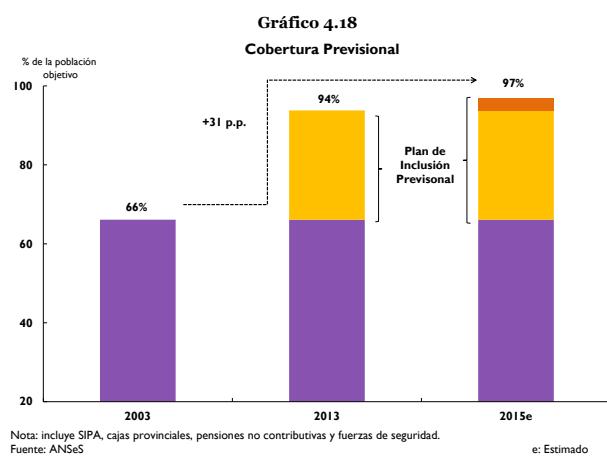
Adicionalmente, se dieron a conocer una serie de iniciativas destinadas a mejorar el poder adquisitivo de ciertos sectores de la población y garantizar la protección social. Entre ellas se destaca la extensión de la ayuda a los jóvenes a los que se asiste mediante el programa PROGRESAR<sup>31</sup>. El monto mensual de dicha asistencia se incrementó un 50% hasta \$900 a partir de abril. Complementariamente, se simplificaron algunos requisitos de regularidad escolar y de salud para los inscriptos, se triplicó el tope del requisito económico por familia o titular hasta un máximo de \$14.148 mensuales, y se estableció que todos los jóvenes cuyas madres trabajen como empleadas domésticas tienen derecho a acceder al programa. Se estima que estas medidas permitirán ampliar la asistencia hasta 1,2 millones de jóvenes desde los 570 mil asistidos en marzo.

Asimismo se dispuso que, a partir de abril, los beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo (AUH) comiencen a percibir también la ayuda escolar anual que la ANSeS abona habitualmente a chicos cuyos padres son trabajadores formales con salarios inferiores a \$15.000 cada uno o \$30.000 el matrimonio. De esta manera, unos 2,7 millones de niños y adolescentes que tenían registrada la escolaridad ante la ANSeS y son beneficiarios de la AUH, percibieron \$700 de ayuda escolar en forma

<sup>29</sup> En marzo de 2015 el aumento de las jubilaciones y pensiones alcanzó el 18,26% representando el máximo registro de los 13 otorgados en el marco de la ley de movilidad previsional vigente desde 2009.

<sup>30</sup> Ley N° 26970 promulgada el 10 de septiembre de 2014 mediante el Decreto N° 1556 del Poder Ejecutivo Nacional.

<sup>31</sup> Destinado a jóvenes nativos o naturalizados de entre 18 y 24 años, que estudian en instituciones de gestión pública y se encuentran desocupados o trabajando informalmente, o bien en la economía formal y sus ingresos o los del grupo familiar no supera el salario mínimo vital y móvil. Se implementa mediante una ayuda económica para que puedan iniciar, retomar o sostener sus estudios en cualquier nivel educativo.



automática. Previamente, en marzo, el monto había sido elevado un 37,25%.

Por otro lado, se reglamentó el programa HOGAR que reemplaza al anterior sistema de garrafa social y otorga un subsidio directo a los usuarios través de una transferencia monetaria vía ANSeS, por un monto equivalente al de dos garrafas de 10 kg. por mes. De esta forma, se beneficiará a unos 2,5 millones de hogares, por unos \$3 mil millones.

A fin de garantizar el acceso a la salud a más de 14 millones de personas que no cuentan con obra social, se incorporaron al Programa SUMAR a los hombres de entre 20 y 64 años. Cabe recordar que dicho programa se adicionó al Plan Nacer en 2012, permitiendo primero el acceso a niños y adolescentes de 6 a 19 años y a mujeres de 20 a 64 años. Su objetivo es fortalecer la atención primaria y prevenir enfermedades crónicas no transmisibles.

Los trabajadores registrados cuyos ingresos mensuales devengados entre enero y agosto de 2013<sup>32</sup> se ubicaron entre \$15.000 y \$25.000, verán incrementado su salario de bolsillo por un monto estimado en torno al 5% del ingreso mensual, con retroactividad al 1º de enero de 2015, al disponerse una rebaja en el impuesto a las ganancias que devengan estos contribuyentes. Las devoluciones del impuesto pagado entre enero y abril, se efectuarán en cinco cuotas fijas entre junio y octubre de este año. Además se estableció una modificación en las deducciones a dicho tributo, que se harán efectivas en los sueldos de mayo.

El conjunto de políticas públicas orientadas a apuntalar los ingresos de los sectores más vulnerables, permitieron sostener los avances conseguidas en materia de distribución del ingreso a lo largo de la última década, característica compartida con otros países de la región (ver apartado 2). El coeficiente de Gini<sup>33</sup> permaneció en el entorno de su nivel mínimo histórico, al ubicarse en 0,419 en el cuarto trimestre de 2014, mostrando una tendencia prácticamente estable desde fines de 2012 (ver gráfico 4.19).

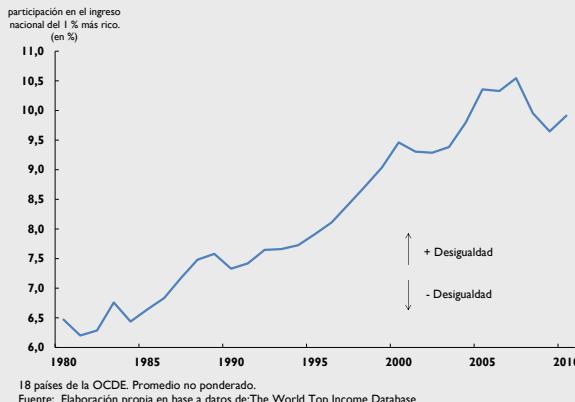
<sup>32</sup> Resolución General 3770 de la AFIP.

<sup>33</sup> El coeficiente de Gini es una medida de distribución del ingreso. Es igual a cero si todas las unidades reciben lo mismo y se approxima a uno al incrementarse la desigualdad de la distribución. Corresponde al ingreso per cápita del grupo familiar.

## Apartado 2 / La Evolución Reciente de la Distribución del Ingreso en América Latina

La distribución del ingreso está nuevamente en el centro del debate de la economía política. Esta problemática, recurrente en los países en desarrollo, pasó a ser también relevante en los países avanzados: en el curso de los últimos treinta años se observó una mayor concentración del ingreso<sup>34</sup> (ver gráfico 1).

**Gráfico 1 | Evolución de la Distribución del Ingreso en los Países Avanzados**



Por el contrario, y a diferencia de lo que ha caracterizado a su historia, América latina ha mostrado grandes avances en materia distributiva a lo largo de la última década. Esto se ve replicado en la evolución favorable de todas las medidas de equidad usualmente utilizadas en la literatura<sup>35</sup> (ver gráfico 2).

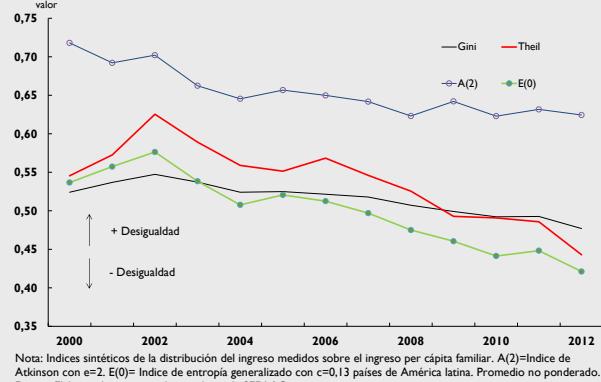
Por lo general, los episodios de crisis están asociados a fuertes redistribuciones regresivas del ingreso motivadas por alzas en el desempleo. En este marco, es interesante notar la elevada desigualdad en la distribución del ingreso en la región a comienzos de la década pasada, en coincidencia con las bruscas caídas del Producto registrado en varios países. La posterior recuperación económica generalizada marcó el inicio de una fase de reducción continua de la desigualdad, tal como señalan los distintos indicadores utilizados para evaluar diversas características de la distribución<sup>36</sup>.

<sup>34</sup> Sobre este punto Piketty (“El capital en el siglo XXI”, 2013) alerta sobre las consecuencias socio-económicas negativas de la tendencia a una mayor desigualdad de ingresos.

<sup>35</sup> Específicamente se sigue la evolución del coeficiente de Gini, del índice de Theil, del índice de Atkinson (A) y del índice de Entropía generalizado (E).

<sup>36</sup> Los 4 índices utilizados cumplen con la propiedad “Dalton-Pigou”, la cual establece que el indicador debe mostrar una mejora en la distribución del ingreso cuando se realiza una transferencia monetaria de un individuo más rico a otro más

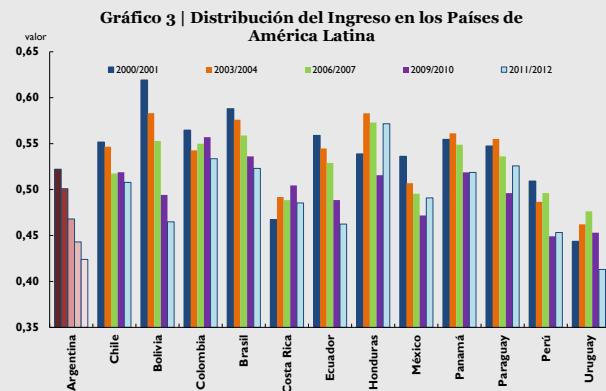
**Gráfico 2 | Evolución Reciente de la Distribución del Ingreso en América Latina**



Al interior de la región, si bien se observan diferencias en cuanto a niveles de partida y mejoras relativas logradas, la tendencia hacia una menor desigualdad de ingresos es compartida por la mayoría de los países<sup>37</sup>. Del análisis de la evolución del índice de Gini surge que la generalidad de los países presentaban a comienzos de la década actual distribuciones del ingreso más igualitarias que a principios de los años 2000. En algunos de ellos, la evolución fue oscilante y la mejora final relativamente reducida, mientras que en otros el proceso fue ininterrumpido y con mejoras importantes; esto a pesar de que el período bajo análisis fue atravesado por la crisis internacional. En este último grupo se destacan Bolivia, Argentina y Ecuador, con reducciones porcentuales en el valor del índice de 24,9%, 18,8% y 17,3%, respectivamente para el período comprendido entre los años 2000 y 2012. En cuanto a niveles, cabe destacar a Argentina y Uruguay como los dos países con menor coeficiente de Gini al final del período (ver gráfico 3).

pobre. Difieren, sin embargo, en la dimensión que observan de esa transferencia monetaria. El índice de Gini pondera a las transferencias en función de la distancia entre las posiciones que ambos individuos tienen en la distribución original, independientemente de la brecha de ingresos entre ellos. Esto último es capturado por los índices de Theil y de Entropía generalizado, ya que son sensibles a las diferencias proporcionales de ingresos entre las personas. Por su parte, el índice de Atkinson con un parámetro de aversión a la desigualdad elevado (usualmente se considera a 2 como elevado), le asigna mayor ponderación al cambio en el ingreso experimentado por los individuos más pobres de la sociedad.

<sup>37</sup> Se analizó en base a la muestra de países de los que se obtuvieron datos. Ellos son: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Honduras, México, Panamá, Paraguay, Perú y Uruguay.



Nota: Desigualdad medida por el Índice de Gini sobre el ingreso per cápita familiar. Un menor valor del índice refleja una mejoría en la distribución del ingreso.  
Fuente: SEDLAC

A la hora de identificar los principales determinantes que impulsaron la caída de la desigualdad en los ingresos en América latina, al ya mencionado ciclo de expansión económica cabría adicionar las políticas fiscales y laborales y ciertos mecanismos de mercado que favorecieron en mayor medida a los individuos con menores ingresos.

Si bien la mayoría de las economías de la región enfrentaron un escenario internacional favorable, dado el elevado nivel de precios de los productos primarios y la abundante liquidez, difícilmente estos factores expliquen por sí solos los resultados alcanzados. El alza en el precio de las materias primas tiene un efecto directo ambiguo sobre la desigualdad en la distribución del ingreso, ya que depende fundamentalmente de la propiedad de dichos recursos. Además, no han faltado ocasiones en las que el ingreso masivo de capitales desembocó en importantes crisis financieras, donde los desprotegidos fueron quienes tuvieron bajos ingresos<sup>38</sup>.

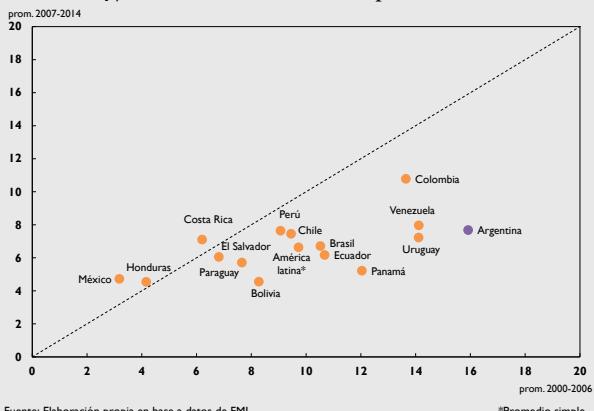
La contribución del contexto internacional más destacada parece haber sido la relajación de la restricción externa y la ampliación de los márgenes de maniobra de la política económica<sup>39</sup>. En este sentido, debe hacerse referencia al manejo macroeconómico general que llevaron a cabo las administraciones nacionales. La acumulación de reservas internacionales, la reducción de la carga de la deuda externa y la inexistencia de crisis fiscales y cambiarias severas han dotado a las autoridades de un mayor grado de libertad para perseguir objetivos de política interna, entre ellos, la disminución en los niveles de desigualdad.

<sup>38</sup> Frenkel, R. "Globalization and financial crisis in Latin America", Revista de la CEPAL #80, Agosto de 2003.

<sup>39</sup> Cornia, G. "Inequality trends and their determinants. Latin America over 1990-2010", Unu-Wider Working Paper # 2012-09, Enero de 2012.

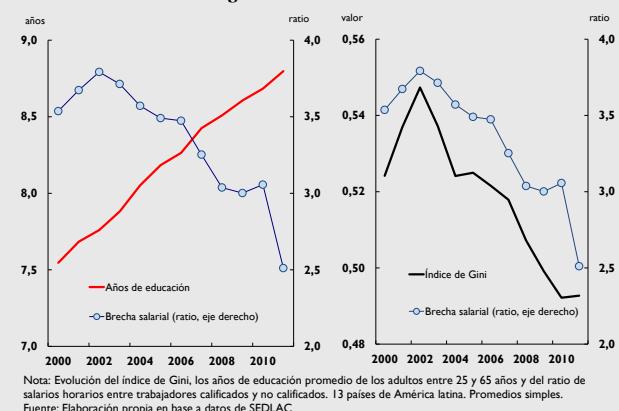
La combinación de un escenario global promisorio y de las políticas macroeconómicas implementadas resultó en un prolongado proceso de crecimiento económico y una fuerte baja de las tasas de desempleo, lo cual tuvo un doble impacto sobre la desigualdad al aumentar el número de personas que comenzaron a percibir ingresos por su trabajo a la vez que fueron ganando poder de negociación (ver gráfico 4).

Gráfico 4 | Evolución de la Tasa de Desempleo en América Latina



Asimismo, entre 2000-2011 varios países de la región experimentaron una reducción de la brecha de ingresos entre los trabajadores calificados y no calificados<sup>40</sup>, siendo este diferencial uno de los determinantes principales de la distribución de los ingresos laborales<sup>41</sup> (ver gráfico 5).

Gráfico 5 | Años de Educación, Brecha Salarial y Distribución del Ingreso en América Latina



Factores tanto de oferta como de demanda incidieron en la disminución de esta brecha. En primer lugar, hubo un incremento ininterrumpido de la

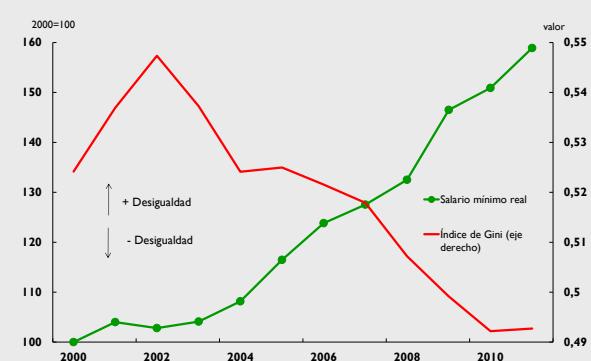
<sup>40</sup> Esta brecha se calcula usualmente como el ratio entre el salario horario promedio de los trabajadores con estudios universitarios incompletos como mínimo, y el salario horario promedio de los trabajadores con estudios secundarios incompletos como máximo. Para evitar sesgos derivados de la dinámica en los primeros años del mercado laboral y la brecha de género, se restringe la muestra a trabajadores hombres de 25 a 65 años.

<sup>41</sup> Atkinson, A., Bourguignon, F., "Handbook of income distribution", Editorial Elsevier, 2000.

oferta de trabajadores calificados. Esto pudo ser motorizado, en parte, por el aumento del gasto público en educación que permitió el acceso de nuevas franjas de la población a una formación profesional. En segundo lugar, hubo un incremento en la demanda de trabajadores no calificados.

En paralelo, las autoridades económicas tomaron acciones concretas para favorecer la creación de empleo y las condiciones laborales. Por un lado se destacan la reapertura de las negociaciones colectivas de trabajo y la mejora persistente del salario mínimo. El uso activo de este último instrumento permitió un fuerte efecto de compresión salarial, lo que en definitiva, contribuyó a la caída de la desigualdad (ver gráfico 6).

Gráfico 6 | Salario Mínimo y Distribución del Ingreso\*



\*13 países de América Latina. Promedio simple.  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y SEDLAC

Por otro lado, cabe mencionar las acciones fiscales directas y la provisión de servicios educativos y de salud. Según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)<sup>42</sup> al comparar el valor que toma el coeficiente de Gini luego de computar el efecto de dichas políticas —es decir a partir del ingreso disponible extendido— se observa una caída de 9 puntos en el índice en relación al cálculo original sobre el ingreso de mercado<sup>43</sup>. Dos terceras partes de esta reducción se atribuyen a la provisión pública de gastos en especie, mientras que las transferencias directas y los impuestos a la renta aportan los 3 puntos restantes (ver gráfico 7).

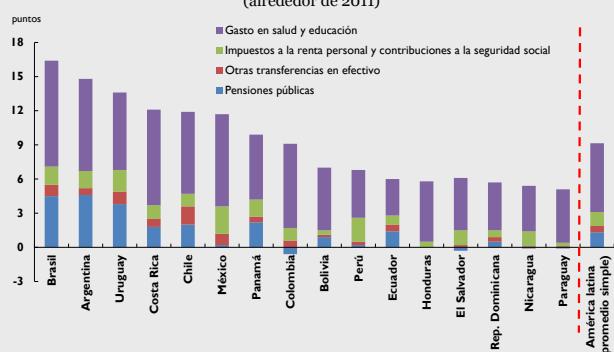
Si bien el gasto en salud y en educación contribuyó en mayor medida a la mejora en la distribución del

<sup>42</sup> “Panorama fiscal de América Latina y el Caribe: Dilemas y espacios de políticas”, Marzo de 2015. <http://www.cepal.org/es/publicaciones/37747-panorama-fiscal-de-america-latina-y-el-caribe-2015-dilemas-y-espacios-de>

<sup>43</sup> El ingreso de mercado es aquel que resulta de la retribución a los factores y las transferencias privadas. El ingreso disponible es igual al ingreso de mercado más las transferencias directas públicas menos los impuestos a la renta personal. Por último, cuando se agregan a este último las transferencias en especie (gasto en educación, salud, y demás erogaciones indirectas), se obtiene el ingreso disponible extendido (CEPAL, 2015).

ingreso, en la última década también se observó un uso más intensivo de otras herramientas de política social. Por un lado, se extendieron a lo largo de toda la región los programas de transferencias monetarias condicionadas: esquemas que se basan en la asignación de montos fijos de recursos a los hogares más vulnerables a cambio del cumplimiento de metas relativas a la educación, la salud y la alimentación de los hijos.

Gráfico 7 | Reducción de la Desigualdad según Instrumentos de la Política Fiscal  
(alrededor de 2011)

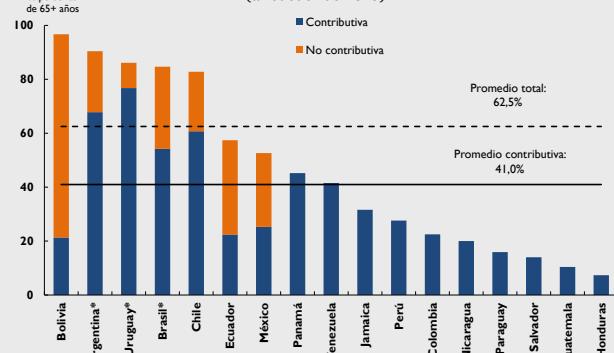


Nota: La reducción surge de la resta entre los valores alcanzados por el índice de Gini computado tanto a partir del ingreso de mercado como a partir del ingreso disponible luego de la intervención fiscal.

Fuente: Panorama fiscal de América Latina y el Caribe 2015 (CEPAL, 2015)

Por otra parte, cobraron notoriedad los programas de pensiones no contributivas<sup>44</sup> que tuvieron como objetivo ampliar la cobertura previsional de la población adulta (ver gráfico 8).

Gráfico 8 | Cobertura Previsional América Latina  
(alrededor de 2010)



\*La división entre pensiones contributivas y no contributivas se obtuvo dividiendo el número de beneficiarios por el número de adultos mayores de 65 años. Los promedios regionales están ponderados por la población de cada país.

Fuente: BID

En este sentido, cabe destacar el desempeño de Bolivia, Uruguay y Argentina, países que se encuentran con niveles de cobertura superiores a la media regional. En el caso de nuestro país, se implementaron sucesivas medidas que permitieron incluir en el esquema previsional cerca de 97% de la población de referencia, siendo el objetivo final propuesto a partir de la segunda etapa del Plan de

<sup>44</sup> Las prestaciones contributivas exigen un mínimo de aportes y de edad para tener derecho a la prestación. Las prestaciones no contributivas o asistenciales son aquellas que no requieren de aportes previsionales y/o de edad mínima para su otorgamiento.

Inclusión Previsional alcanzar una cobertura universal<sup>45</sup>.

En resumen, América latina ha tenido a lo largo de su historia como característica saliente la elevada desigualdad en la distribución de los ingresos. En la última década parece haberse revertido una tendencia alcista que llevaba cerca de 30 años. Más allá de los esfuerzos realizados y de los logros conseguidos, existe aún mucho margen de mejora a partir de un uso más intensivo, pero también más eficiente, de los instrumentos de política disponibles a tales fines<sup>46</sup>. En este sentido, avanzar hacia una mayor y mejor provisión de servicios educativos es una de las mejores formas para construir una sociedad más equitativa y con mayores posibilidades de desarrollo.

---

<sup>45</sup> Para mayor detalle ver **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** de Febrero 2014.

<sup>46</sup> Según CEPAL, mientras que la política fiscal en América latina genera una reducción de 9 puntos en el índice de Gini, el uso de los mismos instrumentos provoca una caída de 23 puntos en las economías avanzadas. Particularmente el organismo destaca que las estructuras tributarias de la región guardan todavía elevados niveles de regresividad en comparación con las de los países desarrollados.

## 5 Sector Externo

Los flujos de comercio exterior de Argentina continuaron reduciéndose. Sin embargo, a partir de este año la evolución de los precios tuvo una mayor incidencia en la contracción de estos flujos a diferencia de lo sucedido en 2014 cuando la disminución se originó principalmente por la caída de los volúmenes.

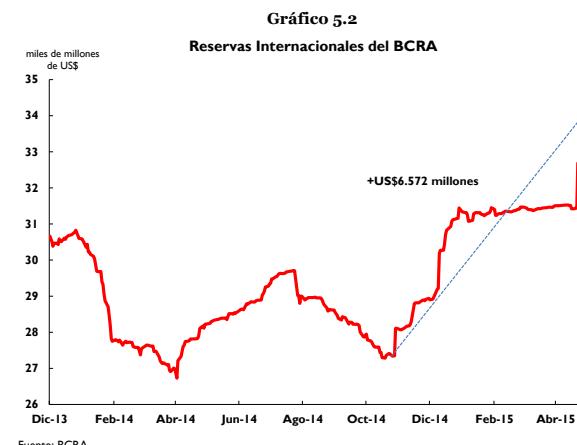
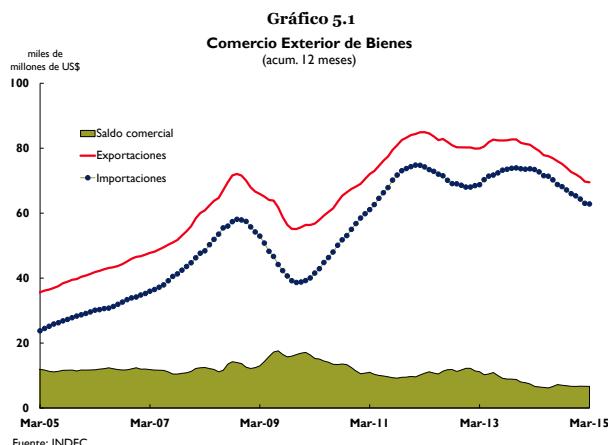
Las exportaciones acumularon en el primer trimestre de 2015 US\$13.395 millones, lo que implicó una variación de -15,6% interanual —i.a.—, reflejando en mayor medida la retracción de los precios internacionales. La merma en los valores exportados de combustibles y energía y de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) incidió mayormente en el comportamiento a nivel agregado. La evolución de la cotización del petróleo en los mercados globales incidió fundamentalmente sobre los combustibles, mientras que en las MOI fue determinante el debilitamiento de la demanda externa desde Brasil: ésta afectó principalmente al sector automotriz.

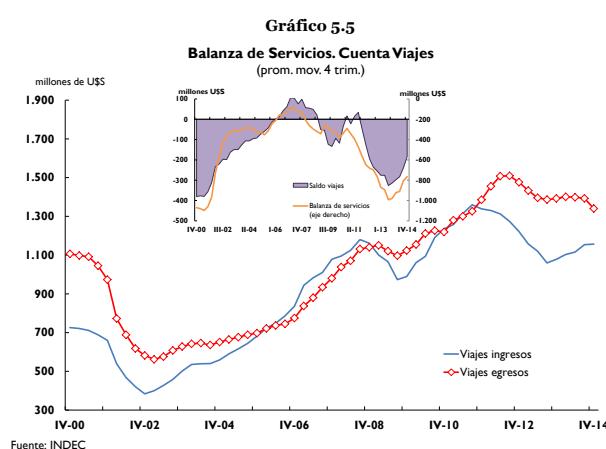
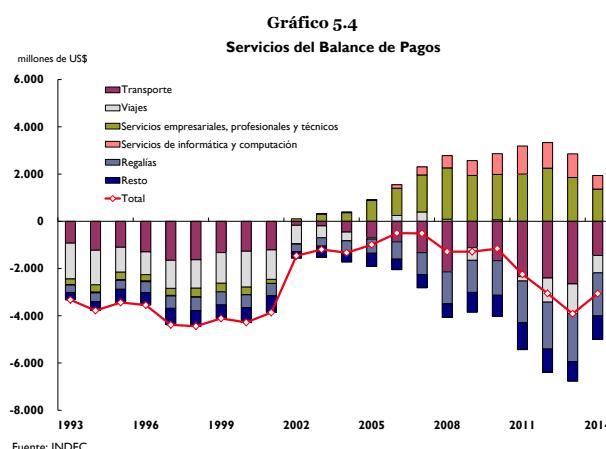
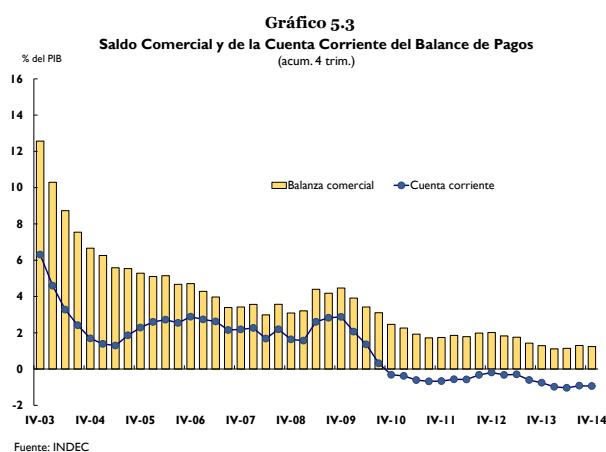
Las importaciones totalizaron US\$13.227 millones (-15,9% i.a.) entre enero y marzo de este año. Todos los usos de importación disminuyeron, con excepción de los bienes de capital. Las adquisiciones de combustibles y lubricantes y de piezas y accesorios para bienes de capital fueron las que más contribuyeron al resultado a nivel agregado. De este modo, según el Comunicado del Intercambio Comercial Argentino (ICA) del INDEC, la balanza comercial habría presentado en el primer trimestre de 2015 un excedente de US\$168 millones, US\$12 millones por encima del de igual lapso de 2014.

Durante el año 2014, la cuenta corriente mostró un deterioro respecto de igual período de 2013, acumulando un déficit equivalente a 0,9% del PIB. En tanto, la cuenta capital y financiera tuvo un saldo positivo, dados los ingresos netos del sector público no financiero y del BCRA.

El desempeño de la cuenta capital y financiera dio lugar a un incremento de las reservas internacionales de US\$1.160 millones en el año 2014. Esta tendencia se profundizó en 2015, resultando en una acumulación adicional de US\$2.466 millones hasta fines de abril.

La deuda externa total (pública y privada) aumentó US\$6.366 millones en términos interanuales al cuarto trimestre de 2014 (hasta alcanzar un 27,3% del PIB). Este incremento se debió fundamentalmente a la emisión de deuda asociada a la compensación por la expropiación del 51% del paquete accionario de YPF a REPSOL SA y a la reestructuración de las obligaciones en el marco del acuerdo con el Club de París.





## 5.1 Cuenta Corriente

En 2014 la cuenta corriente acumuló un saldo negativo de US\$5.068 millones, equivalentes a 0,9% del PIB. En su comparación interanual —i.a.—, el déficit con el exterior se incrementó en US\$371 millones, aunque se sostuvo en un ratio similar en términos del Producto (ver gráfico 5.3).

Al presentar en 2014 un superávit de US\$9.484 millones<sup>47</sup>, el balance comercial continuó contribuyendo positivamente a las cuentas externas. No obstante, la reducción en las exportaciones netas es la que explica en mayor medida el deterioro observado en la cuenta corriente (ver gráfico 5.1).

El menor excedente comercial durante 2014 fue consecuencia de un retroceso de las ventas externas (-11,9% i.a.) superior al de las importaciones (-11,5% i.a.). El desempeño de los flujos comerciales respondió mayormente al desenvolvimiento de los volúmenes comercializados y, en menor medida, al deterioro de los términos del intercambio (-2,2% i.a.). Esto último se debió a la combinación de precios de importación relativamente estables junto con precios de exportación declinantes, comportamiento en parte vinculado a la evolución de las cotizaciones internacionales de las materias primas.

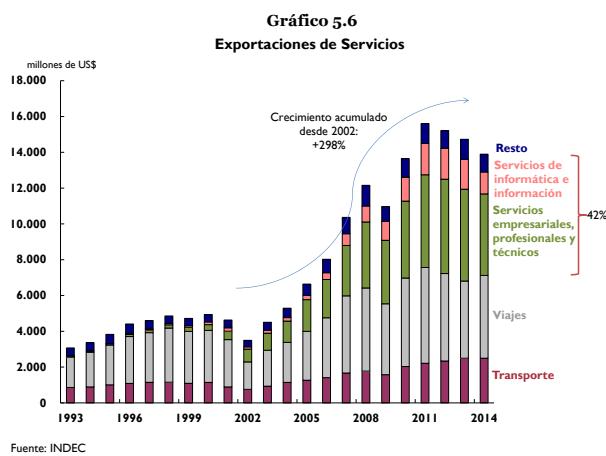
El saldo positivo del intercambio comercial fue compensado por los egresos netos de servicios y el resultado negativo de las rentas de la inversión.

La balanza de servicios reales acumuló un déficit de US\$3.061 millones, originado principalmente en los pagos en concepto de fletes y por el devengamiento de regalías. En su comparación interanual mostró una reducción en el saldo negativo de US\$857 millones, al caer los egresos en mayor cuantía que los ingresos (ver gráfico 5.4).

Las principales mejoras se concentraron en transporte y en viajes. El primer concepto estuvo mayormente influenciado por los menores egresos en concepto de pasajes adquiridos por turistas residentes y por fletes —asociado al desempeño de las importaciones de bienes—. El saldo de viajes mejoró por el aumento del turismo receptivo y sus gastos en el país, sumado a la retracción del gasto del turismo emisivo (ver gráfico 5.5).

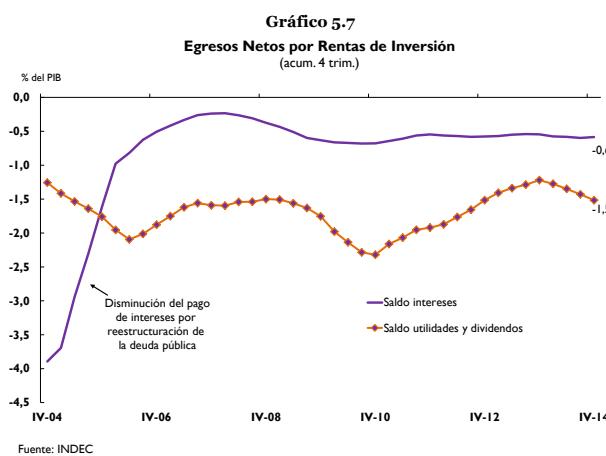
Respecto al resto de los rubros, se verificó un deterioro en los saldos por servicios empresariales, profesionales

<sup>47</sup> Equivalente a 1,8% del PIB. En la balanza de pagos tanto las exportaciones como las importaciones de bienes se contabilizan a valor FOB (Free on Board).



y técnicos y por las prestaciones de informática e información, reflejando una contracción en los ingresos por estos conceptos. De todos modos, continúan aportando positivamente al sumar en 2014 un ingreso neto de US\$1.938 millones de dólares, de la mano de las exportaciones que acumularon un ingreso de US\$5.778 millones, el 42% del total de ingresos por servicios reales (ver gráfico 5.6).

El saldo de la cuenta rentas totalizó un déficit de US\$11.402 millones, que se explica principalmente por el devengamiento de utilidades y dividendos, mientras que el débito neto de intereses continúa manteniéndose en niveles históricamente bajos (en torno a -0,6% del PIB; ver gráfico 5.7). El aumento en el saldo negativo que se observó respecto de 2013 respondió al alza de US\$596 millones (+7,9% i.a.) del egreso en concepto de utilidades y dividendos devengados, hasta alcanzar la cifra de US\$8.175 millones (-1,5% del PIB).



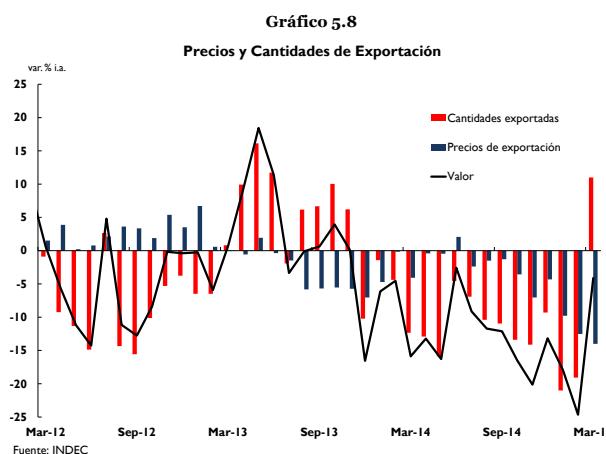
### 5.1.1 Balanza Comercial<sup>48</sup>

Las ventas externas de mercancías mantuvieron su tendencia decreciente durante el primer trimestre. A diferencia del año previo, la disminución de 15,6% i.a. que registraron los valores exportados en el primer trimestre de 2015 reflejó fundamentalmente la reducción en los precios (-12,4% i.a.) y, en menor medida, en los volúmenes exportados (-3,7% i.a.; ver gráfico 5.8).

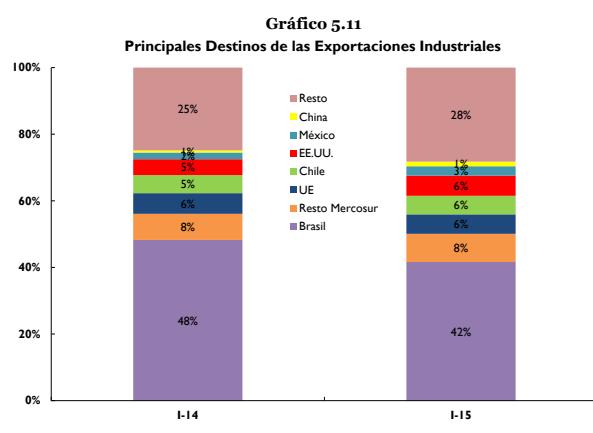
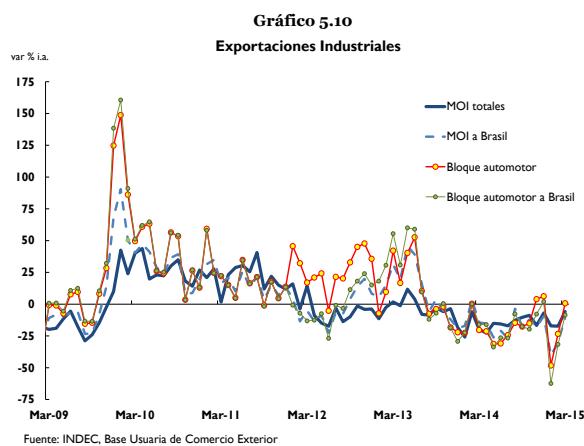
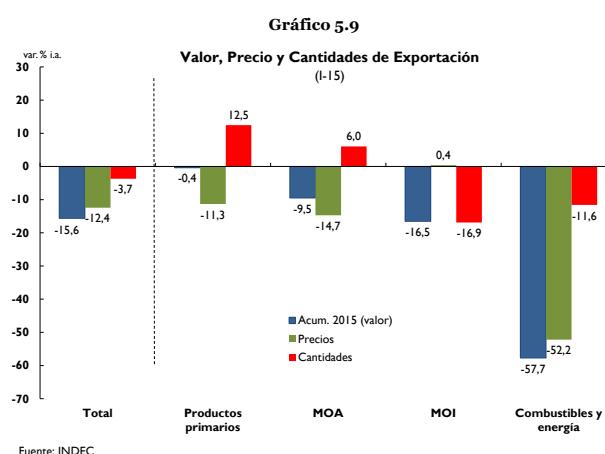
En efecto, los precios de exportación continuaron reflejando la caída de las cotizaciones de las materias primas que se dieron a partir de la segunda mitad de 2014, afectando principalmente a los Productos Primarios (PP), las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) y a los combustibles y energía (ver Sección 7).

A partir de menores cantidades despachadas y la evolución del precio del petróleo, los combustibles y energía y las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) determinaron mayormente el comportamiento a nivel agregado, al explicar el 77,7% de la contracción total de los valores exportados (ver gráfico 5.9).

Por un lado, las ventas externas de combustibles y energía acumularon una baja de 57,7% i.a. en los primeros tres meses de 2015, debido principalmente al comportamiento de los precios (-52,2% i.a.) que reflejó la caída de las cotizaciones del petróleo en los mercados globales. En el primer trimestre de 2015 el precio del petróleo en su variedad Brent, de referencia para



<sup>48</sup> Salvo indicación contraria, se hace referencia a los resultados publicados por el INDEC en el comunicado de prensa sobre el Intercambio Comercial Argentino —ICA—.



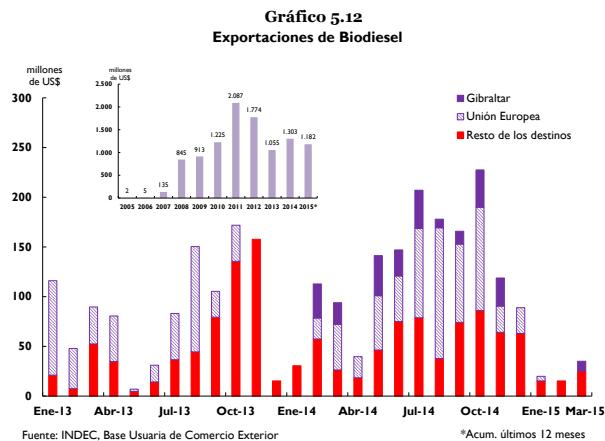
las exportaciones argentinas, marcó una retracción promedio de 50% i.a. En este escenario, el gobierno estableció un nuevo esquema de derechos de exportación<sup>49</sup> a partir de enero de este año para contrarrestar la variabilidad en el nivel de precios del petróleo crudo y sus derivados y continuar incentivando las inversiones en refinación de hidrocarburos. La nueva reglamentación implicó que con los valores vigentes en los primeros meses de 2015 las exportaciones de petróleo casi no pagasen retenciones, al ubicarse los derechos de exportación en torno a 1%.

Por su parte, las ventas externas de MOI cayeron 16,5% i.a. debido a una merma en las cantidades. Este comportamiento estuvo ligado a la debilidad de la demanda desde Brasil —principal destino de las exportaciones industriales—, afectando mayormente al sector automotriz. En efecto, el desempeño de las exportaciones de material de transporte terrestre (-21,8% i.a. en el primer trimestre del año) explicó aproximadamente la mitad de la contracción total de las MOI y estuvo asociado fundamentalmente a los menores despachos hacia Brasil (ver gráficos 5.10).

Así, en comparación con otros socios comerciales, Brasil perdió participación en las exportaciones argentinas de manufacturas industriales. En los primeros meses de 2015 el país vecino captó el 42% de estas exportaciones, lo cual significó una retracción de 6,0 puntos porcentuales (p.p.) respecto de igual período de 2014 (ver gráfico 5.11). Algo similar se observó al interior del rubro, con las ventas de material de transporte. Mientras que en los primeros meses de 2015 el 72,5% de los envíos tuvieron como destino a Brasil, en igual lapso de 2014 ese porcentaje ascendía a 83,5% (-11 p.p. i.a.). En este último caso, el repunte de las exportaciones de vehículos automotores hacia México y la Unión Europea (UE), principalmente con destino a Alemania, y de autopartes hacia China, atenuó la caída en las ventas externas del subrubro. En este marco, se acordó prorrogar, al menos hasta el 30 de junio de 2016, la vigencia del trigésimo octavo Protocolo Adicional al Acuerdo de Complementación Económica N° 14 (PAC N° 14) con Brasil<sup>50</sup>. Asimismo, se renovó el acuerdo bilateral de comercio recíproco de automotores con México, que establece el libre comercio dentro de los cupos establecidos. Con este convenio se esperaría una mejora de las ventas externas del sector automotriz.

<sup>49</sup> La Resolución N° 1077/14 Precio Internacional (PI) del Petróleo Crudo, indica que las alícuotas de exportación se fijarán en función del precio del petróleo crudo Brent de referencia del mes que corresponda la exportación, menos US\$/bbl.8, y establece un derecho de exportación de 1% si el precio de referencia es menor que US\$/bbl.71.

<sup>50</sup> Ver **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** de Agosto de 2014.



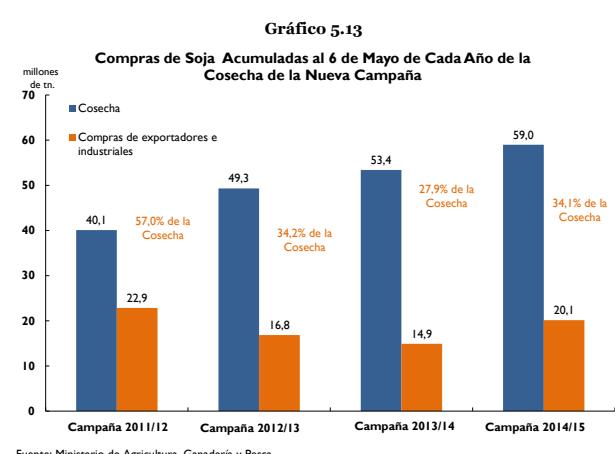
Entre el resto de las MOI, en el primer trimestre del año se observó un incremento de los despachos de oro y piedras preciosas (37,8% i.a.) con destino a Suiza<sup>51</sup> y una caída en las exportaciones de productos químicos de 23,7% i.a. Estas últimas reflejaron los menores envíos de Biodiesel (-66,8% i.a.) fundamentalmente hacia el Reino Unido y Gibraltar (ver gráfico 5.12), en los cuales habría influido la caída del precio internacional del petróleo que empujó a la baja el valor del *gas oil*, sustituto cercano del biodiesel.

Por su parte, las ventas externas de MOA mostraron un descenso durante el primer trimestre del año por la disminución de las cotizaciones internacionales que contrarrestaron el aumento en los volúmenes despachados. El alza en los valores exportados de aceite de soja (18,2% i.a.) fue insuficiente para revertir la caída en las ventas de pellets de soja (-9,8% i.a.) y de los productos lácteos (-39,9% i.a.).

En tanto, las exportaciones de PP se mantuvieron en niveles similares a los del año previo, al compensarse el aumento en los volúmenes despachados (12,5% i.a.) con la retracción en los precios de exportación (-11,3% i.a.).

Al interior, los principales impulsos provinieron de las exportaciones de cereales (26,6% i.a.), por los mayores despachos de maíz (194,1% i.a.) y de trigo (61,0% i.a.). En el caso del trigo la mejora está vinculada con la mayor producción, que según las estimaciones del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca (MAGyP) se ubicó en torno a los 13,9 millones de toneladas (ver sección 3). Por otro lado, cayeron las ventas de minerales metalíferos, escorias y cenizas (-55,1% i.a.).

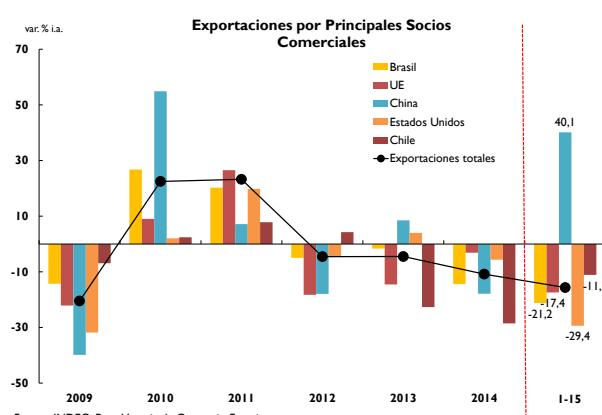
En conjunto, las exportaciones agrícolas vinculadas al complejo sojero<sup>52</sup> totalizaron US\$2.616 millones en el primer trimestre de 2015 (-4,0% i.a.), con un empeoramiento vinculado a la disminución de las cotizaciones de porotos de soja y sus derivados. Por otro lado, según se desprende de los datos del MAGyP sobre la evolución de las compras de soja a los productores por parte del sector exportador e industrial, al 6 de mayo el volumen comercializado de la campaña 2014/15 ascendía a 20,1 millones de toneladas, cantidad que se ubica ligeramente por encima de las ventas de las 2 campañas previas. Cuando se miden estos volúmenes en relación a la cosecha se observa una mejora respecto al ritmo que verificaban las compras para el mismo



<sup>51</sup> El fuerte aumento de los despachos de oro no monetario hacia Suiza impulsó que este país se posicione como el segundo destino más importante de las exportaciones industriales en el primer trimestre de 2015, al captar el 7,8% del total de las ventas externas de MOI, lo cual significó un incremento de 5,5 p.p. i.a.

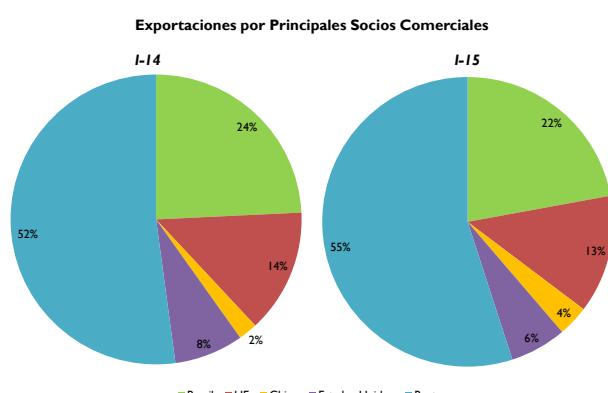
<sup>52</sup> Excluye biodiesel.

Gráfico 5.14

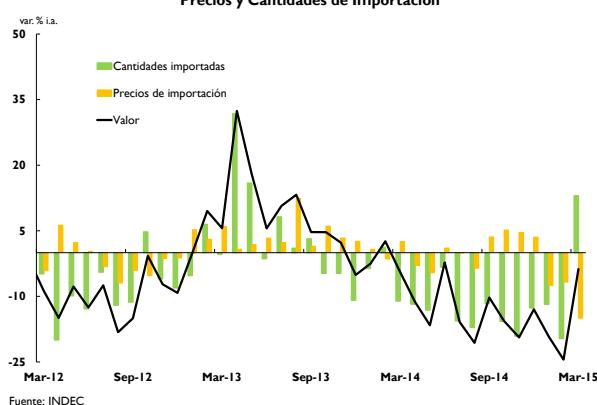


Fuente: INDEC, Base Usaria de Comercio Exterior

Gráfico 5.15



Fuente: INDEC, Base Usaria de Comercio Exterior

Gráfico 5.16  
Precios y Cantidad de Importación

Fuente: INDEC

lapso del ciclo 2013/14, pero un significativo retroceso respecto a 11/12 (ver gráfico 5.13).

A partir de la baja de precios internacionales y de los consecuentes menores ingresos de los productores del sector agrícola, se puso en práctica un esquema de devolución de retenciones para los pequeños productores con el objeto de aliviar su situación financiera y, al mismo tiempo, estimular la venta de los granos<sup>53</sup>. La medida alcanzaría a un 12% de la producción nacional y se comenzaría a aplicar en la cosecha de los meses de abril y mayo, por lo que cabría esperar un mayor ritmo de venta de los productores a partir del segundo trimestre del año.

Analizando el desempeño de las ventas externas por destino<sup>54</sup>, se destacaron los mayores envíos hacia Vietnam<sup>55</sup> y China (80,8% i.a., 40,1% i.a.). En el primer caso esto fue explicado por el aumento de los despachos de maíz y de pellets de soja, que en conjunto representaron alrededor de US\$183 millones adicionales a los obtenidos por los mismos conceptos en igual período del 2014, mientras que el incremento de las exportaciones hacia China respondió fundamentalmente a los envíos de petróleo crudo.

Por otro lado, las menores ventas a Brasil, a la UE y a los Estados Unidos, explicaron en conjunto aproximadamente el 72% de la disminución de las exportaciones totales. La merma de los despachos de MOI representó el 86,9% de la caída total de los envíos al país vecino, mientras que son las ventas combinadas de PP y de MOA las que explican los menores valores exportados hacia la Unión Europea. Por último, la retracción observada en las compras provenientes de los Estados Unidos se debió fundamentalmente a los combustibles (ver gráficos 5.14 y 5.15).

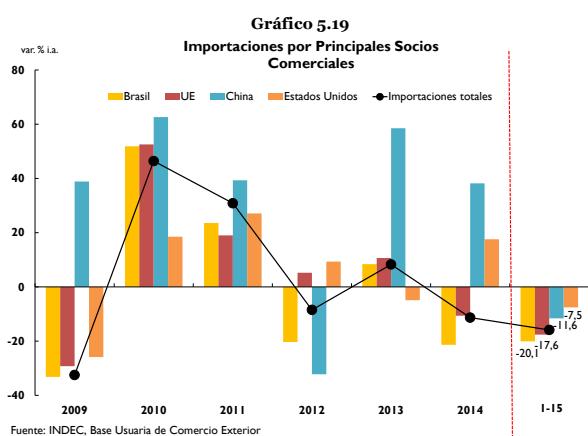
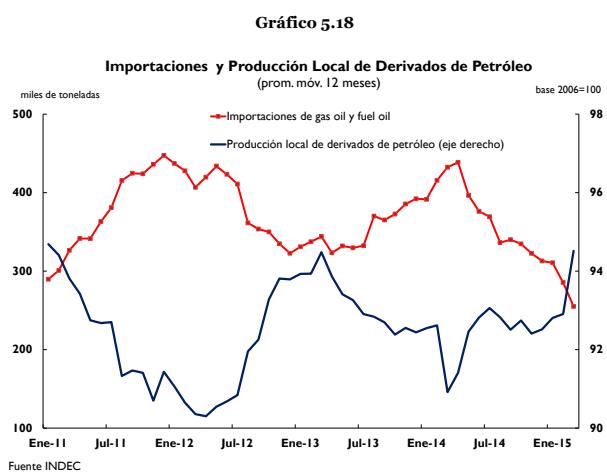
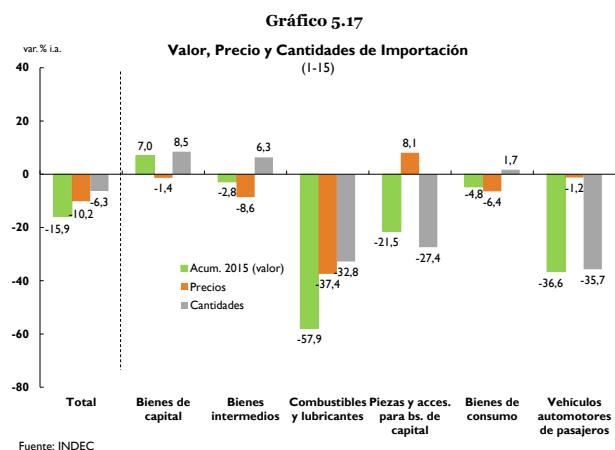
En el primer trimestre del año las importaciones también profundizaron la tendencia bajista que exhibieron durante 2014 al presentar una caída de 15,9% i.a. Este comportamiento fue producto de retracciones tanto en precios (-10,2% i.a.) como en cantidades (-6,3% i.a., ver gráfico 5.16).

Todos los usos de importación, con excepción de los bienes de capital, mostraron caídas en su comparación

<sup>53</sup> Resolución N° 126/2015 Programa de Estímulo al Pequeño Productor de Granos. Incluye a los productores de hasta 700 toneladas de soja, trigo, maíz, sorgo y girasol.

<sup>54</sup> De acuerdo a los flujos de comercio (exportaciones +importaciones), los principales socios comerciales de Argentina en los últimos 12 meses hasta marzo de 2015 fueron Brasil, con una participación de 20,6%, la UE (15,6%), China (11,9%) y los Estados Unidos (11,6%).

<sup>55</sup> Si bien teniendo en cuenta los flujos de comercio (exportaciones + importaciones), Vietnam no es uno de los principales socios comerciales de Argentina, el aumento en los valores exportados hacia ese país en el primer trimestre de 2015 lo posicionó en el quinto lugar de relevancia después de Brasil, la UE, los Estados Unidos y Chile.



interanual. Las menores compras de combustibles y lubricantes (-57,9% i.a.) y las de piezas y accesorios para bienes de capital (-21,5% i.a.) fueron las que mayor incidencia tuvieron en el desempeño general (ver gráfico 5.17).

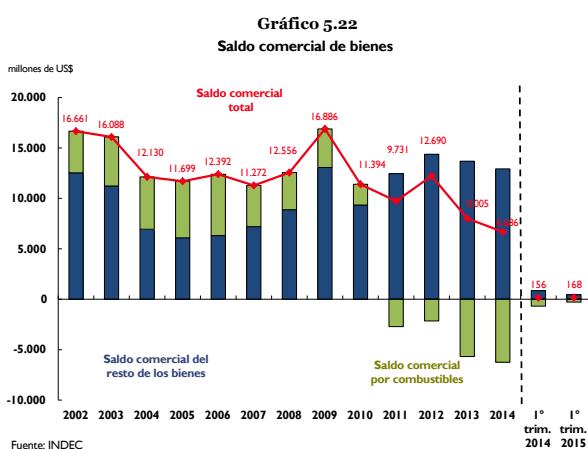
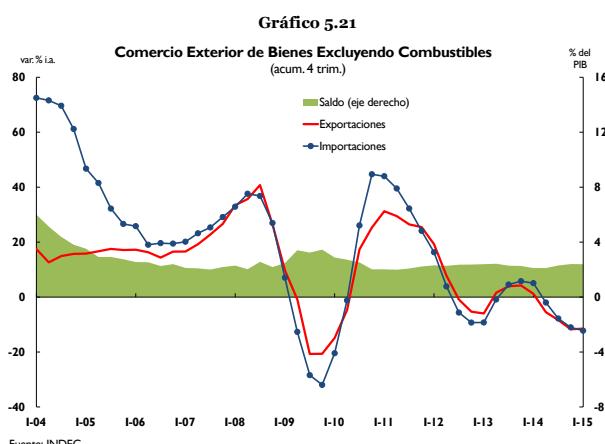
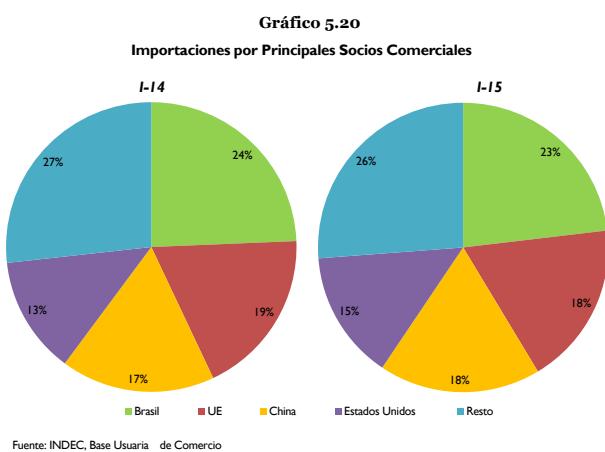
Las adquisiciones de bienes de capital crecieron 7,0% i.a. impulsadas por las compras de aeronaves, de máquinas de sondeo rotativo, de aparatos eléctricos de telefonía y de grupos electrógenos, que en conjunto representaron una erogación de US\$358,3 millones adicionales en relación a los primeros tres meses del año anterior.

Por el contrario, las importaciones de combustibles y lubricantes se retrajeron 57,9% i.a. como consecuencia de las caídas en precios y en cantidades (-37,4% i.a. y 32,8% i.a., respectivamente). La evolución del rubro reflejó mayormente la baja en las importaciones de *gas oil* (-78,8% i.a.), que contrarrestó el aumento de las compras de gas natural por red (+US\$167 millones i.a.). Por su parte, si bien las compras de petróleo crudo se redujeron en valor 7,9% i.a., esto se debió exclusivamente a los precios internacionales (-46,3% i.a.) ya que las cantidades presentaron una fuerte recuperación, al incrementarse 71,4% i.a. Este desempeño respondió al ingreso del segundo cargamento de más de 120.000 toneladas del tipo liviano del crudo desde que se implementó el nuevo mecanismo de compra externa en febrero de 2014<sup>56</sup>. Este esquema tiene como objetivo hacer un uso más eficiente de la capacidad instalada de refinación en Argentina y sustituir con producción nacional las importaciones de productos derivados del petróleo (como naftas, *gas oil* y *fuel oil*; ver gráfico 5.18).

En los primeros tres meses de 2015 las compras externas de piezas y accesorios para bienes de capital se retrajeron 21,5% i.a., en línea con la trayectoria que mostraron durante el año 2014. Esta caída respondió a los menores volúmenes importados (-27,4% i.a.), ya que los precios se elevaron 8,1% i.a. En particular, la merma en las adquisiciones de partes de automóviles, televisores, radios y celulares explicó más del 60% de la retracción de este uso económico.

Por su parte, la menor entrada de vehículos automotores de pasajeros, principalmente desde Brasil, reflejó la caída en las unidades ingresadas (-36,6% i.a.). Esta dinámica respondió en parte a que, a valores de mercado corrientes, una mayor proporción de modelos de automóviles fueron alcanzados por el gravamen sobre au-

<sup>56</sup> Resolución N° 1/14 Procedimiento para la Importación de Petróleo Crudo Liviano.



tos de gama alta que fue establecido a fines del año 2013.

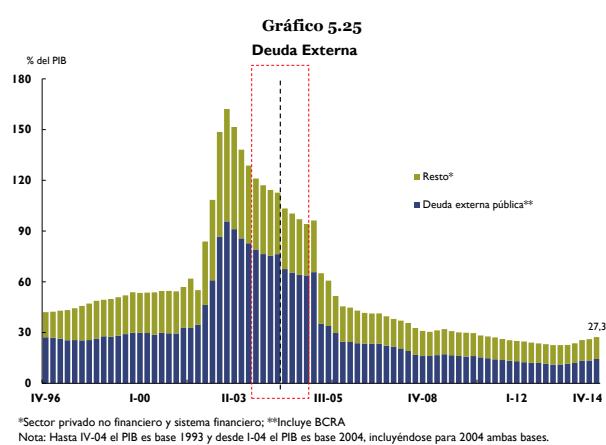
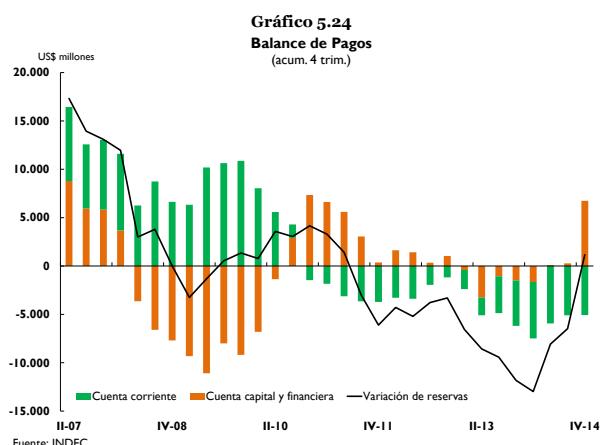
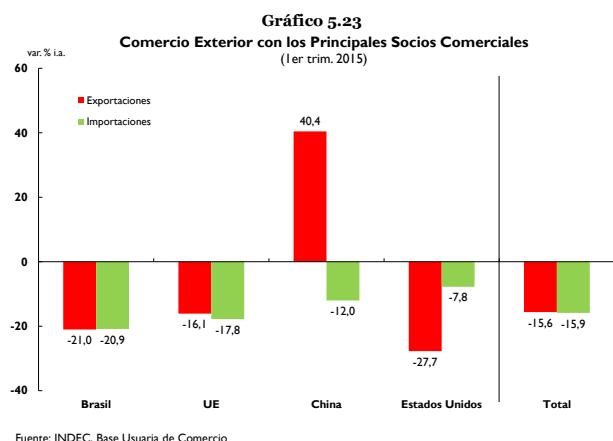
Analizando el desempeño de las importaciones por países o regiones, durante el primer trimestre del año en curso se verificó una disminución de las compras a los principales socios comerciales del país. Estas retracciones no fueron de magnitudes similares: las compras externas a Brasil se redujeron 20,1% i.a., mientras que las adquisiciones de bienes provenientes de los Estados Unidos cayeron 7,5% i.a. (ver gráfico 5.19). En consecuencia, en términos interanuales se produjo un ligero cambio en el peso de los distintos países o regiones en las importaciones totales, con Estados Unidos y China ganando participación en detrimento de Brasil y la UE (ver gráfico 5.20).

En el caso de Brasil, el 48,9% de las menores compras se explica por el retroceso en las importaciones de vehículos y de piezas y accesorios, ligado al menor dinamismo que mostró el complejo automotriz en los primeros meses del año. Le siguió en importancia la caída en las importaciones desde la UE (-17,6% i.a.), fundamentalmente a partir de menores adquisiciones de combustibles y de piezas y accesorios para bienes de capital (-84,7% i.a. y -20,3% i.a., respectivamente). Por su parte, la disminución agregada de los ingresos de bienes desde China fue algo menor (-11,6% i.a.), lo que respondió a una compensación entre mayores compras de bienes intermedios (13,3% i.a.) y menores de piezas y accesorios para bienes de capital (-34,9% i.a.).

Por último, en línea con lo mencionado en el desempeño por usos, las mayores compras de bienes de capital favorecieron al cuarto socio comercial en importancia, los Estados Unidos, dado que desde allí se incorporaron los bienes que registraron elevados incrementos interanuales (máquinas de sondeo rotativo y grupos eléctricos).

Como resultado del desempeño de las exportaciones y de las importaciones, en el primer trimestre del año el superávit comercial totalizó US\$168 millones, US\$12 millones por encima del registrado en el mismo período del 2014. Al interior del mismo, la balanza energética presentó una mejora con respecto al año previo, al recortar el déficit en US\$401 millones (ver gráficos 5.21 y 5.22).

En lo que respecta al comercio bilateral, en el acumulado a marzo del presente año Argentina redujo su saldo negativo con sus principales socios comerciales a excepción de los Estados Unidos. En el caso de Brasil y la UE esto fue producto de una mayor caída en las im-



portaciones que en las ventas externas, mientras que el resultado del intercambio comercial con China fue un 17,9% superior motivado por un fuerte aumento de los despachos hacia ese destino (principalmente de bienes primarios y de MOA; ver gráfico 5.23).

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

Entre enero y diciembre de 2014 la cuenta capital y financiera registró un superávit de US\$6.749 millones, evidenciando una mejora de US\$8.244 millones respecto de igual lapso de 2013. Dicho desempeño obedeció en parte al cambio de posición neta del BCRA, que pasó de tener egresos netos por US\$2.000 millones en 2013 a presentar ingresos netos por US\$3.200 millones en 2014. Influyeron en igual sentido los ingresos netos del sector público no financiero por US\$5.033 millones<sup>57</sup>, que, en conjunto con los del BCRA, más que compensaron el saldo negativo del sector privado no financiero (ver gráfico 5.24).

El superávit del sector público financiero, especialmente del BCRA, se debió a los ingresos registrados durante el cuarto trimestre de 2014 —por US\$3.800 millones— producto tanto del swap de monedas con China como de otros desembolsos internacionales.

Por último, el déficit anual de la cuenta capital en el sector privado no financiero se ubicó en US\$2.465 millones, afectado en parte por la nacionalización del 51% del paquete accionario de YPF S.A.

El desempeño de la cuenta capital y financiera dio lugar a un incremento de las reservas internacionales de US\$1.160 millones en el año 2014. Esta tendencia se profundizó en 2015, resultando en una acumulación adicional de US\$2.466 millones hasta fines de abril.

A fines de diciembre de 2014, la deuda externa total (pública y privada) ascendió a US\$147.457 millones, con un incremento de US\$6.366 millones en términos interanuales originado en mayor medida en la emisión de deuda para la compensación por la expropiación del 51% del paquete accionario de YPF a REPSOL SA y la reestructuración de las obligaciones con el Club de París. En relación al tama-

<sup>57</sup> Este ingreso responde mayormente al pago indemnizatorio de la nacionalización del 51% del paquete accionario de YPF S.A. (Ley N° 26741 Autoabastecimiento de Hidrocarburos) que tuvo como contrapartida en la balanza de pagos un flujo de cambio de manos en la inversión extranjera directa (IED) del sector privado no financiero.

ño de la economía, la deuda externa se elevó desde 22,7% en diciembre de 2013 a 27,3% del PIB un año después (ver gráfico 5.25). Este comportamiento se debió principalmente al ajuste del PIB medido en dólares, producto del alza en el tipo de cambio.

## 6 Finanzas Públicas

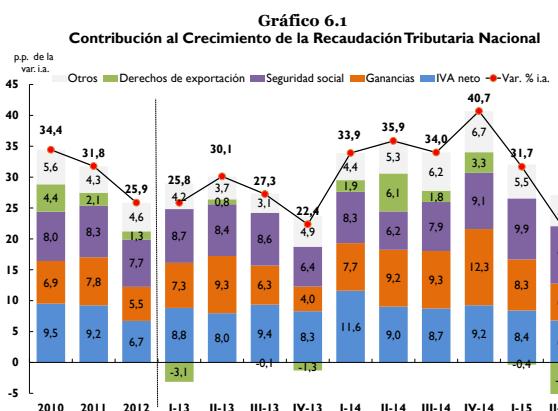
Durante los primeros meses de 2015 la recaudación tributaria nacional exhibió una moderación en su ritmo de expansión interanual (i.a.) respecto del año previo (29%, 7 puntos porcentuales por debajo del crecimiento registrado en 2014), asociada mayormente a la incidencia de la menor variación del tipo de cambio. Los tributos ligados a las transacciones internas siguieron dando impulso al crecimiento de los recursos, mientras que los vinculados al comercio exterior disminuyeron en su conjunto durante los primeros cuatro meses del año. Los recursos relacionados con la seguridad social y al impuesto a las ganancias mostraron sólidos desempeños entre enero y abril, en tanto que el Impuesto al Valor Agregado (IVA) mostró una evolución más contenida. En contraste, los derechos de exportación se contrajeron 22% i.a. en igual período, al tiempo que los derechos de importación crecieron sólo 7% i.a.

En este marco, el incremento de los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) también verificó una desaceleración al aumentar 31% i.a. durante el primer bimestre del año. Las erogaciones primarias se expandieron 37% i.a., impulsadas por las prestaciones previsionales, las transferencias corrientes al sector privado (que incluyen las asignaciones familiares y los subsidios), las remuneraciones y el gasto de capital. Las obligaciones previsionales mostraron un importante dinamismo (41% i.a.), como consecuencia tanto de los ajustes de los montos de los haberes como de la incorporación de nuevos beneficiarios en el marco de la segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional. En tanto, las transferencias corrientes al sector privado mostraron un ritmo de crecimiento más acotado que en 2014, comportamiento que obedeció en parte a la incidencia de los menores precios internacionales del petróleo sobre los subsidios energéticos. Por otra parte, el gasto de capital se expandió 45% i.a., a partir de las mayores transferencias a las provincias y las destinadas al sector privado.

El resultado primario del SPNF representó aproximadamente -1,1% del PIB en los últimos doce meses, mientras que el déficit financiero se ubicó cerca de 2,8% del Producto.

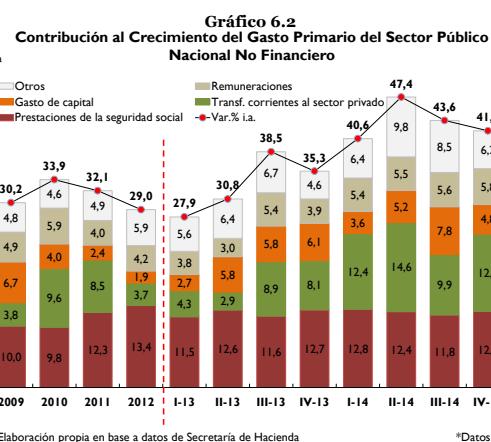
En lo que va del año, el Tesoro Nacional (TN) afrontó sus necesidades de financiamiento tanto a partir de diversas colocaciones de instrumentos en el mercado como de fuentes provenientes del resto del sector público. El fondeo acumulado en licitaciones de bonos superó los \$27.000 millones —con información al 22 de mayo—, sumando las colocaciones en moneda nacional y en dólares, en este último caso a través del BONAR US\$ 2024 (VNO US\$ 1.416 millones).

Los recursos tributarios propios de los distritos subnacionales crecieron 32% i.a. en el primer trimestre de 2015, reflejando también cierta moderación en el ritmo de expansión respecto de 2014. Los ingresos tributarios girados por el gobierno nacional —coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos de distribución automática y no automática— aumentaron 33% i.a. en el primer cuatrimestre del año.



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

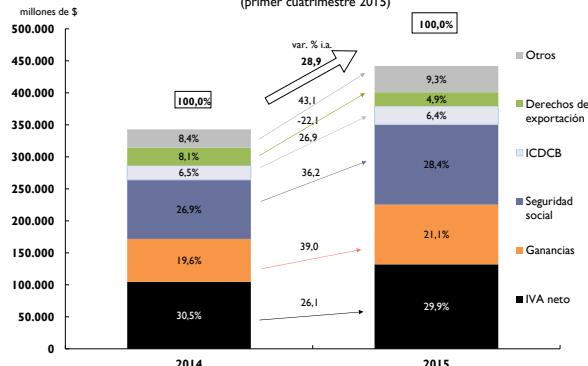
\*Datos a abr-15



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

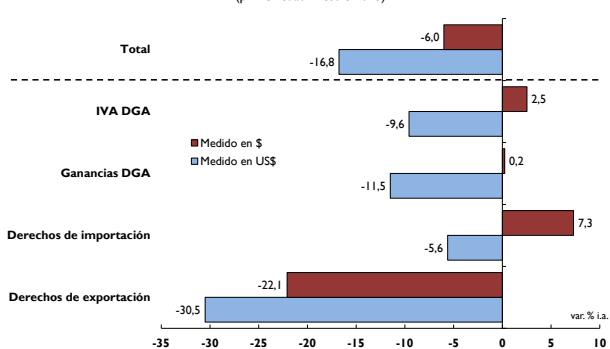
\*Datos a febrero

**Gráfico 6.3**  
Composición de la Recaudación Tributaria Nacional  
(primer cuatrimestre 2015)



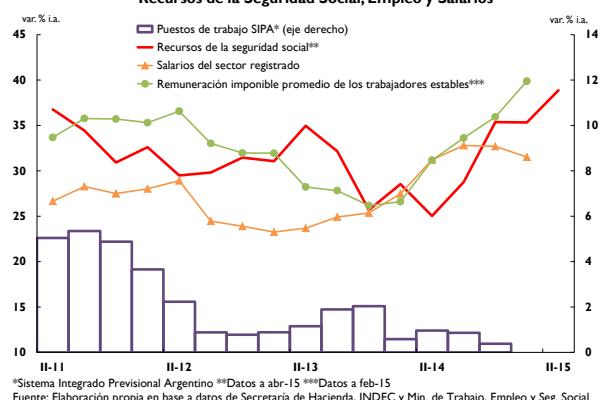
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

**Gráfico 6.4**  
Recaudación de los Impuestos Vinculados Directamente  
al Tipo de Cambio Nominal  
(primer cuatrimestre 2015)



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

**Gráfico 6.5**  
Recursos de la Seguridad Social, Empleo y Salarios



\*Sistema Integrado Previsional Argentino. \*\*Datos a abr-15 \*\*\*Datos a feb-15  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda, INDEC y Min. de Trabajo, Empleo y Seg. Social

## 6.1 Ingresos

Durante el primer cuatrimestre de 2015 la recaudación tributaria nacional desaceleró su ritmo de expansión respecto de 2014, al crecer 29% interanual (i.a.; ver gráficos 6.1 y 6.3). El impulso en los primeros cuatro meses del año provino principalmente de los gravámenes ligados a las transacciones internas, al tiempo que aquellos impuestos asociados al comercio exterior registraron cierto deterioro (ver gráfico 6.4).

Entre enero y abril los recursos de la seguridad social mantuvieron un fuerte dinamismo al crecer 36% i.a. Esto se debió principalmente al incremento de los salarios y a la suba de la base imponible máxima para el cálculo de los aportes. Dicha base se elevó en marzo y en septiembre de 2014 y nuevamente en marzo de este año, de acuerdo a la indexación del tope por la movilidad previsional<sup>58</sup>. También pudo haber incidido positivamente el régimen de facilidades de pago<sup>59</sup> de deudas impositivas, aduaneras y previsionales cuya adhesión regía hasta julio de 2014 (ver gráfico 6.5).

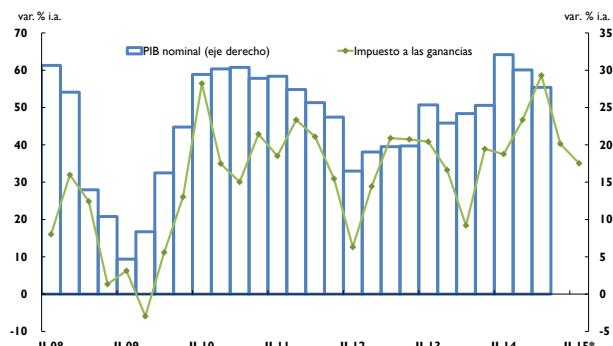
Los ingresos asociados al impuesto a las ganancias recaudados entre enero y abril crecieron a tasas cercanas al 40% i.a., registrando cierta desaceleración en relación al año 2014 (45% i.a.). Influyeron positivamente los crecientes ingresos por regímenes de retenciones y percepciones, en el marco de mayores impuestos determinados, y montos superiores de transacciones y remuneraciones (ver gráfico 6.6). En sentido opuesto, la evolución de este gravamen se vio afectado por el cómputo de mayores montos por aportes al sistema de seguridad social. A principios de mayo de 2015, el gobierno nacional anunció una modificación de las deducciones sobre el impuesto para personas físicas con remuneraciones mensuales brutas (entre enero y agosto de 2013) entre \$15.000 y \$25.000. La medida implicaría —según estimaciones oficiales— menores ingresos fiscales a lo largo del año por unos \$6.000 millones<sup>60</sup>. Cabe señalar que se observó en el mes un aumento de 8% i.a. en la cantidad de presentaciones de declaraciones juradas sobre el saldo del impuesto de personas físicas sin participación en sociedades comerciales, implican-

<sup>58</sup> A partir de los salarios devengados en marzo de 2014 la base imponible máxima pasó de \$28.000 mensuales a \$31.168 (+11,31%; Resolución ANSeS N°27/2014) y a partir de septiembre de ese año aumentó hasta \$36.531 (+17,21%; Resolución ANSeS N°449/2014). En marzo de 2015 ascendió a \$43.202 (18,26%; Resolución ANSeS N°42/2015).

<sup>59</sup> El plan incluía la posibilidad de saldar la deuda en 24 cuotas consecutivas con un interés de 1,9% mensual.

<sup>60</sup> Resolución AFIP N° 3770/2015.

**Gráfico 6.6**  
Impuesto a las Ganancias y PIB nominal



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

\*Datos a abr-15

do un monto determinado 59% superior al de igual mes del año pasado.

El Impuesto al Valor Agregado —IVA— bruto, es decir sin descontar las devoluciones, creció 26% i.a. durante los primeros cuatro meses de 2015, exhibiendo una moderación en su tasa de expansión respecto de 2014, en línea con el desempeño del consumo nominal (ver gráfico 6.7). Los mayores montos de reintegros a productores de granos habrían atenuado levemente el aumento de la recaudación bruta del tributo.

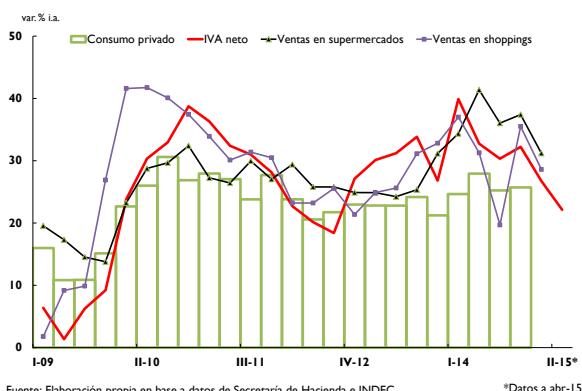
Tras aumentar 52% i.a. en 2014, los derechos de exportación cayeron 22% i.a. entre enero y abril, influidos mayormente por los menores precios internacionales de las materias primas (particularmente de la soja; ver sección 7). También influyó sobre ese comportamiento la menor depreciación del tipo de cambio y las modificaciones normativas que redujeron desde inicios de 2015 la alícuota sobre las ventas externas de petróleo crudo desde 14,3% hasta 1%<sup>61</sup>. De todas maneras, dado el peso relativo sobre la trayectoria de este tributo, influyeron mayormente las ventas gravadas del complejo sojero, de acuerdo con los datos de ejecución del Fondo Federal Solidario (FFS; ver gráfico 6.8)<sup>62</sup>.

La recaudación asociada a las importaciones (básicamente la porción de IVA recaudada por la Dirección General de Aduanas —DGA— y los derechos de importación) profundizó la tendencia registrada en 2014, acompañando la evolución del monto de las compras externas expresado en moneda nacional (ver gráfico 6.9 y sección 5).

Los ingresos provenientes del Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias (ICDCB) registraron un alza de 27% i.a. entre enero y abril, por debajo del alza verificada en 2014 de 36% i.a. Esto obedeció a la evolución del monto total de las transacciones bancarias gravadas.

Los recursos por el impuesto sobre los combustibles crecieron 55% i.a. durante el primer cuatrimestre del año, por encima del 43% de expansión registrado en 2014, principalmente como consecuencia de los mayores precios internos de los mismos, más allá de la reducción de 5% que dispuso el Gobierno Nacional para las naftas a partir de

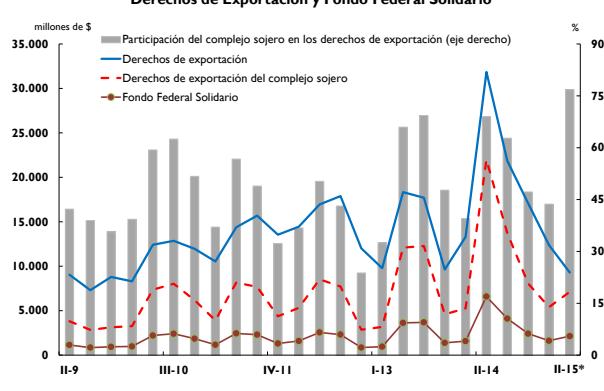
**Gráfico 6.7**  
Recaudación de IVA y Consumo Privado



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

\*Datos a abr-15

**Gráfico 6.8**  
Derechos de Exportación y Fondo Federal Solidario

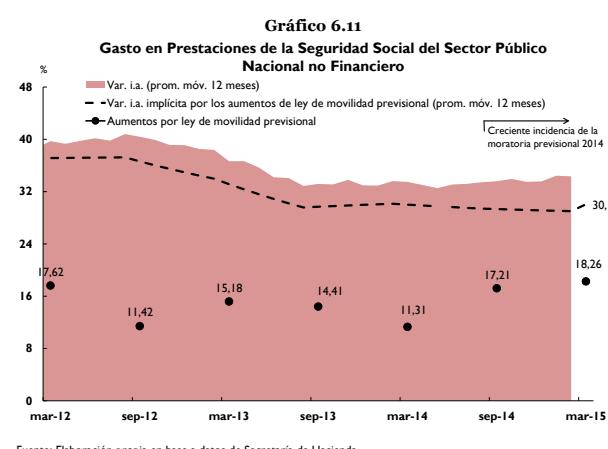
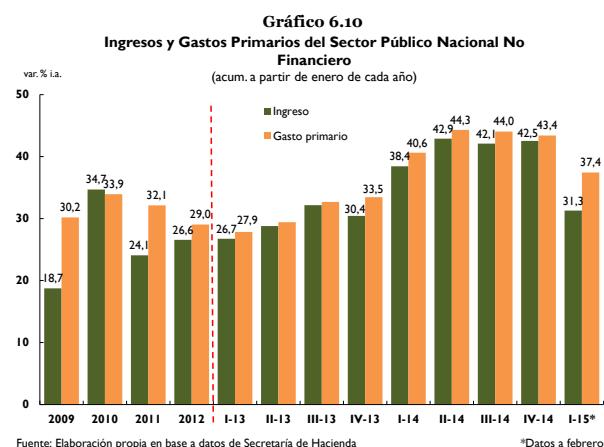
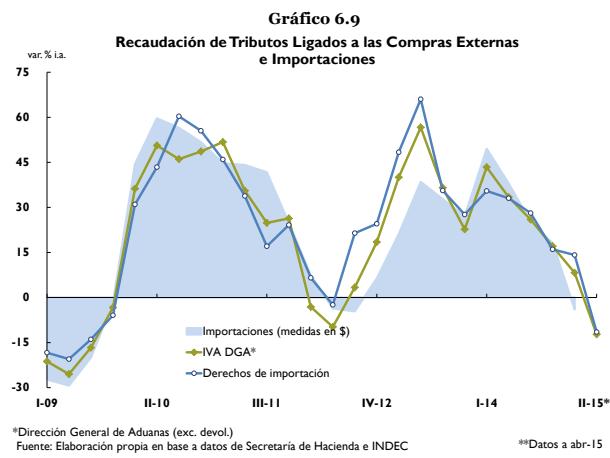


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

\*Datos a abr-15

<sup>61</sup> Resolución N° 1077/2014 del Ministerio de Economía y Finanzas Pùblicas.

<sup>62</sup> Las transferencias del FFS —que reparte entre las provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires el 30% de la recaudación de los derechos de exportación del complejo sojero— se contrajeron 24% i.a. durante el primer cuatrimestre de 2015.



inicios de año, y atenuado en parte por la exención sobre el biodiesel desde fines de junio de 2014<sup>63</sup>.

En los próximos meses influirá sobre la recaudación el nuevo “Plan de Facilidades de Pago Aduanero, Impositivo y de Seguridad Social”. El plan permitirá regularizar obligaciones impagadas vencidas al 28 de febrero de 2015. La adhesión al régimen podrá formalizarse hasta el día 31 de mayo de 2015. La financiación de la deuda consolidada prevé un plan de 120 cuotas, estableciéndose que la primera deberá contemplar el 7% del total. La tasa de interés mensual de financiamiento será de 1,9%. En caso de ser empleadores, la cantidad de empleados deberá ser igual o mayor a la que mantenían en diciembre de 2014.

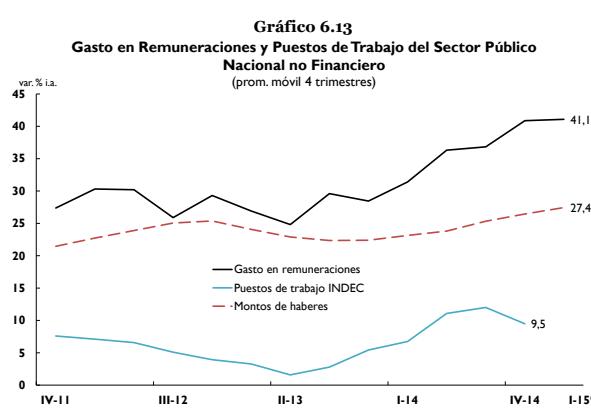
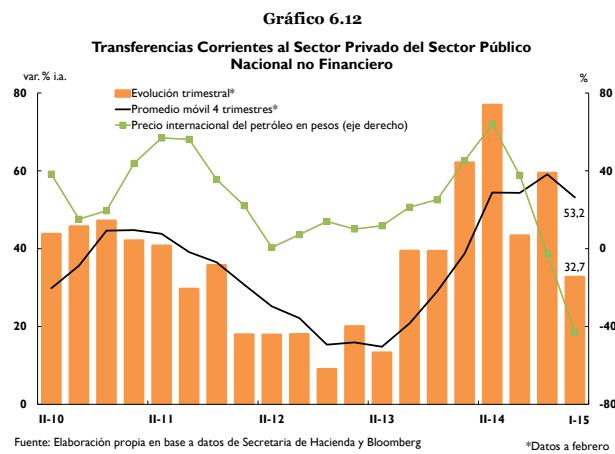
En relación a los ingresos no tributarios del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), durante el primer cuatrimestre de 2014 el BCRA había transferido al Tesoro Nacional (TN) \$12.000 millones en concepto de anticipo de utilidades —correspondientes a 2013—, en tanto que entre enero y abril de 2015 no realizó giros por este concepto. Finalmente, en el acumulado del primer bimestre del año, los datos disponibles dan cuenta de que el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la Administración Nacional de la Seguridad Social (FGS-ANSes) computó rentas de la propiedad por cerca de \$6.500 millones, unos \$2.100 millones por encima de lo registrado en igual período de 2014.

## 6.2 Gasto y Resultados

Los gastos primarios del SPNF desaceleraron ligeramente su ritmo de expansión durante el transcurso del primer bimestre, al crecer 37% i.a., por encima de la tasa de incremento de los ingresos (ver gráfico 6.10).

Las prestaciones previsionales, las transferencias corrientes al sector privado (que incluyen las asignaciones familiares y los subsidios), las remuneraciones a los empleados públicos y el gasto de capital continuaron explicando la mayor parte de la suba interanual de las erogaciones primarias (ver gráfico 6.2).

<sup>63</sup> Ley 26942/2014. Esta medida se potenció con los incrementos del porcentaje mínimo de participación del bioetanol (biocombustible que está exento de impuestos) en las naftas del 5% al 8,5% a partir de fines de septiembre de 2014, al 9% a partir de octubre, al 9,5% a partir de noviembre y al 10% desde diciembre de ese mismo año (Resolución SE N° 44/2014).



Los pagos previsionales aumentaron 41% i.a. entre enero y febrero de 2015, en línea con la actualización de los montos de los haberes<sup>64</sup> (ver gráfico 6.11). Así, el haber mínimo mensual se ubica actualmente en \$3.822 (+38,6% i.a.). Asimismo, el ritmo de aumento respondió a la mayor cantidad de beneficiarios, en particular por la importante adhesión a la moratoria previsional de 2014<sup>65</sup>. A inicios de abril de este año ya se habían sumado 450.000 beneficiarios de jubilaciones y pensiones que estaban excluidos del sistema por no poseer suficientes años de aportes acreditados. Cabe señalar que desde marzo comenzó a incidir el nuevo ajuste de 18,26% en los montos de los beneficios, el más alto desde la sanción de la ley (alcanzando a 7,6 millones de beneficios). Considerando el avance en la implementación de esta segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional y el ajuste en los haberes, se prevé que estas erogaciones mantengan un fuerte dinamismo en lo que resta de 2015.

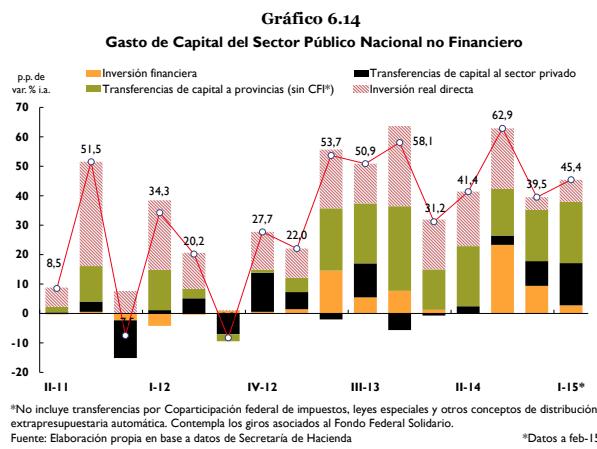
En cuanto a los giros corrientes al sector privado, en el transcurso del primer bimestre de 2015 se desaceleró su ritmo de expansión al incrementarse 33% i.a. —luego de haber acumulado un aumento de 59% i.a. en 2014— (ver gráfico 6.12).

El aumento de las transferencias al sector privado respondió, en primer lugar, al incremento de las erogaciones de carácter social. Entre ellas se encuentran las coberturas asistenciales brindadas por el PAMI y las asignaciones familiares (incluyendo la Asignación Universal por Hijo para Protección Social, cuyos beneficiarios recibieron también la ayuda escolar anual de \$700 por cada estudiante menor de 25 años). Asimismo se incluye la ejecución del Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROGRESAR), cuyos montos fueron elevados un 50% a partir de marzo de 2015 (al igual que las becas universitarias), al tiempo que se amplió el universo de beneficiarios (ver sección 4).

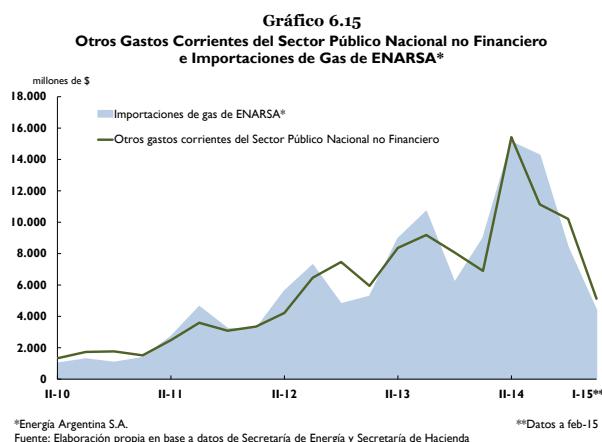
También incidieron en las transferencias al sector privado los gastos asociados a los subsidios por energía y, en menor medida, por transporte público de pasajeros. Con relación a los subsidios por energía, sería esperable una menor incidencia de los costos de generación de electricidad debido a la caída de los precios internacionales de los hidrocarburos, este efecto podría verse parcialmente compensado por la atención de las obligaciones

<sup>64</sup> En el marco de la ley de movilidad previsional, los jubilados y pensionados percibieron una suba de los montos de los haberes a partir de marzo de 2014 de 11,31% y de 17,21% en septiembre de ese año. En tanto, en marzo de 2015 el incremento fue de 18,26%.

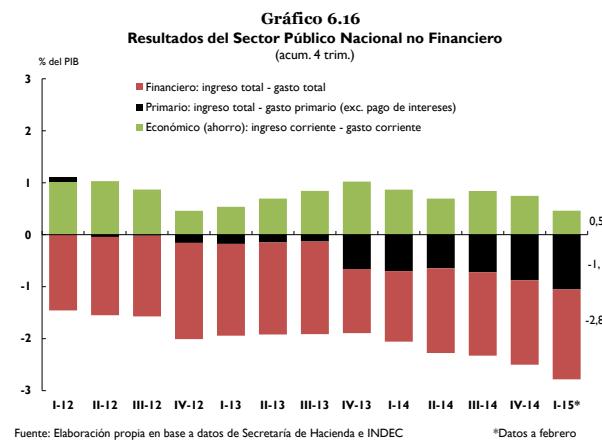
<sup>65</sup> Ley N° 26970.



\*Datos a feb-15



\*\*Datos a feb-15



\*Datos a febrero

asociadas al nuevo cuadro tarifario teórico con vigencia retroactiva desde febrero de 2015 (ver sección 7). Por otra parte, el gobierno nacional reformuló desde inicios de abril el subsidio al consumo domiciliario de gas en garrafas, destinando la asistencia financiera de manera directa —a través de la ANSeS— a unos 2,5 millones de hogares de menores recursos (Programa Hog.ar).

Además, el gasto en remuneraciones a los empleados públicos se elevó 39% i.a. como consecuencia de los aumentos salariales<sup>66</sup> otorgados y el incremento del empleo público (ver gráfico 6.13).

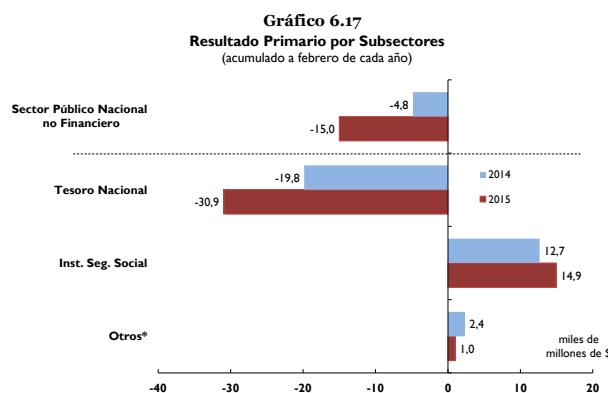
En tanto, las erogaciones de capital acumularon una expansión de 45% i.a. entre enero y febrero, impulsadas por las transferencias de capital a las provincias (55% i.a.) y los giros de capital al sector privado (158% i.a.). La inversión real directa registró una suba de 14% i.a. debido a mayores erogaciones llevadas a cabo por la Empresa Argentina de Soluciones Satelitales (ARSAT) y Nucleoeléctrica Argentina S.A. (NASA; ver gráfico 6.14).

A diferencia de los meses previos, los otros gastos corrientes —asociados a las importaciones de gas por parte de la Empresa Energía Argentina S.A. (ENARSA) para el abastecimiento del mercado interno registraron una fuerte desaceleración en el transcurso de los primeros dos meses de 2015 al expandirse 24% i.a. (38% i.a. en 2014; ver gráfico 6.15). En tanto el déficit operativo de las empresas públicas aumentó 9% i.a.

La evolución de los ingresos y del gasto primario implicó un aumento del déficit primario, el cual representó cerca de 1,1% del PIB en los últimos 12 meses a febrero de 2015. Por su parte, el déficit financiero del SPNF (una vez considerado el pago de intereses de deuda) se mantuvo en torno a 2,8% del Producto en el mismo lapso (ver gráfico 6.16).

Los intereses de la deuda pública aumentaron 148% i.a. entre enero y febrero, debido básicamente al pago de los servicios del bono Descuento con vencimiento contractual a fines de 2014 (efectuado el primer día hábil de 2015 como consecuencia del asueto administrativo del 31 de diciembre). Además, se atendieron los servicios vinculados a la ley de pago soberano para los tenedores de deuda que no ingresaron a los canjes de 2005 y 2010 (aproximadamente el 7% de la deuda elegible). Por último,

<sup>66</sup> Durante 2014 se acordó un incremento de las remuneraciones del SPNF de un 28,2% i.a. que se efectivizó en dos partes: 16,5% a partir de junio y 10% desde agosto.



\*Incluye Emp. pùb., fondos fiduci. y otros entes, organismos descentralizados, recursos afectados y ex cajas prov.

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

impactó sobre el aumento de los intereses la suba del tipo de cambio y la atención de servicios correspondientes al mayor stock de deuda.

A nivel de subsectores, durante el primer bimestre de 2015, se observó un mayor déficit primario del TN, que fue parcialmente compensado por los mayores excedentes de las instituciones de la seguridad social (ver gráfico 6.17).

### 6.3 Financiamiento y Deuda Pública Nacional

Durante el primer cuatrimestre de 2015, el TN siguió afrontando sus necesidades de financiamiento con fuentes provenientes del resto del sector público y con diversas colocaciones de instrumentos en el mercado que incrementaron su incidencia como fuente de financiamiento.

En lo que va del año —con información al 22 de mayo— se efectuaron cuatro licitaciones de títulos públicos en el mercado local por un total en Valor Nominal Original (VNO) superior a \$27.000 millones, sumando las colocaciones en moneda nacional y en dólares (ver cuadro 6.1 y 6.2). Se emitieron tres instrumentos en pesos: Bonos del Tesoro Nacional (BONAC) marzo 2016 y septiembre 2016, que pagan intereses de acuerdo a la tasa de las Letras del Banco Central (LEBAC) en \$ a 90 días y BONAC mayo 2016, con cupones determinados por la tasa de LEBAC en \$ a 252 días. También se efectuó un licitación en dólares del Bono de la Nación Argentina en dólares 2024 (BONAR US\$ 2024). El VNO colocado en este instrumento ascendió a US\$1.416 millones.

Estas emisiones se dan en un contexto en el que desde 2014 el Estado argentino ha vuelto a colocar deuda pública nacional en el mercado local para finanziarse —tras las emisiones realizadas desde 2013 asociadas a la regularización de pasivos en el marco el CIADI, al acuerdo de expropiación del 51% de las acciones de la empresa YPF a REPSOL S.A. y a la renegociación de los pasivos con los países que conforman el Club de París—. Aún ante la normalización de las obligaciones del sector público y de las recientes emisiones en el mercado local de deuda, la sostenida política de desendeudamiento público condujo a indicadores sumamente favorables que caracterizan un sólido perfil desde una comparación internacional (ver apartado 3).

**Cuadro 6.1**  
Tesoro Nacional. Emisiones de Deuda en pesos en el Mercado Local  
(2014 y 2015)

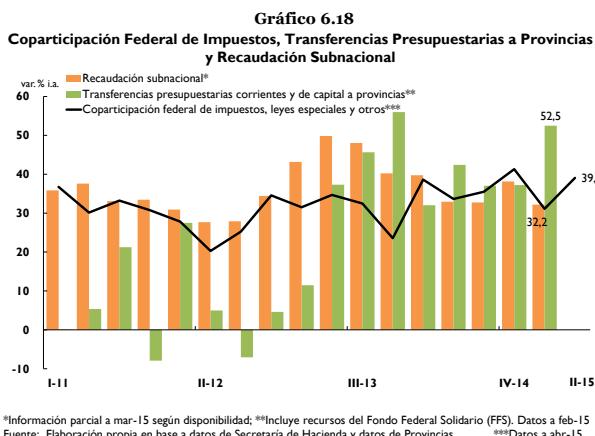
| Fecha de colocación  | Instrumento  | Moneda de denominación | Moneda de suscripción/pago | Cupón             | Año de vencimiento | Valor nominal original (VNO); en mill. |
|----------------------|--------------|------------------------|----------------------------|-------------------|--------------------|--|
| Mar-14               | BONAR 2017   | Pesos                  | Pesos                      |                   | 2017               | 5.540                                  |
| Jun-14               | BONAR 2017   | Pesos                  | Pesos                      | Badlar + 200 p.b. | 2017               | 4.460                                  |
| Sep-14               | BONAR 2016   | Pesos                  | Pesos                      |                   | 2016               | 10.000                                 |
| Total \$ 2014:       |              |                        |                            |                   |                    | 20.000                                 |
| Mar-15               | BONAC mar-16 | Pesos                  | Pesos                      |                   | 2017               | 3.909                                  |
| Mar-15               | BONAC sep-16 | Pesos                  | Pesos                      |                   | 2017               | 1.091                                  |
| Abr-15               | BONAC mar-16 | Pesos                  | Pesos                      | Lebac \$ 90 días  | 2016               | 2.699                                  |
| Abr-15               | BONAC sep-16 | Pesos                  | Pesos                      |                   | 2017               | 2.014                                  |
| May-15               | BONAC mar-16 | Pesos                  | Pesos                      |                   | 2017               | 2.362                                  |
| May-15               | BONAC may-16 | Pesos                  | Pesos                      | Lebac \$ 252 días | 2016               | 2.857                                  |
| Total acum. \$ 2015: |              |                        |                            |                   |                    | 14.931                                 |

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

**Cuadro 6.2**  
Tesoro Nacional. Emisiones de Deuda en dólares en el Mercado Local  
(2014 y 2015)

| Fecha de colocación    | Instrumento | Moneda de denominación | Moneda de suscripción/pago | Cupón | Año de vencimiento | Valor nominal original (VNO); en mill. |
|------------------------|-------------|------------------------|----------------------------|-------|--------------------|--|
| Oct-14                 | BONAD 2016  | Dólar                  | Pesos                      | 1,75  | 2016               | 983                                    |
| Nov-14                 | BONAD 2018  | Dólar                  | Pesos                      | 2,4   | 2018               | 654                                    |
| Dic-14                 | BONAR 2024  | Dólar                  | Dólar                      | 8,75  | 2024               | 286                                    |
| Total US\$ 2014:       |             |                        |                            |       |                    | 1.923                                  |
| Abr-15                 | BONAR 2024  | Dólar                  | Dólar                      | 8,75  | 2024               | 1.416                                  |
| Total acum. US\$ 2015: |             |                        |                            |       |                    | 1.416                                  |

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



Por último, entre enero y abril el financiamiento neto mediante Adelantos Transitorios (AT) del BCRA totalizó \$11.200 millones. El TN también obtuvo financiamiento neto de otras agencias del sector público no financiero y del Banco de la Nación Argentina.

## 6.4 Finanzas Públicas Subnacionales

Los recursos tributarios de origen nacional girados automáticamente a las provincias aumentaron 33% i.a. en el primer cuatrimestre del año, en línea con la evolución de la recaudación nacional del IVA y Ganancias.

Por su parte, entre enero y febrero de 2015 las transferencias presupuestarias de la Nación a las provincias se incrementaron 52% i.a.: 55% i.a. las destinadas a financiar gastos de capital –64% i.a. sin considerar el FFS— y 46% i.a. las corrientes, variaciones que resultaron superiores a las registradas durante 2014 (ver gráfico 6.18).

En tanto, durante los primeros tres meses del año, los recursos tributarios propios de los distritos subnacionales —con información parcial— también registraron un menor ritmo de expansión que en 2014.

Desde inicios de 2014 se fue prorrogando cada tres meses el esquema de refinanciación de las deudas provinciales con la Nación con la mayoría de las provincias, en tanto que a mediados de mayo se dispuso la extensión de este mecanismo para el segundo trimestre de 2015<sup>67</sup>. Según estimaciones oficiales, mediante el acuerdo, el conjunto de las provincias se ahorraría algo más de \$1.800 millones por servicios de deuda. Además se conoció que a inicios de año se redujo en \$10.027 millones el stock de deuda subnacional debido a la aplicación de los Aportes del Tesoro Nacional (ATN) a las provincias acumulados durante 2014.

En relación a las colocaciones en el mercado de capitales denominados en dólares o atados a la cotización del dólar (*dollar-linked*) de deuda provincial, a las dos emisiones registradas a inicios de año por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires se sumó una nueva realizada por la provincia de Chubut. En efecto, en marzo ésta última colocó casi US\$89 millones a 6 años de plazo con un rendimiento implícito de 4,5% en instrumentos *dollar-linked* (ver cuadro 6.3).

**Cuadro 6.3**  
**Colocaciones de Bonos en Dólares y Vinculados al Dólar (*dollar-linked*) de Distritos Subnacionales**

| Fecha colocación  | Provincia | Moneda               | Monto en millones moneda original | Plazo original (años) | Rendimiento de colocación |
|-------------------|-----------|----------------------|-----------------------------------|-----------------------|---------------------------|
| ene-14            | CABA      | <i>dollar-linked</i> | 146,0                             | 6,0                   | 2,0%                      |
| may-14            | CABA      | <i>dollar-linked</i> | 100,0                             | 2,0                   | 4,8%                      |
| may-14            | Neuquén   | <i>dollar-linked</i> | 24,7                              | 2,5                   | 2,9%                      |
| jun-14            | CABA      | <i>dollar-linked</i> | 75,9                              | 2,0                   | 2,5%                      |
| ago-14            | CABA      | <i>dollar-linked</i> | 64,6                              | 2,0                   | 0,4%                      |
| sep-14            | CABA      | <i>dollar-linked</i> | 111,1                             | 4,0                   | 2,3%                      |
| <b>Acum. 2014</b> |           |                      | <b>522,3</b>                      |                       |                           |
| ene-15            | CABA      | <i>dollar-linked</i> | 36,9                              | 1,8                   | 4,8%                      |
| feb-15            | CABA      | dólar                | 500,0                             | 6,0                   | 9,0%                      |
| mar-15            | Chubut    | <i>dollar-linked</i> | 88,9                              | 6,0                   | 4,5%                      |
| <b>Acum. 2015</b> |           |                      | <b>625,8</b>                      |                       |                           |

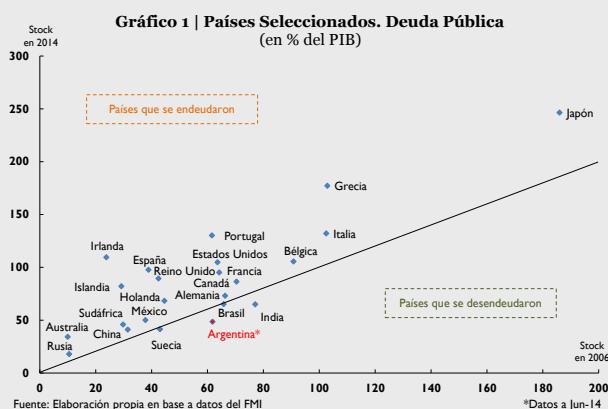
Fuente: Elaboración propia en base a datos de las provincias.

<sup>67</sup> Resolución N° 318/2015 del Ministerio de Economía y Finanzas Pùblicas.

## Apartado 3 / La Deuda Pública desde una Perspectiva Internacional

Tras una década de instrumentación de una política de desendeudamiento<sup>68</sup>, el Estado argentino logró revertir el proceso de acumulación de deuda pública iniciado en la última dictadura militar y que llegó a su fin con el colapso de la convertibilidad en el año 2002. Esta política permitió alcanzar un alto grado de solvencia en los indicadores de deuda, tanto en términos relativos a la existente tres lustros atrás como a la observada en los demás países con similar o mayor nivel de desarrollo económico y social.

En la comparación internacional, según datos del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>69</sup>, el Estado argentino fue uno de los pocos que registró una reducción del stock de deuda pública en los últimos años. Entre 2006 y 2014 la deuda medida en términos del PIB se contrajo en 13,2 puntos porcentuales (p.p.), mientras que casi todos los demás países registraron alzas, en muchos casos muy significativas. El aumento de los niveles de endeudamiento público que se registró a nivel general fue resultado, en gran medida de las acciones tendientes a evitar el derrumbe de sus sistemas financieros y/o como consecuencia de la política fiscal expansiva llevada a cabo ante la profundización de la crisis financiera internacional con epicentro en las economías avanzadas en 2008 (ver gráfico 1).



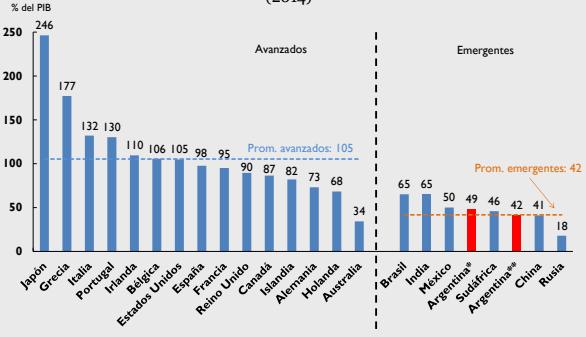
Paradójicamente, entre los países en los cuales se produjeron los mayores saltos en el nivel de deuda se encuentran aquellos que fueron durante mucho tiempo ejemplos de austeridad y finanzas “sanas”: Japón, Irlanda, Islandia, sólo para mencionar los

más emblemáticos, expandieron la deuda pública en más de 50 p.p. del PIB en estos años. Incluso en Alemania, tal vez la mayor expresión de esta cosmovisión, la deuda creció, aunque se ubique entre los países con menor alza.

A nivel local, la política de desendeudamiento, en contraste con la aplicada por los demás países, llevó a ubicar al Estado argentino entre los de menor stock de deuda. Según la estimación del último Monitor Fiscal del FMI la Deuda Pública argentina alcanzó el 48,6% del PIB en 2014, mientras que este ratio se encuentra en 41,9% de acuerdo a los datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la Nación, a junio de ese año —última información oficial disponible—. De este modo, Argentina forma parte del grupo de países con bajo nivel de deuda en términos del PIB, que representa menos de la mitad del ratio promedio que registran los países desarrollados, tanto en relación a las naciones vulnerables de la zona del euro como a las potencias (Estados Unidos, Japón, Francia y el Reino Unido). Incluso, en la comparación con Alemania las diferencias son contundentes: ésta tiene una deuda pública alrededor de 30 p.p. del producto superior a Argentina (ver gráfico 2).

La estrategia de retracción de la deuda pública le permitió a Argentina mejorar su situación relativa con respecto a México y Brasil. En ambos países el stock en 2006 era inferior o similar al de Argentina.

**Gráfico 2 | Países Seleccionados. Deuda Pública (2014)**



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

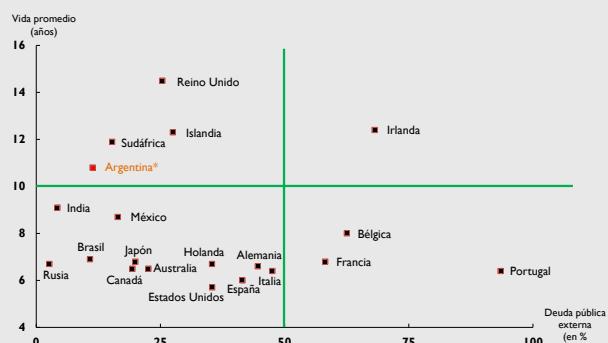
Las mejoras no se limitaron a la reducción del stock de la deuda pública en relación al tamaño de la economía. También la política de administración de pasivos dio lugar a condiciones financieras más favorables. Por ejemplo, se incrementó la vida promedio medida en años, que brinda una buena

<sup>68</sup> Para mayor información ver apartado 3 del **Informe Macroeconómico y de Política Monetaria** de abril de 2013.

<sup>69</sup> Informe “Monitor Fiscal” de abril de 2015.

aproximación de la maduración de los compromisos originados en los vencimientos de deuda, y se redujo la proporción de deuda externa sobre el total, que sirve como referencia de la magnitud de la dependencia respecto de los acreedores no residentes.

Gráfico 3 | Vida Promedio y Deuda Pública Externa



\*El dato de deuda pública externa argentina se calculó a partir del ratio publicado en el Monitor Fiscal del FMI de octubre de 2014, debido a un error en la cifra publicada en el documento del FMI de abril de 2015. El dato a junio de 2014 del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas asciende a 15,2%.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de FMI

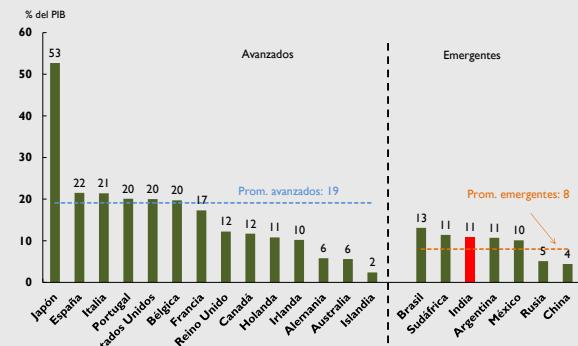
Según las estimaciones del FMI, la vida promedio de la deuda pública argentina es de 10,8 años<sup>70</sup>, superior a la existente en la mayoría de los restantes países. Para el promedio de los países avanzados del Grupo de los 20 (G-20) este indicador es 4 años inferior al de Argentina, al ubicarse en 6,8 años. En el caso de la deuda pública externa, la posición de Argentina en términos relativos a los restantes países también resulta muy favorable, al ubicarse entre los países de menor exposición a acreedores no residentes (ver gráfico 3).

Frecuentemente surgen alertas por el desempeño de las cuentas públicas argentinas y las elevadas necesidades de financiamiento de corto plazo del sector público, definidas como la suma del resultado fiscal y las amortizaciones del ejercicio. No obstante, esta línea argumental no se sustenta en los diversos indicadores que caracterizan el estado del endeudamiento del sector público argentino. Según las proyecciones del FMI, para el año 2015 Argentina, con necesidades financieras equivalentes a 10,7% del PIB, se encuentra en el grupo de países con requerimientos intermedios entre los países emergentes y muy inferiores a los de la mayoría de los países desarrollados, a tal punto que el promedio de los avanzados se ubica en torno a 19% del producto (ver gráfico 4).

El análisis efectuado hasta aquí, en base a datos y estimaciones del FMI, demuestra que, consideran-

do los indicadores más representativos para evaluar la solidez de la posición deudora del sector público, tanto desde la dinámica reciente de desendeudamiento y del nivel actual de deuda, como en sus condiciones (vida promedio, composición por lugar de residencia del tenedor y necesidades de financiamiento de corto plazo), Argentina muestra indicadores robustos y sostenibles en términos comparativos a otros países.

Gráfico 4 | Países Seleccionados. Necesidades de Financiamiento Bruto (2015)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de FMI

Para disponer de una caracterización más completa de la política de desendeudamiento instrumentada en el último decenio es necesario contemplar otros aspectos en cuanto a la dinámica de la deuda del Estado argentino.

En primer lugar, es fundamental considerar el punto de partida. El desendeudamiento empezó como el resultado inevitable de una deuda impagable declarada en cesación de pagos que devino en la acumulación de atrasos en los pagos de intereses y amortizaciones. Incluso, la deuda pública contraída hasta allí no fue aplicada al incremento del acervo del Estado y se acrecentó a pesar de la venta o concesión de casi todas las empresas públicas. Para el año 2000, la deuda pública en moneda extranjera representaba el 652% de las reservas internacionales y el 391% de las exportaciones del año, mientras que el pago de los servicios (intereses y amortizaciones) representaba el 66% de los recursos tributarios obtenidos durante ese año por el Sector Público. La exposición financiera de la deuda ya era insostenible antes del derrumbe definitivo de la convertibilidad.

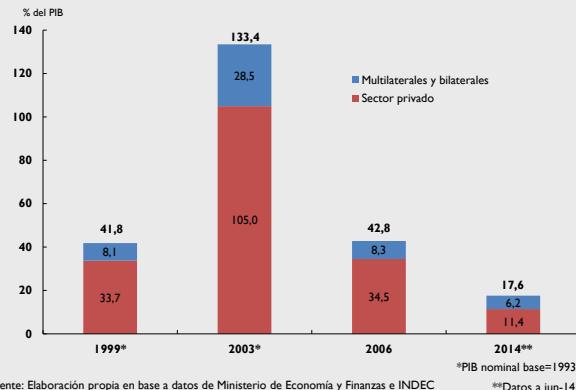
En segundo lugar, clarifica desagregar la política de desendeudamiento en dos estrategias. Una de ellas se dirigió a salir del *default* declarado a fines de 2001 y la situación de atrasos en los pasivos bilaterales. Aquí se inscriben básicamente la reestructuración de la deuda en los canjes de títulos de 2005 y 2010 con una gran quita de capital y mejora en las condiciones financieras (por tasa y plazos) —con la aceptación de cerca del 93% de los acreedo-

<sup>70</sup> Según el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, a junio de 2014, la vida promedio de la deuda pública ascendió a 8,7 años y la de los títulos públicos a 11,2 años.

res— y los acuerdos con los países que integran el Club de París. La otra estrategia estuvo orientada a disponer de un mayor grado de libertad para la política económica y consistió en saldar deuda con acreedores privados y organismos internacionales mediante el endeudamiento con entes del propio sector público. Se destacan en este caso el pago de la deuda total con el FMI y la creación del Fondo de Desendeudamiento Argentino (FONDEA) y del Fondo de Pagos a Organismos Internacionales (FONDOI) para afrontar con las reservas internacionales los servicios de deuda pública con los acreedores privados y con los multilaterales y bilaterales, respectivamente. Cabe destacar que estos fondos se crearon en 2010 cuando las tasas de interés internacionales permanecían en niveles mínimos históricos cercanos a cero, implicando un costo de oportunidad muy favorable para el financiamiento del sector público. La creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) que estatizó las ex administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones (contemplando sus activos y pasivos) también contribuyó a esta estrategia de desendeudamiento, porque cerca de la mitad de sus activos estaban colocados en títulos públicos. Además, los flujos de ingresos de este sistema aportaron una fuente de financiamiento adicional al tesoro nacional.

Todas las acciones que tuvieron como consecuencia el cambio de acreedor del sector privado al público no se reflejan en las estadísticas como reducción de la deuda, sencillamente porque ésta sigue existiendo, sólo que se la debe a sí mismo o, para ser más precisos, a entes que conforman el Estado argentino. De esta forma, al incorporar esta dimensión, la política de desendeudamiento fue aún más pronunciada a la descripta en la comparación internacional: el stock de deuda pública nacional con el sector privado en sentido estricto es de 11,4% del PIB y llega a 17,6% del producto si se le suman los organismos internacionales y los acreedores bilaterales, según los datos a junio de 2014. En consecuencia, la deuda pública neta de los acreedores del propio sector público se redujo en casi 25 p.p. con respecto a 2006, casi el doble de la retracción observada en la deuda total.

Gráfico 5 | Deuda Pública Nacional Neta de Acreedores del Sector Público



A modo de conclusión, como demuestran todos los indicadores aquí vertidos, Argentina pasó de ser uno de los países con mayor nivel de deuda pública a presentar un estado robusto de situación en la materia. En tan sólo un decenio se logró revertir un proceso que acumuló endeudamiento durante más de tres lustros. La magnitud de la política de desendeudamiento fue tal que permitió reducir el stock de deuda con acreedores privados a un nivel similar al stock de la deuda total vigente durante la década del sesenta (14% del PIB en promedio). Es así que resultó viable volver bajo condiciones adecuadas a los mercados voluntarios de crédito con la finalidad de refinanciar los vencimientos de deuda y/o fortalecer el financiamiento de obras de vivienda e infraestructura.

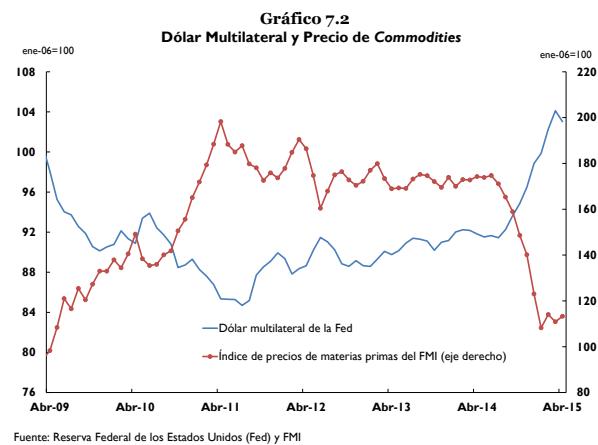
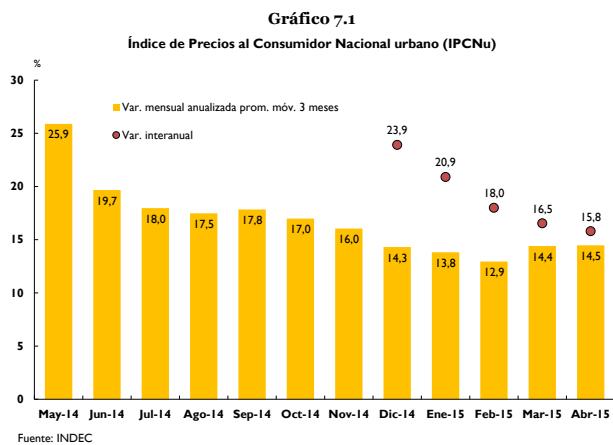
## 7 Precios

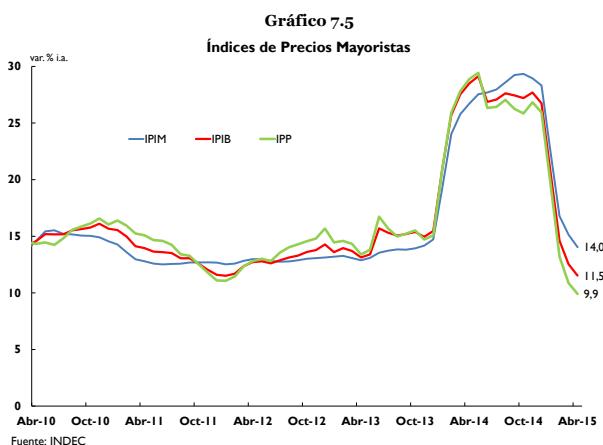
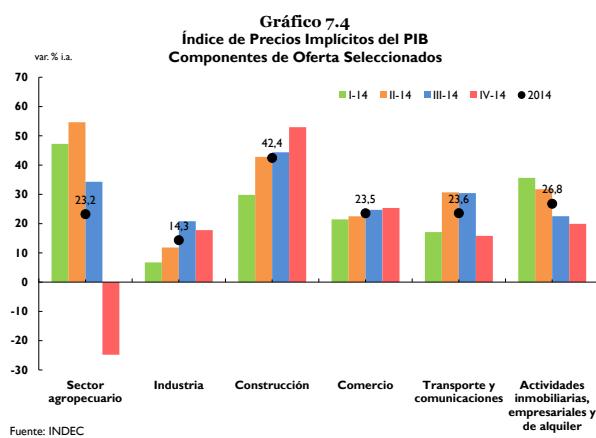
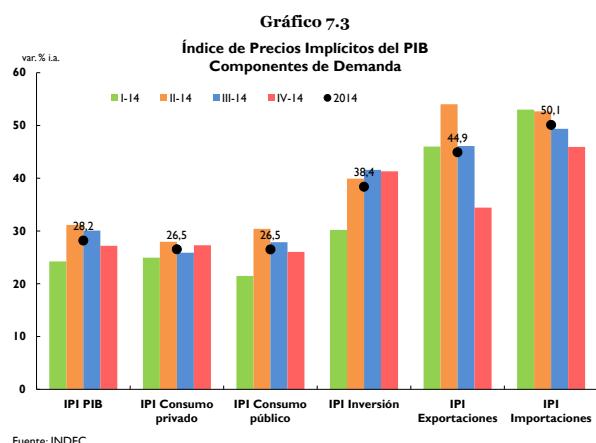
El Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB se elevó 27,2% interanual (i.a.) durante el cuarto trimestre de 2014, desacelerándose respecto de los trimestres previos y cerrando el año con un alza promedio de 28,2%. Este comportamiento se debió fundamentalmente a la incidencia negativa del deflactor de las exportaciones netas al crecimiento del IPI del PIB.

Los precios mayoristas, minoristas y los costos de la construcción, mantuvieron en lo que va de 2015 una tasa de expansión media mensual acotada, con una desaceleración generalizada en términos interanuales. Mientras que los precios mayoristas crecieron en torno a 12% i.a. a fines del primer cuatrimestre, el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNu) marcó un incremento de 15,8% i.a. (8,1 puntos porcentuales —p.p.— por debajo del de diciembre). La desaceleración en el ritmo de suba del IPCNu se debió fundamentalmente a lo sucedido con los precios de los alimentos y bebidas y del transporte y comunicaciones, en ambos casos por su elevada participación en la canasta. La tasa mensual anualizada de este índice de los últimos tres meses fue de 14,5% en abril, prácticamente idéntica a la de fines de 2014. Por su parte, el índice de costo de la construcción también mostró una menor tasa de suba interanual (17,7% i.a. en abril), en respuesta principalmente a la trayectoria de los costos de mano de obra y de los materiales.

En los primeros meses del año los salarios nominales presentaron una menor tasa de variación interanual que se ubicó 32,7% en marzo de 2015. En cuanto a las negociaciones paritarias para 2015, al inicio de año se repitió la estrategia de acuerdos “puente” a cuenta de futuros aumentos. Recientemente cuatro de los gremios con mayor cantidad de afiliados en el sector privado —contabilizan poco más del 50% del total de la sindicalización del sector— y un gremio vinculado al sector público acordaron subas en torno a 27% en dos tramos, mientras que el cierre de algunos acuerdos se dilataron en comparación con lo observado en 2014.

Los precios internacionales de los *commodities* continuaron disminuyendo en lo que va del año. Esto sucedió en el marco de una apreciación generalizada del dólar estadounidense y abundante oferta de estas materias primas con niveles récord de producción e inventarios. Sobre los productos industriales también presionó a la baja la débil demanda asociada al desempeño económico global. Más recientemente, se observó un repunte en el precio del petróleo crudo originado por la presencia de conflictos geopolíticos —en Medio Oriente y norte de África— y la caída de los inventarios norteamericanos. Finalmente, la “financiarización” (compras y ventas por tomas de posiciones especulativas) asociada a estos bienes exacerbó su volatilidad.





<sup>71</sup> El deflactor del PIB es un índice tipo Paasche (de cantidades móviles), mientras que los índices que miden precios mayoristas, minoristas y los costos de la construcción son de tipo Lasperey (de cantidades fijas).

## 7.1 Precios Implícitos del Producto

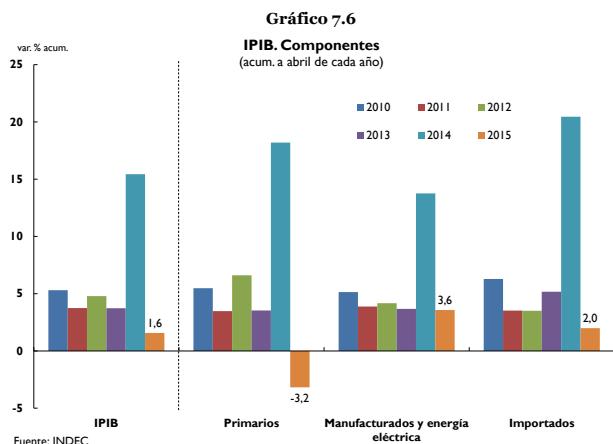
Durante el cuarto trimestre de 2014, el Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB<sup>71</sup> aumentó 27,2% interanual (i.a.), desacelerándose respecto de los trimestres previos, en los que había alcanzado incrementos superiores al 30%. Así, 2014 cerró con una variación media anual de 28,2%.

Por el lado de la demanda todos los componentes del IPI del PIB redujeron su tasa de variación en términos interanuales, con excepción del consumo privado. La mayor suba en el último cuarto del año la registró el IPI de la inversión (41,3% i.a.), donde los importados fueron los que más crecieron. En tanto, los deflactores del consumo público y privado se elevaron a tasas similares a la del nivel general (26,0% y 27,3%, respectivamente). Finalmente, los precios implícitos de las importaciones (45,9% i.a.) aumentaron a un ritmo superior al de las exportaciones (34,4% i.a.), compensando parcialmente el alza de los otros componentes (ver gráfico 7.3).

En cuanto a la clasificación por el lado de la oferta, dentro de los componentes del PIB bienes en la última parte del año se destacó el incremento del deflactor de la construcción (53% i.a.). En tanto, los precios implícitos de la Industria manufacturera se elevaron 17,8% i.a. El IPI del sector agropecuario presentó a fines de año una contracción de 24,8% i.a., situación que no se daba desde inicios de 2009, en línea con la evolución de las cotizaciones internacionales de los cereales y las oleaginosas (ver subsección 7.6). Dentro de los sectores proveedores de servicios, en igual período, el IPI del comercio fue el de mayor crecimiento (25,3% i.a.). En tanto que actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler y transporte y comunicaciones evidenciaron tasas de aumento menores de 19,9% y 15,8% i.a., respectivamente (ver gráfico 7.4).

## 7.2 Precios Mayoristas

En los primeros dos meses del año los precios mayoristas presentaron tasas de crecimiento mensual prácticamente nulas, para luego retomar en el segundo bimestre a valores más próximos a la de los últimos meses del 2014. En términos interanuales los indicadores mayoristas continuaron desacelerándose, sobre lo que incidió la comparación con las mayores variaciones de precios de inicios de 2014.



El Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) acumuló en el primer cuatrimestre un alza de 2,2%. Netos de impuestos y subsidios, los precios mayoristas medidos a través del Índice de Precios Internos Básicos (IPIB) se elevaron 1,6% en igual período. En tanto, el Índice de Precios al Productor (IPP), que excluye a los bienes importados del IPIB, fue el menos dinámico, al ubicarse 0,9% por sobre el dato de diciembre. En su comparación interanual, los precios mayoristas alcanzaron subas de entre 10% y 14% (ver gráfico 7.5).

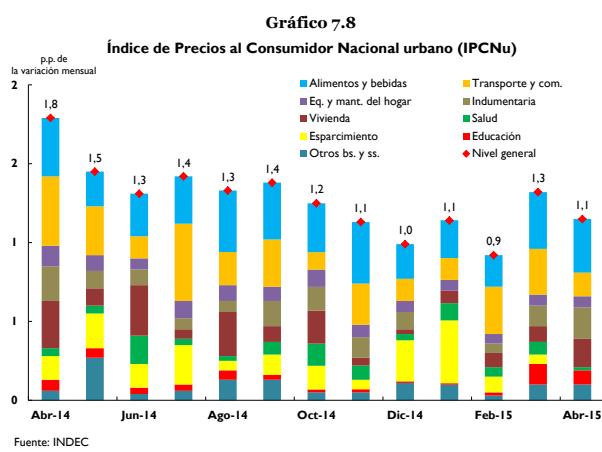
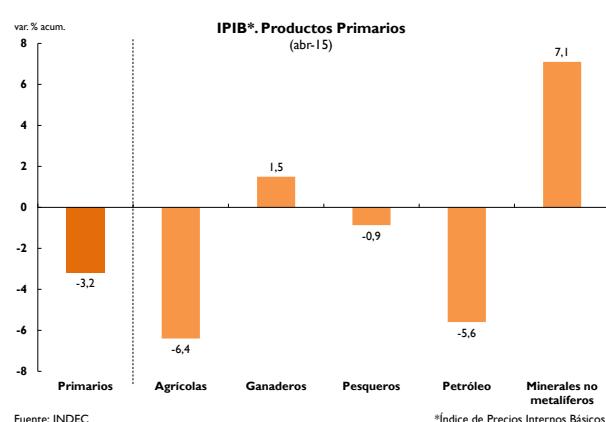
A nivel desagregado, de acuerdo al IPIB, los bienes manufacturados y la energía fueron los que registraron el mayor crecimiento en el acumulado del año (3,6%), alcanzando una tasa interanual de 15,4%. Los alimentos y bebidas, tabaco, automotores, papel y derivados y maquinaria y equipos fueron los componentes que más contribuyeron al aumento acumulado en el cuatrimestre. En tanto, refinados de petróleo tuvieron una contribución negativa en el período, que compensó parcialmente el alza de los otros componentes.

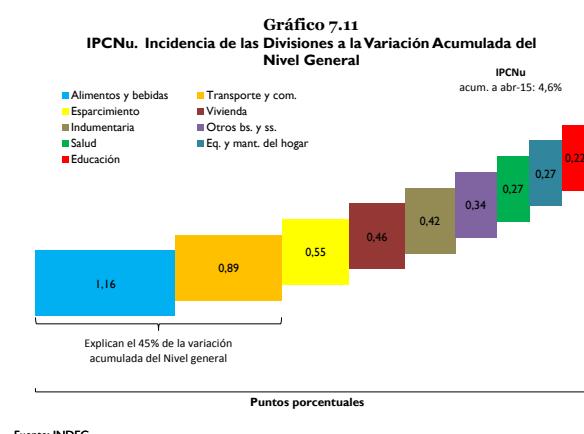
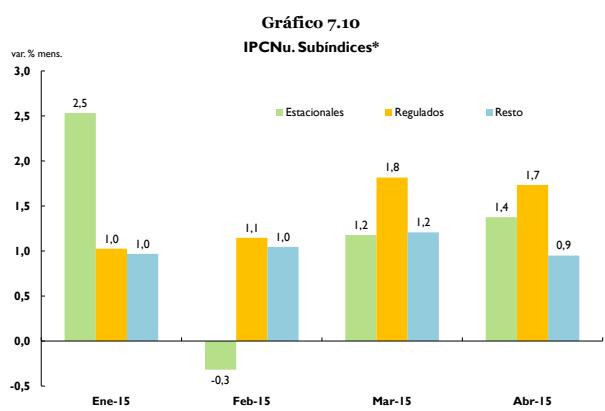
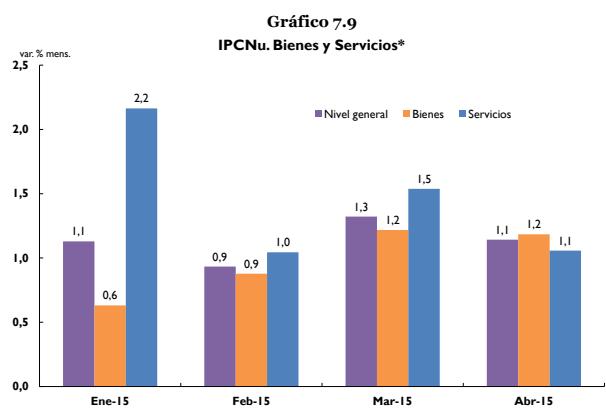
Los precios de los productos primarios se contrajeron 3,2% en los primeros cuatro meses de 2015 (ver gráfico 7.6). Esta baja se explicó por la caída acumulada del precio de los productos agrícolas (-6,4%) y de los petroleros (-5,6%), acorde con lo sucedido con las cotizaciones internacionales de las materias primas. Este comportamiento fue parcialmente compensado por la suba del precio de los productos ganaderos y de los minerales no metalíferos. En este marco, los productos primarios continuaron desacelerándose en términos interanuales hasta alcanzar un alza de 3,6% i.a. en abril (ver gráfico 7.7).

Finalmente, los importados acumularon un incremento de 2,0% en el cuatrimestre y también perdieron dinamismo, alcanzando un alza interanual de 8,1% a fin de ese período.

### 7.3 Precios Minoristas

A lo largo del primer cuatrimestre de 2015 el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNu), mantuvo una tasa de suba mensual similar a la del último trimestre de 2014 y significativamente inferior a la observada en la primera parte de 2014, acumulando un alza de 4,6% en el período. La tasa de incremento promedio mensual anualizada del IPCNu correspondiente al período febrero-abril de 2015 se ubicó en 14,5%, mientras que la suba inter-





anual al cuarto mes del año fue de 15,8% (ver gráficos 7.1 y 7.8).

Analizando en forma separada el comportamiento de los bienes y de los servicios de la canasta de consumo<sup>72</sup> en lo que va de 2015, mientras que los bienes se elevaron en torno al 1% en promedio mensual, los servicios evidenciaron un mayor aumento (ver gráfico 7.9). En términos interanuales los servicios mantuvieron una tasa de crecimiento cercana al 20%, mientras que los bienes se desaceleraron, ubicándose en 14% i.a. en abril. A nivel desagregado, el incremento en lo que va del año de los precios de los servicios se explicó mayormente por la evolución del valor de los siguientes servicios: telefonía, educación, servicios básicos para la vivienda, alquileres y turismo. En cambio, el alza en los precios de los bienes se debió mayormente a lo acontecido en los alimentos y bebidas, autos y bienes relacionados y cigarrillos.

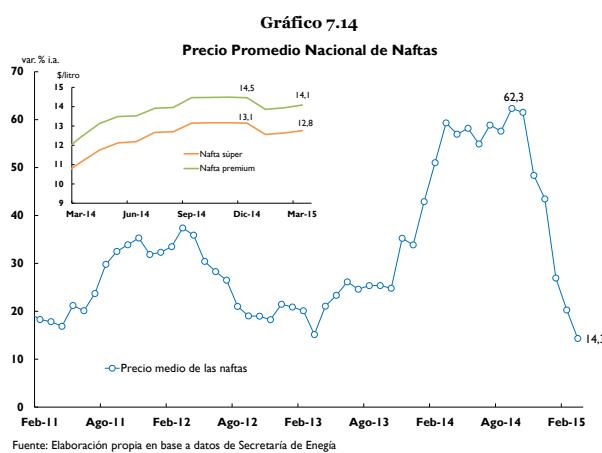
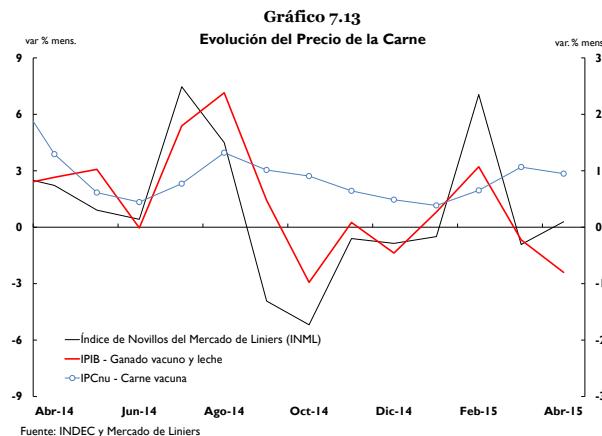
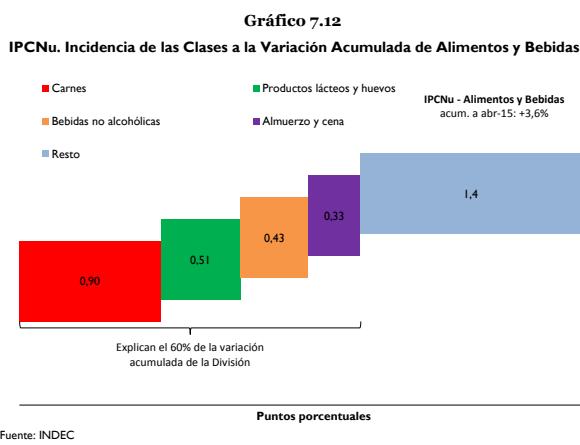
A nivel de subíndices<sup>73</sup>, los precios de los productos regulados estuvieron influenciados por los aumentos en los servicios de telefonía, funcionamiento y mantenimiento de vehículos, cigarrillos y transporte público de pasajeros, con una mayor incidencia en el segundo bimestre. Por su parte, los precios de los bienes y servicios estacionales estuvieron influenciados en la primer parte del año por el comportamiento habitual de los servicios asociados al turismo y, más recientemente, por verduras e indumentaria (ver Gráfico 7.10). Finalmente, el IPC resto (compuesto por bienes y servicios que no están afectados por cuestiones estacionales o regulaciones gubernamentales) mantuvo un incremento estable a lo largo del trimestre en torno a 1%.

En el período bajo análisis, las subas en alimentos y bebidas y en transporte y comunicaciones tuvieron la mayor incidencia en los precios minoristas por su elevado peso relativo en la canasta de consumo. Así, en conjunto estas divisiones explicaron casi la mitad de la variación acumulada de 2015. Les siguieron en importancia, según su contribución, esparcimiento, vivienda y indumentaria (ver gráfico 7.11).

En lo que va de 2015, alimentos y bebidas verificó un crecimiento de 3,6% (11,6% i.a. en abril) en el que incidieron mayormente las subas en las carnes, los lácteos y huevos, las bebidas no alcohólicas y el almuerzo y cena fuera del hogar (ver gráfico 7.12).

<sup>72</sup> Estimación con nivel de apertura a 3 dígitos del IPCNu, según la metodología del IPC GBA (1999=100).

<sup>73</sup> Estimación con nivel de apertura a 3 dígitos del IPCNu, según la metodología del IPC GBA (1999=100).



La mayor suba mensual en el precio de la carne en el comienzo del año reflejó con cierto rezago la restricción de oferta que tuvo lugar a fines de 2014, en parte influida por las inundaciones y anegamientos en las zonas productoras (ver gráfico 7.13). No obstante, en términos interanuales la carne continúo desacelerándose, exhibiendo en abril un incremento de 9,7%.

En los primeros cuatro meses del año, la división transporte y comunicaciones se elevó 4,7%. Influyeron los mayores valores de la telefonía, de los bienes y servicios asociados al funcionamiento de vehículos (entre los que se incluyen peajes, naftas y seguros), de los autos nuevos y, en menor medida, del transporte público.

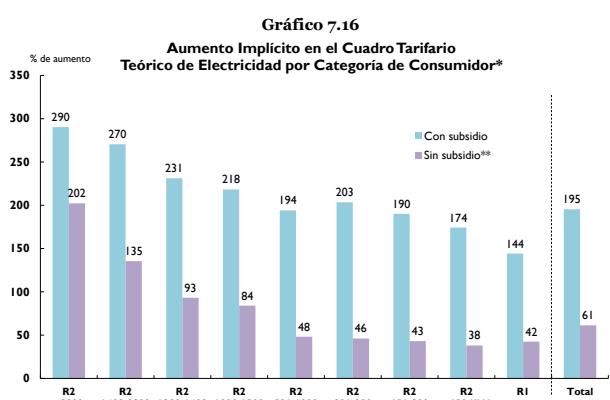
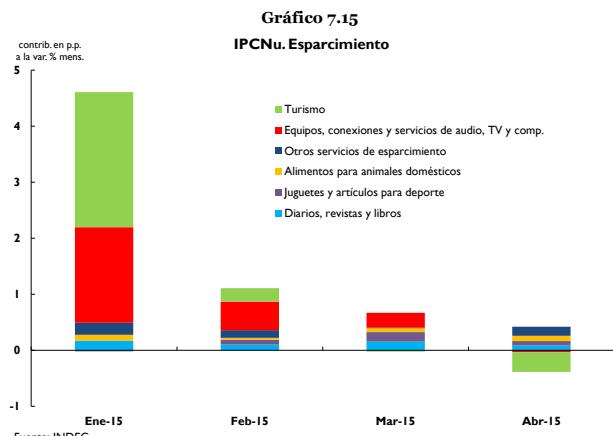
Tras la reducción de la alícuota que grava las naftas a inicios de año<sup>74</sup>, se observó una caída en el precio de surtidor de 5%. En los meses subsiguientes retomaron el sendero alcista, aunque sin alcanzar los valores de diciembre (ver gráfico 7.14). La variación interanual de los combustibles presentó una marcada desaceleración, debido efecto en parte a elevadas variaciones de precios de inicios del año pasado, ubicándose en abril aproximadamente 14% por sobre el guarismo de igual período de 2014.

En materia de transporte público, se actualizaron en mayo los valores de ficha y bajada de bandera para los taxis de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Esto se adicionó a las nuevas tarifas para la línea de trenes Mitre (ramal Mitre y Suárez)<sup>75</sup> que rigen desde febrero. De esta manera, la clase experimentó un alza de 6,4%, en el primer cuatrimestre y de 22,1% i.a. en abril de 2015. Finalmente, el subíndice referido a comunicaciones se expandió 7,1% en lo que va del año, efecto básicamente de los mayores valores de los servicios de telefonía y correo.

A inicios de año la división esparcimiento fue impulsada fundamentalmente por equipos, conexiones y servicios de audio, TV y computación y por turismo (ver gráfico 7.15). Dentro de éste último, alojamiento y excursiones acumuló en el primer cuatrimestre un incremento de 13,2%. En sentido inverso, el bajo crecimiento de alimentos para mascotas, juguetes y otros servicios de esparcimiento permitieron contener el alza de esta división. De esta manera, en los primeros meses del año el componente de esparci-

<sup>74</sup> Decreto N° 2579/14.

<sup>75</sup> Mediante Resolución N°79/15 del Ministerio del Interior y Transporte a partir del 10 de febrero se unificaron las secciones tarifarias y se incrementó el valor del pasaje, que en promedio implicó un alza cercana al 60%. Al igual que con otros ramales, el usuario deberá pagar la tarifa máxima en la estación en la que inicia el viaje, debiendo validar la salida en la estación de destino en la que se le acreditará, en caso de corresponder, el diferencial entre el valor del boleto pagado y el correspondiente al viaje realizado.



miento se elevó 6,5% y alcanzó en abril una suba de 23,9% i.a.

En vivienda el aumento entre enero y abril fue de 4,6%, siendo alquileres y servicios básicos para la vivienda los componentes que más contribuyeron al alza, en tanto que reparaciones y gastos comunes fue el de menor aporte. Puntualmente el desempeño de servicios básicos para la vivienda se explicó por la dinámica de los combustibles para la vivienda, componente que estuvo impulsado por el precio de las garrafas. Recientemente se cambió el esquema de subsidios al consumo de gas envasado<sup>76</sup>, pasando de precios subsidiados a subsidios directos a las familias sin acceso al gas por red, lo que llevó a un incremento en el valor de venta de la garrafa.

En lo que refiere al servicio eléctrico, durante marzo la Secretaría de Energía, dependiente del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, aprobó un aumento transitorio de los ingresos a las empresas de distribución eléctrica de la Ciudad de Buenos Aires y el gran Buenos Aires (EDENOR S.A. y EDESUR S.A.), retroactivo al mes de febrero<sup>77</sup>. La resolución contempla dos fuentes de ingresos adicionales a las distribuidoras de energía eléctrica del área metropolitana<sup>78</sup>: el diferencial entre el valor teórico y el vigente de tarifas y el saldo remanente de fondos que surja entre los cargos por consumo en exceso y el pago de bonificaciones por ahorro del Programa de Uso Racional de la Energía Eléctrica (PUREE)<sup>79</sup>.

Respecto de la primera fuente de ingresos, en el anexo de la norma se publicó un cuadro tarifario teórico para todas las categorías de consumidores que son abastecidos por estas empresas. Dicho esquema mantiene la división entre consumidores con subsidio y sin subsidio<sup>80</sup>. Para los consumidores residenciales que reciben subsidios, el nuevo cuadro implica en promedio —ponderado según consumo— valores de energía que superan a los vigentes en 195%. En tanto, la nueva tarifa teórica para los usuarios residenciales sin subsidio se ubica en promedio 61% por sobre los valores actuales (ver gráfico 7.16). Sin embargo, los consumidores continuarán abonando las tarifas eléctricas al precio vigente y será CAMMESA, el organismo encargado de la administración del Mercado Eléctrico Mayorista (MEM), quien realizará las transferencias de fondos por el di-

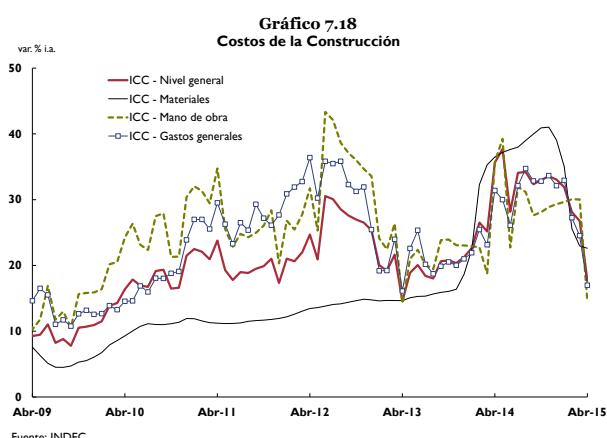
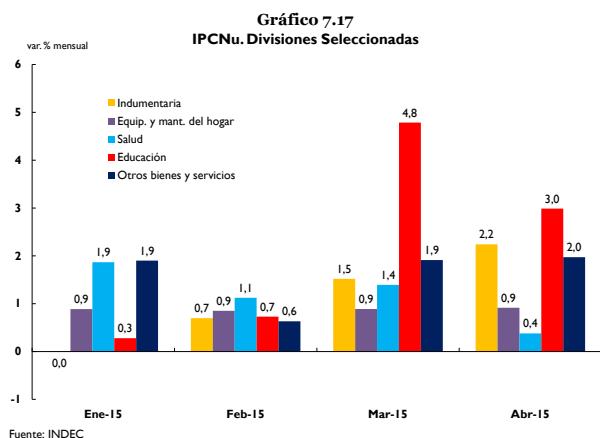
<sup>76</sup> Resolución 49/2015 de la Secretaría de Energía.

<sup>77</sup> Resolución 32/2015 de la Secretaría de Energía.

<sup>78</sup> Estos ingresos adicionales que cobrarán las distribuidoras, según lo establece la resolución, son a cuenta de la Revisión Integral de Tarifas (RTI) que eventualmente se lleve a cabo.

<sup>79</sup> Cabe señalar que con anterioridad a la resolución dichos fondos eran propiedad de la Secretaría de Energía.

<sup>80</sup> Segundo la quita de subsidios aplicada a fines de 2011.



ferencial de precios entre el cuadro vigente y el teórico. Dado que la tarifa abonada por los consumidores no se vio afectada, la medida no tuvo impacto sobre el IPCNu.

En tanto, los precios de la indumentaria aumentaron 4,5% en el primer tercio del año, impulsados por el ingreso de las prendas de la colección “otoño-invierno” entre marzo y abril. En otros bienes y servicios (6,6% acumulado en el año), el mayor crecimiento lo tuvieron los precios de los cigarrillos, efecto del impacto parcial en enero del alza autorizada en diciembre de 2014 y del incremento de 10% establecido a mediados de marzo.

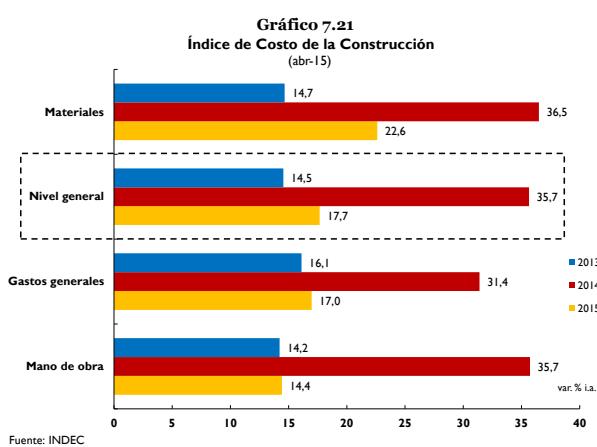
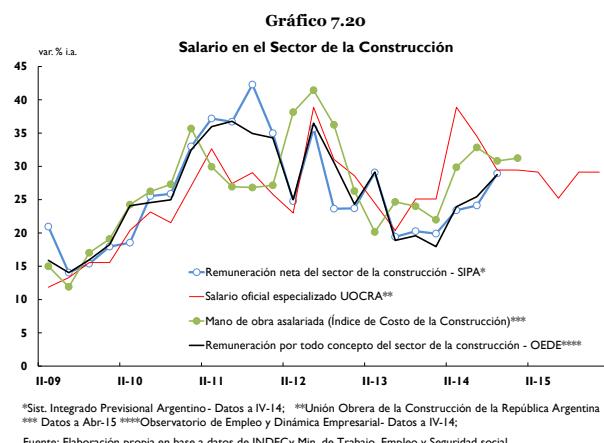
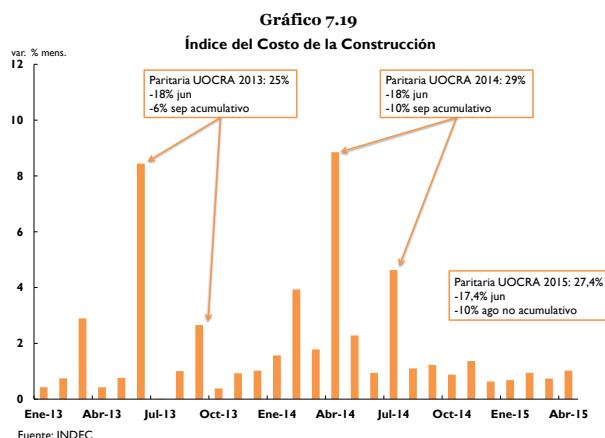
En salud incidió el ajuste autorizado para la medicina prepaga en marzo (4%), a lo que sumó la aprobación gubernamental para incrementar el valor de venta al público de los medicamentos en enero y abril, dando lugar a un alza acumulada de 4,8% de la división en lo que va del año. Equipamiento y mantenimiento aumentó entre diciembre y abril 3,6%. Respecto del servicio doméstico, que se computa en esta división, a partir de enero se comenzó a pagar un aumento de 30% sobre los salarios de agosto de 2014, implicando 10 puntos porcentuales (p.p.) más que lo que se abonó entre septiembre y diciembre<sup>81</sup>. Además impactaron en el cuatrimestre los mayores valores de los productos y utensilios de limpieza y de los muebles y artefactos del hogar.

Por último, en educación influyó el primer ajuste en las cuotas de los servicios educativos y los mayores valores de los libros de estudio y de los útiles escolares, aumentos que estuvieron mayormente concentrados en el mes de marzo (ver gráfico 7.17).

En abril se anunció la actualización de precios del programa “Precios cuidados”<sup>82</sup> para el segundo trimestre del año. Para dicho período se autorizó un incremento medio para la canasta de 2,8%. Así, el alza acumulada para el primer semestre de 2015 ronda el 6%. Además, se difundió la incorporación de 25 nuevos productos y 6 nuevas empresas proveedoras. De este modo, al presente el programa cuenta con un total de 476 bienes, provistos por 107 compañías.

<sup>81</sup> Resolución N°1062/14 del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

<sup>82</sup> Acuerdo entre el Gobierno Nacional, los supermercados, los distribuidores y sus principales proveedores de administración de precios flexibles a partir de la cual se establecen precios de referencia para brindar mayor previsibilidad a los consumidores.



## 7.4 Costo de la Construcción

En lo que va del año, el Índice de Costo de la Construcción (ICC) acumuló un alza de 3,4%. En términos interanuales el índice verificó una desaceleración en su tasa de incremento hasta ubicarse en 17,7% en abril, comportamiento sobre el que incidió la comparación con las mayores variaciones de precios de inicios de 2014 (ver gráfico 7.18).

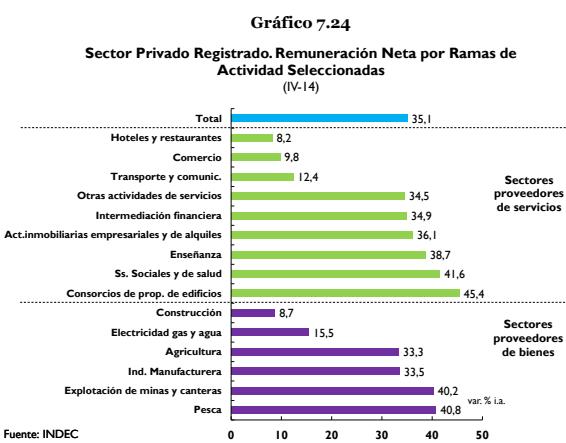
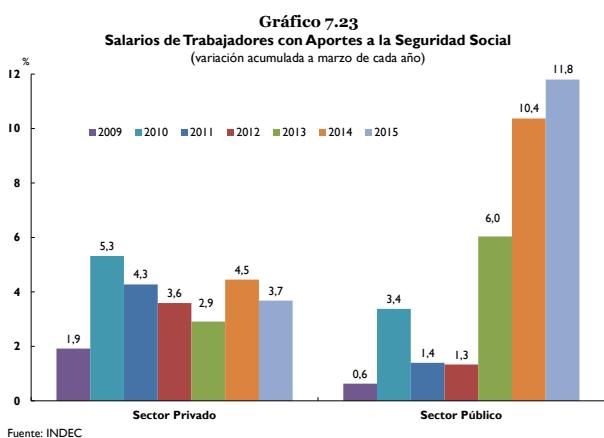
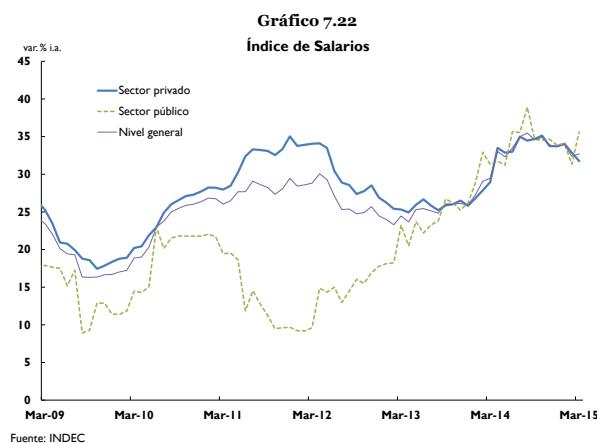
Los precios de los materiales crecieron 6,2% en el primer cuatrimestre, con un alza de 22,6% i.a. Si se analizan los subcomponentes, entre aquellos que experimentaron las mayores subas en lo que va del año se destacan: hormigón y cemento (10%), madera en bruto (8,5%) y áridos (8,5%). En tanto, asesores y artefactos de iluminación fueron los que presentaron un desempeño más acotados. Finalmente, los cables y conductores de media y baja tensión mostraron una contracción.

El costo de la Mano de Obra presentó sólo una ligera expansión en el primer cuatrimestre (1,3% acumulado; ver gráfico 7.19). En términos interanuales se observó una marcada desaceleración en abril que respondió a que al cierre de dicho mes la Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina (UOCRA) no había finalizado la negociación paritaria, cuando para igual período del año previo ya se había comenzado a liquidar el primer tramo de ajuste. Sin embargo, recientemente se conoció que el sindicato que agrupa a estos trabajadores acordó una pauta salarial de 27,4% pagaderos en dos tramos: 17,4% retroactivo a abril y 10% adicional a partir de agosto. La evolución del componente mano de obra del ICC estuvo en línea con el comportamiento de los diversos indicadores de las remuneraciones del sector de la construcción (ver gráfico 7.20).

A abril de 2014, los gastos generales, que reflejan los precios de los distintos servicios de la construcción, exhibieron un alza de 4,7%, aunque con una incidencia acotada sobre el nivel general, dado su bajo peso relativo. En términos interanuales alcanzaron una variación de 17,0% (ver Gráfico 7.21).

## 7.5 Salarios

En los primeros meses del año, los salarios de la economía presentaron un menor ritmo de crecimiento interanual respecto al segundo semestre de 2014. En efecto, a marzo de 2015 los salarios se elevaron 32,7% i.a., 1 p.p. por debajo del alza de di-



ciembre pasado (ver gráficos 7.22). Esta dinámica de los salarios nominales respondió en parte a que para esta altura del año pasado algunos gremios de gran cantidad de afiliados ya habían cerrado la negociación salarial, mientras que al presente todavía no acordó ninguno de ellos.

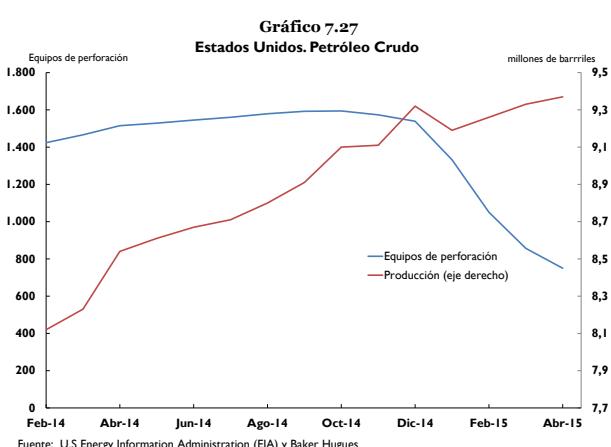
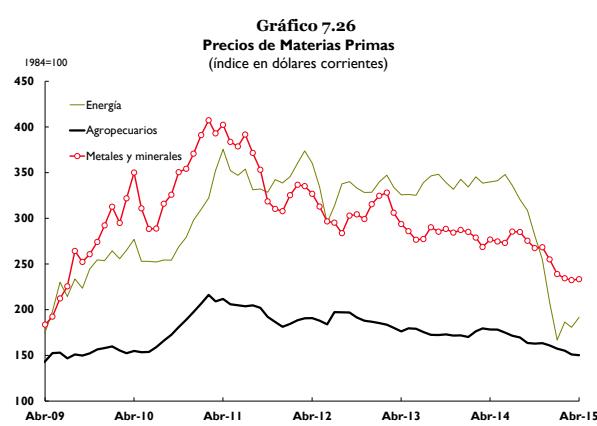
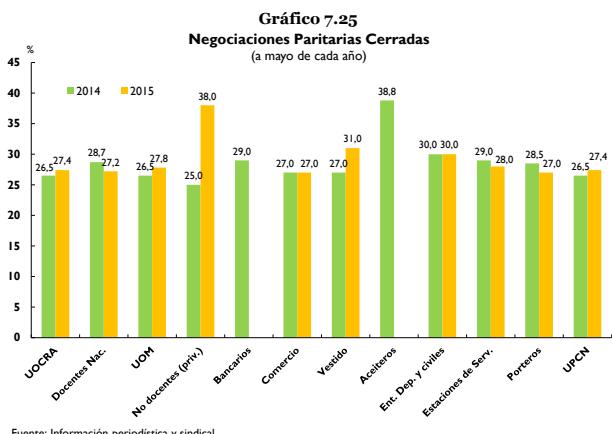
En el primer trimestre del 2015 el nivel general del índice de salarios acumuló un incremento de 6,2%. A nivel desagregado por sectores, mientras que el indicador correspondiente a las remuneraciones de los trabajadores del sector privado formal creció 3,7% (30,5% i.a.), desde inicios de año el correspondiente al sector público lo hizo en 11,8% (35,6% i.a.; ver gráfico 7.23).

Con información a fines de 2014, el alza de salarios del sector público a nivel de jurisdicciones fue similar en términos de magnitudes. No obstante, dentro del sector público nacional se destacaron los incrementos observados en el Poder Judicial (44%) y en las Fuerzas Armadas y de Seguridad (59%).

En cuanto al sector privado registrado, al cuarto trimestre de 2014 los mayores aumentos se observaron en las ramas de actividad proveedoras de servicios. Dentro de las mismas, las que presentaron las mayores alzas fueron: consorcios de propietarios y servicios, servicios sociales y de salud, enseñanza y actividades inmobiliarias, empresariales y de alquileres. Por el lado de la producción de bienes, se destacaron los sectores de pesca y explotación de minas y canteras (ver gráfico 7.24).

En lo que respecta a las negociaciones salariales de 2015, recientemente cerraron acuerdos cuatro sindicatos de gran cantidad de afiliados en el sector privado (UOCRA, Unión Obrera Metalúrgica – UOM –, Comercio y Porteros) y un gremio vinculado al sector público (Unión del Personal Civil de la Nación – UPCN –). En términos generales, las subas pautadas por estos gremios —con una representación en el sector privado de poco más del 50% de la sindicalización— rondaron el 27%, pagadero en dos tramos<sup>83</sup> (ver gráfico 7.25). Además, otros

<sup>83</sup> La UOM alcanzó un acuerdo del 27,8%, a abonarse en dos cuotas: 17,8% retroactivo a abril y un 10% adicional a partir de julio próximo. La UOCRA negoció una pauta salarial de 27,4% pagaderos en dos tramos: 17,4% retroactivo a abril y 10% adicional a partir de agosto. Comercio cerró 27%: 17% para abril y 10% adicional a partir de noviembre. La UPCN pactó 27,4%: 17,4% en junio más 10% en agosto. En tanto porteros cerró un alza de 27,4%, en dos cuotas.



(con menor cantidad de asociados) lograron acordar pautas de aumentos superiores a las del año previo y también en tramos. En tanto, las negociaciones salariales para algunos gremios también de amplia representación se dilataron respecto al calendario de 2014.

Al igual que en 2014 tuvieron lugar acuerdos “puente” (que pueden ser sumas fijas o en porcentaje) a cuenta de futuros aumentos que, en términos generales, resultaron superiores a los del año previo.

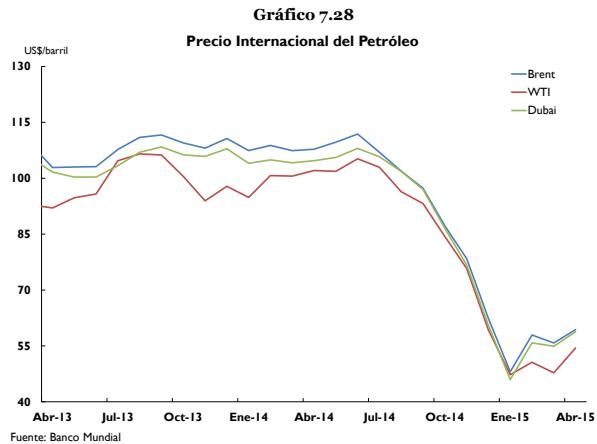
## 7.6 Precios Internacionales de las Materias Primas<sup>84</sup>

El índice de las cotizaciones internacionales de las materias primas que calcula el Fondo Monetario Internacional (FMI) continuó disminuyendo durante el primer cuatrimestre de 2015 (-8%; -35% i.a.). También se verificaron descensos cuatrimestrales en los índices de precios de los tres principales agrupados de *commodities* del Banco Mundial (BM), liderados por los metales y minerales (-8,5%), rubro en el que siguió incidiendo particularmente la trayectoria descendente del valor del mineral de hierro (-23,5%). Por su parte, la energía y los productos agropecuarios cayeron 7,8% y 6,6% en igual período (ver gráfico 7.26). Tras nueve meses de baja ininterrumpida, recientemente la energía exhibió un repunte, fundamentalmente debido a la recuperación del precio del petróleo.

En general, siguió prevaleciendo un contexto de abundante oferta de materias primas —con niveles récord de producción e inventarios—, en tanto que para los productos industriales y energéticos se sumó una débil demanda global. Influyó además a la baja la fuerte apreciación nominal multilateral del dólar, en tanto que la financiarización (posiciones especulativas y de arbitraje en los mercados de activos financieros) asociada a estos bienes exacerbó los movimientos (ver gráfico 7.2).

En el caso del petróleo continuó sin materializarse nítidamente la mayor desaceleración esperada de la producción norteamericana de crudo, a pesar de las caídas en el número de equipos de perforación operando y en los gastos de inversión en exploración. Desde el pico alcanzado en octubre de 2014, el nú-

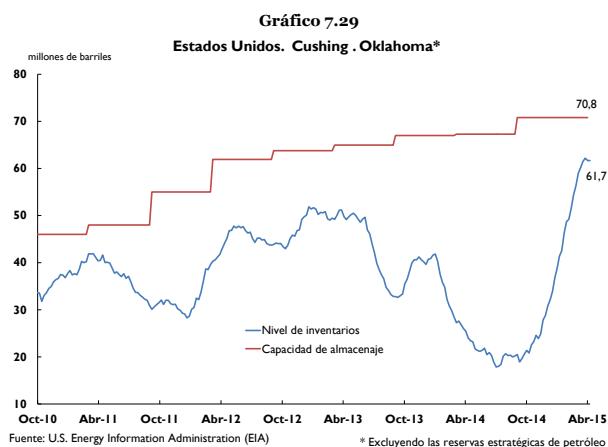
<sup>84</sup> Para mayor información remitirse al informe **Panorama Global de Commodities** del BCRA.



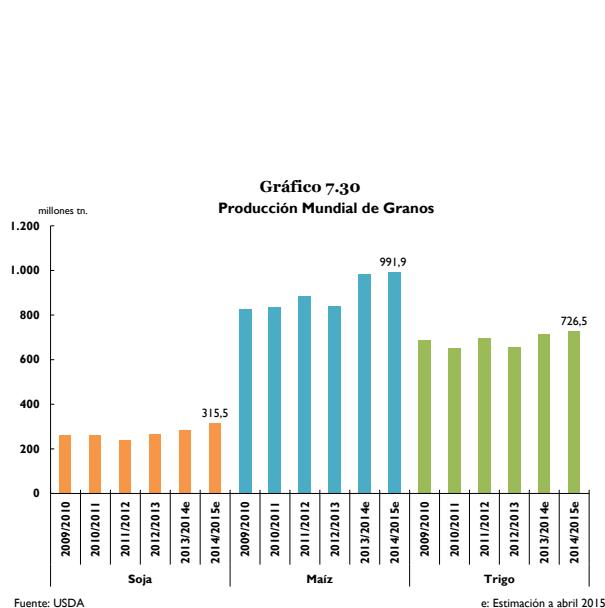
mero de equipos de perforación disminuyó cerca de un 50% (ver gráfico 7.27).

Así, los mercados globales de petróleo siguieron caracterizándose por un exceso de oferta y por elevados niveles de inventarios, en particular en los Estados Unidos. En la primera semana de mayo los inventarios estadounidenses mostraron una ligera disminución, la primera semana de caída en el año, lo que dio recientemente un mayor impulso a la cotización del crudo. Sumado a esto, la demanda se mantuvo moderada debido en parte al inicio del ciclo de temporada de mantenimiento de las refinerías en los Estados Unidos. De esta manera, se profundizó el diferencial de precio de la variedad de ese país (West Texas Intermediate –WTI–) en relación al resto de las principales cotizaciones de referencia internacional (Dubai y Brent). Mientras que el WTI disminuyó 8,1% durante el primer cuatrimestre, las variedades Brent y Dubai lo hicieron en 4,7% y 2,8% en igual período (ver gráfico 7.28).

Si bien los inventarios estadounidenses de petróleo alcanzaron los niveles más elevados desde 1930, en términos de porcentaje de uso de la capacidad de almacenaje en Cushing (Oklahoma) —principal centro de distribución y acopio de crudo— permanecen en niveles similares a los de 2011 (85%; ver gráfico 7.29). No obstante, se trata del nivel de stock más elevado en una década en términos de días de oferta para abastecer a las refinerías del país, lo que ejerce una presión bajista sobre el valor de la variedad WTI.



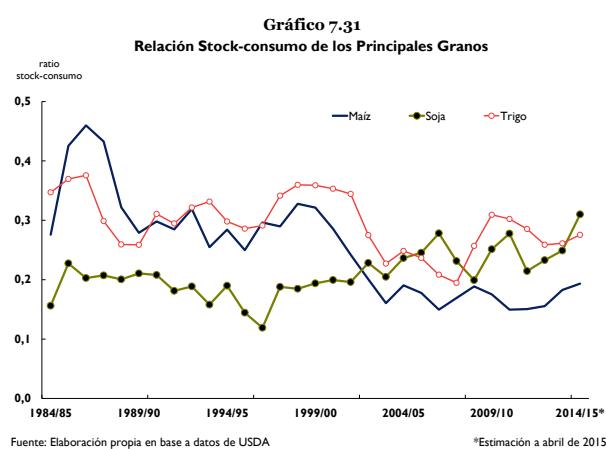
Los precios del petróleo también se vieron afectados por acontecimientos geopolíticos en países productores, como Yemen, Libia e Irán. En este último caso, se destacó la consecución a inicios de abril de un acuerdo marco con las cinco potencias mundiales que son miembros del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas más Alemania (P5+1) sobre el desarme nuclear de Irán. Si bien el mismo fijó los parámetros para negociar un acuerdo final para antes de junio de 2015, habría contribuido a formar expectativas de un aumento significativo del suministro en el caso que se levanten las sanciones internacionales sobre ese país. De todos modos persiste la incertidumbre respecto al ritmo al cual Irán puede reactivar sus plataformas fuera de funcionamiento. Según la Oficina de Información de Energía de los Estados Unidos (EIA, por su sigla en inglés), Irán tiene la capacidad técnica para reincorporar al mercado por al menos 0,7 millones de barriles de crudo por día (mbd) hacia finales de 2016



(equivalente al 1% de la demanda global), lo cual implicaría un impacto en los precios de referencia entre US\$5-15 por barril para esa fecha. En tanto, Irán podría suministrar un adicional de 1 mbd, considerando la significativa cantidad de inventarios que posee —unos 30 millones de barriles—.

Por su parte el recrudecimiento de los conflictos geopolíticos en Libia y Yemén, explican mayormente el repunte reciente de los precios del crudo. En particular, al incremento de las interrupciones no planificadas de la producción de Libia se sumó el cierre del principal puerto de exportación (Zuetina) por una huelga, poniendo en riesgo los flujos de exportación de ese país. Además, la escalada de conflictos en Yemen amenaza los flujos de comercio que circulan por el estrecho Bab el-Mandeb, ruta estratégica del petróleo del Golfo pérsico a Europa y Norteamérica —especialmente las provenientes de Irak— así como de las exportaciones de Europa y del norte de África a Asia<sup>85</sup>.

En lo que respecta a los productos agropecuarios, entre los factores propios del mercado que presionaron a la baja de sus cotizaciones se destaca la perspectiva global de récords históricos de producción de los principales granos para la campaña 2014/15 (ver gráfico 7.30). Si bien también el consumo se estimó en niveles récord, en el neto se prevé un alza de los inventarios para los tres principales granos (ver Gráfico 7.31).

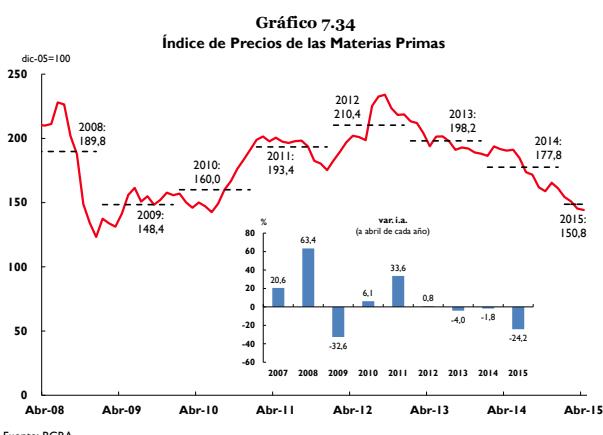
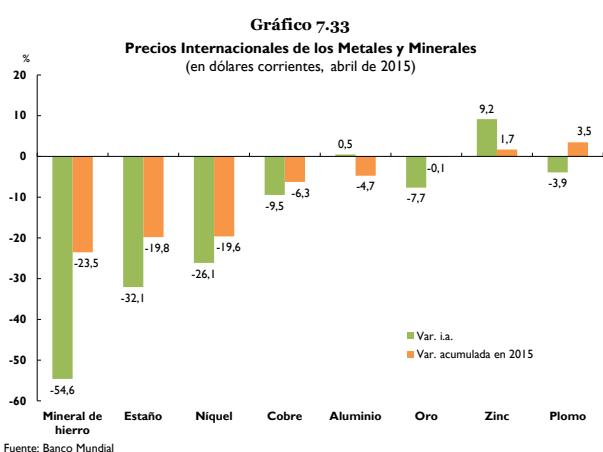
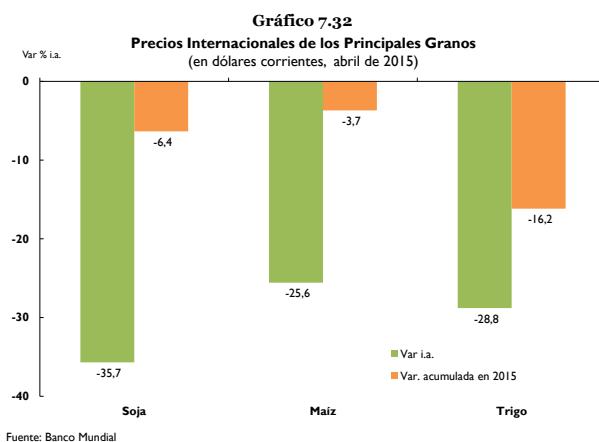


En efecto, según las últimas proyecciones del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA, por su sigla en inglés), la relación global stock-consumo se mantendría para la soja en su mayor nivel histórico. Para el caso del maíz, este indicador se ubicaría por encima de los registros de más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

De esta manera, durante el cuatrimestre cayeron significativamente los valores del trigo (-16%), en tanto que los de la soja y del maíz exhibieron reducciones más acotadas (-6% y -4%, respectivamente; ver gráfico 7.32).

Por su parte, el descenso cuatrimestral de los precios de los metales y minerales se explicó en su mayor parte por la baja del mineral de hierro —influida por la expansión de la capacidad de producción a bajo costo en Australia y Brasil—. En general, la elevada oferta de estos productos responde a la ampliación

<sup>85</sup> Este estrecho es considerado uno de los tres enclaves estratégicos de transporte junto con el de Ormuz y el Canal de Suez.



de la capacidad de producción que se registró a lo largo de los últimos años incentivada por precios altos. A ello se sumó la desaceleración de la actividad industrial y del gasto en infraestructura en China que afectó especialmente a estos bienes —dado que esta economía representa actualmente alrededor del 50% de la demanda mundial—. Hacia el final del cuatrimestre el cobre mostró cierta recuperación, asociado mayormente a las inundaciones de Chile (principal oferente global) y a las buenas perspectivas para la demanda a partir de los anuncios en China de planes de electrificación y para el uso de este metal como garantía para la obtención de financiamiento (ver gráfico 7.33). Más recientemente, los anuncios de nuevas medidas de estímulo monetario en China fortalecieron las perspectivas de precios para estas materias primas.

En este contexto, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA —que refleja la evolución ponderada de las cotizaciones de los productos primarios más relevantes en las exportaciones argentinas— acumuló una caída interanual de 10,4% en el promedio del primer cuatrimestre de 2015 y de 24,2% i.a. en abril pasado (ver gráfico 7.34).

Se espera que las cotizaciones de los productos primarios continúen en niveles similares el resto del año. Entre los factores que influirán, comunes a todos los productos, se destaca la disminución del precio del petróleo y su incidencia bajista —por su uso como insumo productivo— sobre la generalidad de los precios. También, de mantenerse la tendencia, la apreciación del dólar continuará afectando al valor de las materias primas expresado en dicha moneda. Adicionalmente la abundante oferta de la mayoría de los *commodities* presionarán a la baja las cotizaciones internacionales, a lo que se suma, para el caso de los productos industriales, el frágil desempeño de la actividad industrial de China.

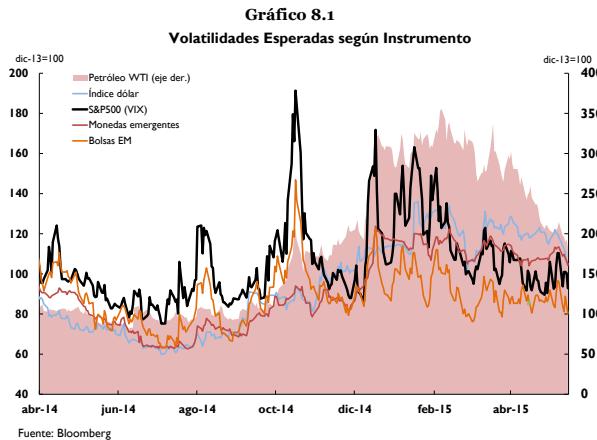
Finalmente, factores puntuales, como la “financiarización”, eventuales decisiones de los países exportadores de petróleo o conflictos geopolíticos, tenderían a aumentar la volatilidad de los valores de los *commodities*.

## 8 Mercados Financieros

Tras comenzar el año con volatilidad en alza, en los meses recientes los mercados financieros a nivel global pasaron a evidenciar un comportamiento más estable en términos relativos, si bien persisten diversos focos de riesgo. Este desempeño se dio en un contexto caracterizado por las trayectorias divergentes en las políticas monetarias de las principales economías desarrolladas, sobresaliendo el caso norteamericano (con los inversores focalizados en cuándo se iniciará el futuro ciclo alcista en las tasas de interés de los *Fed Funds*) y el europeo (tras el inicio del programa ampliado de compras de activos por el Banco Central Europeo). Esto incidió sobre la evolución del dólar norteamericano y de los precios de las materias primas (con énfasis en el petróleo). Otros factores destacables fueron la continua incertidumbre con respecto a Grecia y los conflictos geopolíticos. En el caso específico de América latina, en los primeros meses del año se destacó una mayor volatilidad en los mercados financieros de Brasil, que incidió tanto en la evolución del real como en los mercados bursátiles de ese país.

De esta manera, en lo que va de 2015 se acumula un saldo mayormente favorable tanto para las acciones de economías desarrolladas como para las de emergentes. Los rendimientos de la deuda soberana de largo plazo se contrajeron ligeramente en los Estados Unidos y se ampliaron para Alemania. Para los emergentes los *spreads* contra los bonos del Tesoro norteamericano acumularon una ligera merma. El dólar profundizó su tendencia a la apreciación generalizada —aunque este comportamiento fue perdiendo fuerza más recientemente— manteniéndose una elevada volatilidad esperada en los mercados de divisas.

Los precios de las acciones y de los títulos públicos de Argentina también registraron mejoras en el transcurso de 2015. En el caso de los títulos públicos en dólares, los instrumentos de mayor liquidez, el avance fue más marcado para las especies de mayor plazo. Esta evolución, que también se verificó en los mercados internacionales, permitió que el *spread* del *Emerging Market Bond Index plus* (EMBI+) argentino se recortara 100 puntos básicos en 2015. En lo que respecta al financiamiento a través del mercado de capitales por parte del sector privado doméstico, en el primer cuatrimestre del año las colocaciones superaron los \$33.000 millones, implicando un incremento cuatrimestral e interanual. Casi 80% de este monto está explicado por las emisiones de obligaciones negociables, con una importante ponderación de las operaciones de la petrolera YPF en los mercados del exterior.

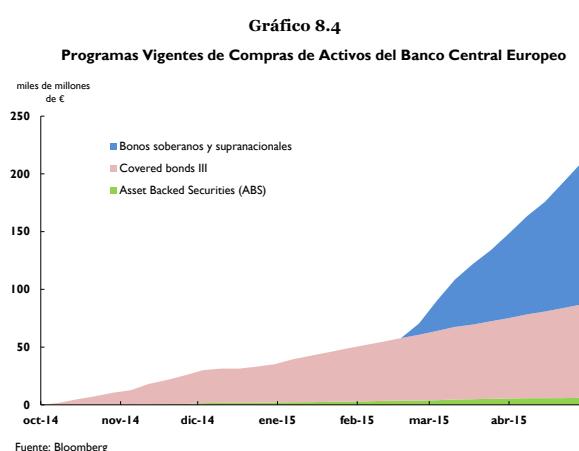
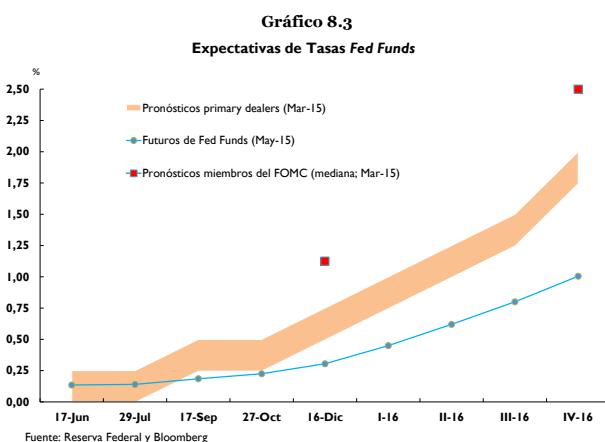


## 8.1 Mercados Internacionales

La volatilidad en los mercados financieros internacionales se mantuvo elevada a comienzos de 2015, aunque posteriormente tendió a atenuarse (ver gráfico 8.1). La mayor volatilidad inicial estuvo en buena parte explicada por la marcada apreciación del dólar contra el resto de las monedas, que fue acompañada por un fuerte deterioro en los precios de las materias primas, si bien ambas variables pasaron a mostrar una tendencia menos clara más recientemente (en el caso del petróleo se verificó un rebote). Esto se dio en un contexto de políticas monetarias con sesgo divergente entre las principales economías desarrolladas (ver apartado 4). En este sentido, mientras que en los Estados Unidos se mantiene el foco en el proceso de incremento en las tasas de interés de corto plazo que se espera que comience en el presente año o a principios de 2016, en Europa el Banco Central Europeo (BCE) inició sus compras de bonos soberanos y supranacionales. Entre otros focos de incertidumbre, se destacan la situación en Grecia y la preocupación por el crecimiento en economías emergentes de gran tamaño, como China, Rusia y Brasil. Con respecto a las tensiones geopolíticas, mientras que perdió fuerza la percepción de riesgo inherente al conflicto entre Rusia y Ucrania, fue cobrando relevancia la situación en Yemen.

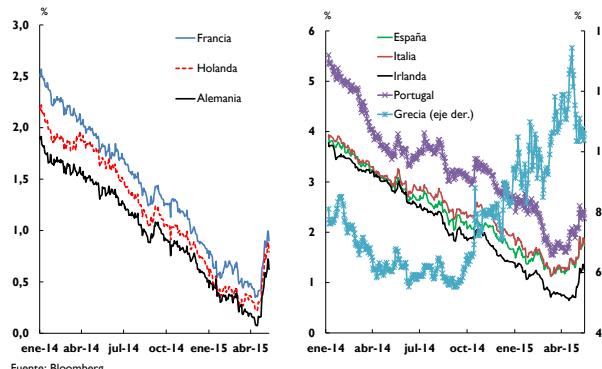
En los Estados Unidos la Fed mantuvo un discurso cauteloso con respecto a cuándo comenzaría el futuro proceso de suba de tasas de interés de corto plazo. En este marco, las expectativas en general se fueron modificando en los últimos meses, debilitándose la probabilidad esperada de que la primera suba se dé hacia mediados de año<sup>86</sup>. Los miembros del *Federal Open Market Committee* (FOMC; por su sigla en inglés) de la Fed fueron ajustando sus perspectivas con respecto a la intensidad de las subas. De esta manera, sus pronósticos se acercaron a los de los *primary dealers* encuestados por la Reserva Federal de Nueva York, aunque todavía estiman subas más marcadas que las implícitas en la de futuros de tasas de interés (ver gráfico 8.3).

En línea con lo anunciado en enero, desde principios de marzo el BCE inició sus compras de bonos soberanos y supranacionales, a través de un programa que se complementa con los esquemas de adquisición de *covered bonds* y *Asset Backed Secu-*

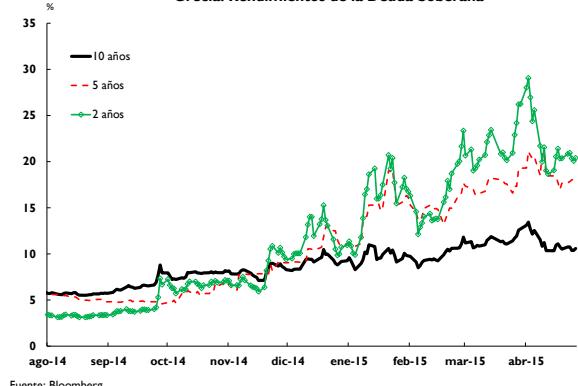


<sup>86</sup> A mediados de mayo las encuestas entre integrantes de mercado apuntaban a una primera suba en septiembre. Por su parte, los mercados a futuro proyectaban que la primera suba se daría hacia fines de 2015 o principios de 2016.

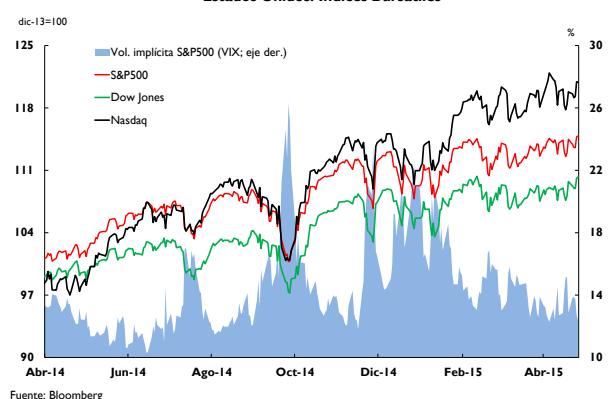
**Gráfico 8.5**  
Países Europeos. Rendimientos de Deuda a 10 Años



**Gráfico 8.6**  
Grecia. Rendimientos de la Deuda Soberana



**Gráfico 8.7**  
Estados Unidos. Índices Bursátiles



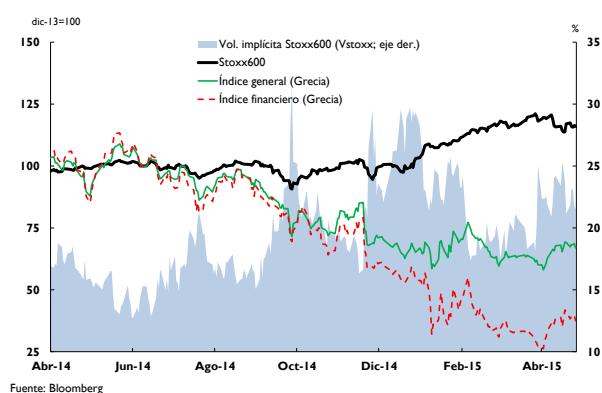
ties (ABS, por su sigla en inglés) iniciados en 2014 y que tienen como objetivo alcanzar un monto agregado de más de €1 billón hacia septiembre de 2016. Desde el comienzo y hasta mediados de mayo, el BCE adquirió activos por más de €200.000 millones, con cerca del 60% de ese monto correspondiente a bonos soberanos y supranacionales (ver gráfico 8.4). En lo que va de 2015 los rendimientos de la deuda de largo plazo de Alemania y Francia mostraron un comportamiento cambiante, descendiendo inicialmente y pasando a subir más tarde, acumulando en el período una ampliación de menos de 10 p.b. (ver gráfico 8.5). Un comportamiento similar tuvieron los rendimientos a 10 años de Italia, España, Portugal e Irlanda, aunque para la mayoría de estos casos en lo que va del año se acumula un recorte. Para la deuda griega se acumula una considerable ampliación en los rendimientos en lo que va de 2015, en el marco de negociaciones entre las autoridades de ese país y las de la Unión Europea (UE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI; ver gráfico 8.6).

Aunque comenzaron el 2015 en baja, los principales índices bursátiles de economías desarrolladas repuntaron posteriormente, pasando a registrar un desempeño positivo en lo que va del año, movimiento que fue acompañado por cierta caída en la volatilidad esperada. Así, el S&P500 se incrementó más de 3% desde diciembre de 2014 (marcando nuevos máximos históricos y reavivando el debate sobre el nivel de valuaciones<sup>87</sup>; ver gráfico 8.7), mientras que el EuroStoxx600 registró un alza en dólares superior a 9% en igual período (casi 16% medido en euros). Por su parte, la volatilidad esperada de los índices bursátiles de referencia de los Estados Unidos y Europa, que se había ampliado de forma considerable entre enero y febrero, tendió a caer posteriormente, si bien en el caso europeo la corrección fue menos duradera en función de la incertidumbre existente con respecto a Grecia (ver gráfico 8.8).

Al igual que para la deuda alemana, los rendimientos de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos tendieron a recortarse a principios de año, aunque luego corrigieron parte de este recorrido. Así, en lo que va de 2015 los rendimientos acumulan descensos de más de 10 puntos básicos (p.b.) a 2 años y de menos de 5 p.b. a 10 años (ver gráfico 8.9). Este resultado se explica por expectativas más moderadas respecto al futuro proceso de suba en las tasas de

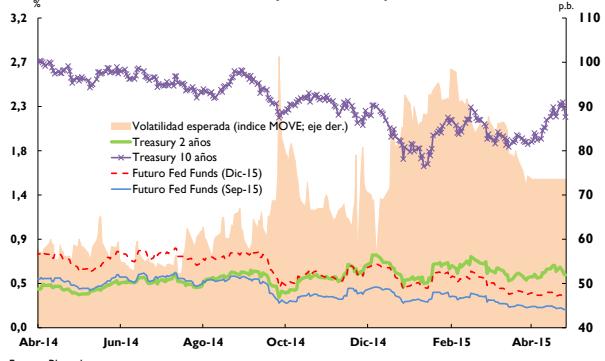
<sup>87</sup> Recientemente, Yellen de la Reserva Federal hizo alusión explícita a las altas valoraciones observadas en el mercado bursátil, que según su evaluación implicarían un riesgo moderado en términos de estabilidad financiera.

**Gráfico 8.8**  
Zona del euro. Índices Bursátiles



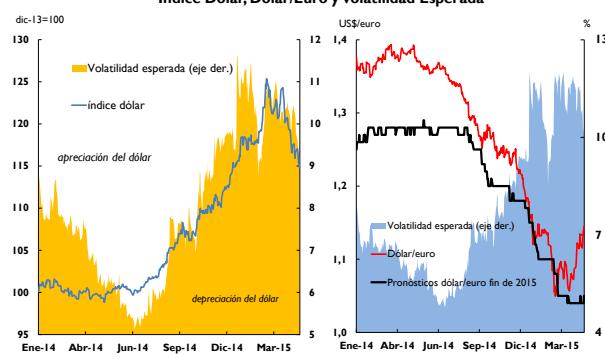
Fuente: Bloomberg

**Gráfico 8.9**  
Estados Unidos. Rendimientos de Treasuries, Futuros de Tasas de Corte Plazo y Volatilidad Esperada



Fuente: Bloomberg

**Gráfico 8.10**  
Índice Dólar, Dólar/Euro y Volatilidad Esperada



Fuente: Bloomberg

interés de los *Fed Funds*, a lo que se le sumó el efecto de la apreciación del dólar y del inicio de las compras de bonos del BCE.

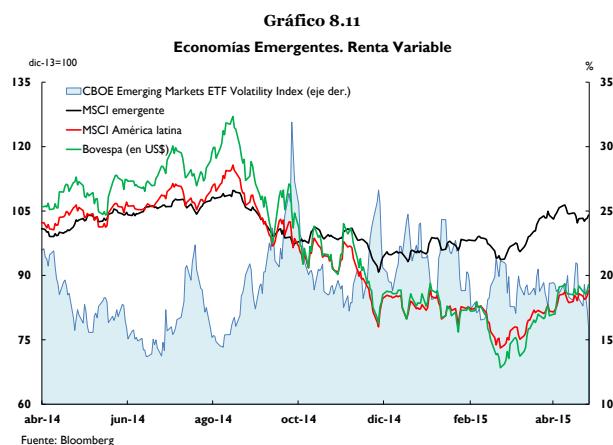
En función del sesgo divergente de la política monetaria de los Estados Unidos con respecto a varias de las principales economías desarrolladas en respuesta a los diferentes desempeños económicos, la divisa norteamericana profundizó su fortalecimiento contra el resto de las monedas hasta mediados de marzo, pasando desde entonces a mostrar cierto deterioro parcial (ver gráfico 8.10). Desde el inicio de 2015 el dólar norteamericano se apreció más de 3% contra el resto de las principales monedas<sup>88</sup>, mientras que la volatilidad implícita en los derivados de monedas registró para el dólar niveles sustancialmente por encima de los observados en el primer semestre de 2014.

Con un comportamiento cambiante en los últimos meses, el agregado de las acciones de empresas de economías emergentes se incrementó en el transcurso de 2015. Según el índice *Morgan Stanley Capital International* (MSCI), las acciones de economías en desarrollo registraron en forma agregada un alza de más de 9% en dólares (ver gráfico 8.11). A nivel regional, las acciones de Asia emergente y Europa Emergente, Medio Oriente y África (EMEA, por su sigla en inglés) computaron mejoras cercanas a 11% en dólares<sup>89</sup>, mientras que para América latina el avance fue menos marcado (menos de 1,5%), en buena parte debido al desempeño de los activos financieros en Brasil. En términos sectoriales, se dieron ganancias generalizadas, siendo las acciones vinculadas a la energía las de mejor comportamiento, al recuperarse parcialmente de la fuerte merma de año previo que acompañó la caída del precio internacional del petróleo.

En cuanto a los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de economías emergentes con respecto a los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, el *spread* del *Emerging Market Bond Index plus* (EMBI+) pasó de casi 390 p.b. a fines de 2014 a unos 370 p.b. a mediados de mayo, si bien el promedio acumulado en lo que va del año resulta superior al de la media de todo 2014 (ver gráfico 8.12). Un comportamiento similar evidenció el *spread* del *Corporate Emerging Market Bond*

<sup>88</sup> Según el índice dólar que mide el desempeño de la cotización del dólar respecto a las principales monedas de países desarrollados (euro, yen, libra esterlina, corona sueca, dólar canadiense y franco suizo).

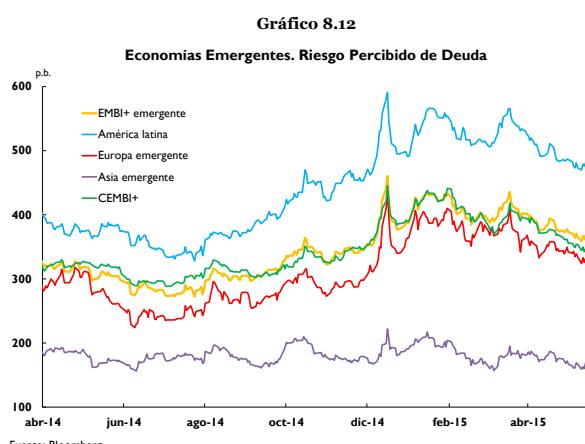
<sup>89</sup> En el caso de EMEA, resultó particularmente relevante el debilitamiento de la percepción de riesgo con respecto al conflicto entre Rusia y Ucrania.



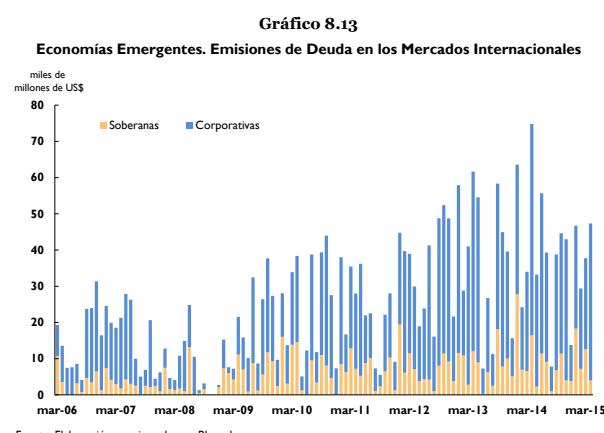
*Index plus* (CEMBI+), que refleja la evolución de la deuda corporativa.

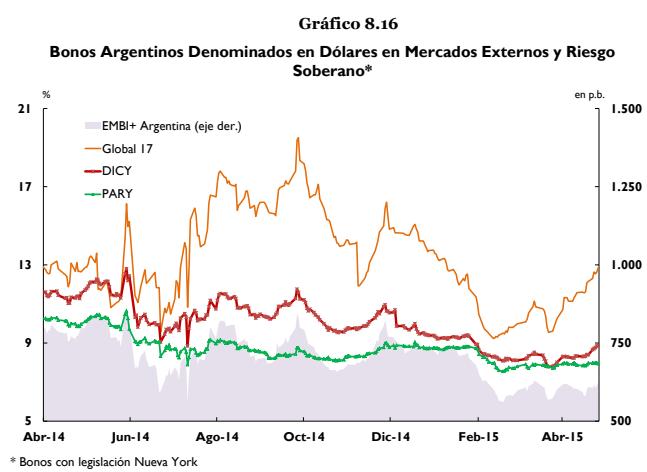
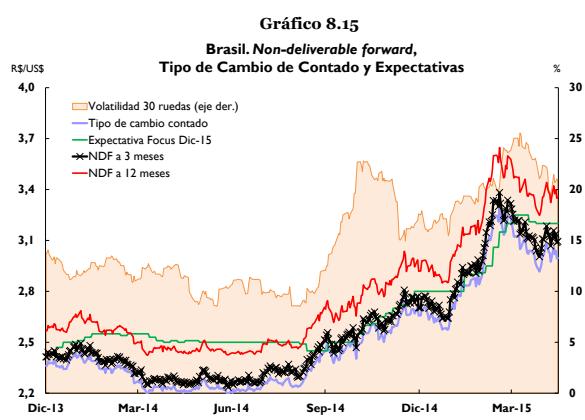
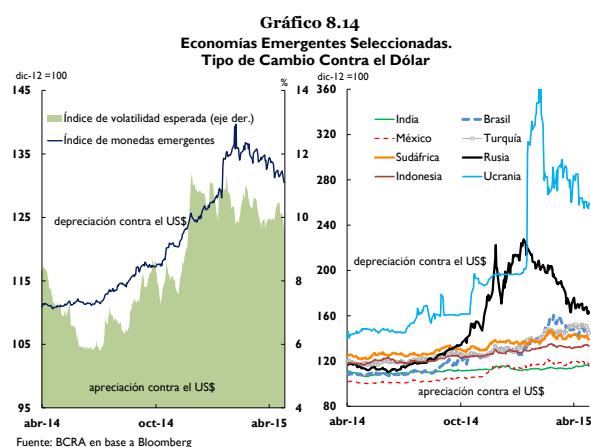
En un contexto de amplia liquidez y tasas de interés en los mercados internacionales todavía en niveles históricamente bajos, los países en desarrollo mantuvieron el dinamismo de sus colocaciones de bonos en los mercados internacionales (ver gráfico 8.13). En el primer cuatrimestre del año, gobiernos y empresas de economías emergentes emitieron un total de más de US\$160.000 millones, lo que representa un incremento de 15% respecto del cuatrimestre anterior y una caída de 18% interanual (i.a.). En el segmento soberano, se observó una alta participación de América latina, explicando el 45% del total colocado. En cuanto a las operaciones por parte del sector privado, las firmas chinas continuaron siendo las principales emisoras, secundadas por las de México. A nivel sectorial, las empresas financieras y las vinculadas a energía siguieron teniendo la mayor ponderación, aunque se evidenció una importante merma de estas últimas frente a igual cuatrimestre del año pasado. Se destaca que los altos niveles de colocaciones de deuda corporativa de emergentes en los mercados internacionales generan incertidumbre, en función del mayor apalancamiento y los riesgos que esto puede implicar en un contexto más adverso.

En lo que respecta a los flujos de fondos especializados en economías en desarrollo, en lo que va de 2015 siguió el desarme de posiciones en aquellos que invierten en acciones, mientras que para los que se especializan en deuda hubo entradas netas.



Las monedas de economías emergentes se depreciaron más de 4% respecto del dólar, mientras que mostraron una considerable volatilidad en lo que va del año (ver gráfico 8.14). Las monedas de EMEA fueron las que más se deterioraron (se desvalorizaron más de 5%), mientras que las de Asia emergente se depreciaron poco más de 1%. En el caso de América latina, el comportamiento promedio estuvo en línea con el agregado general. Sin embargo, se destaca el real brasileño, que llegó a depreciarse cerca de 24% respecto al dólar desde fin de diciembre, aunque luego se corrigió parcialmente, acumulando en lo que va del año un debilitamiento de casi 13% (ver gráfico 8.15). A fines de marzo de 2015, el Banco Central de Brasil informó que daba por concluido el programa de licitaciones





diarias de *swaps* cambiarios y de eventuales *repos* de monedas, iniciado en agosto de 2013<sup>90</sup>.

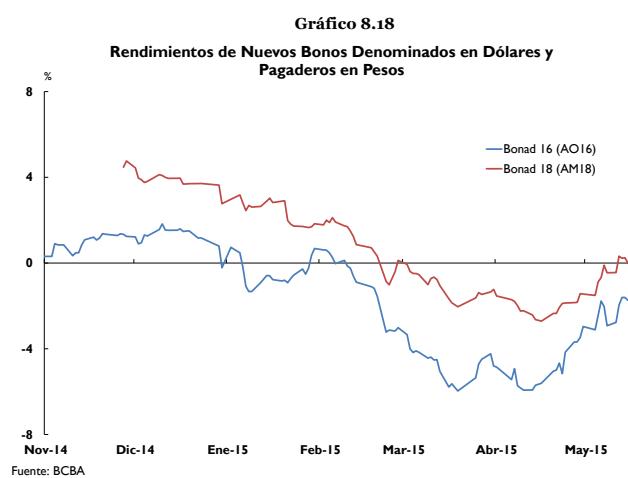
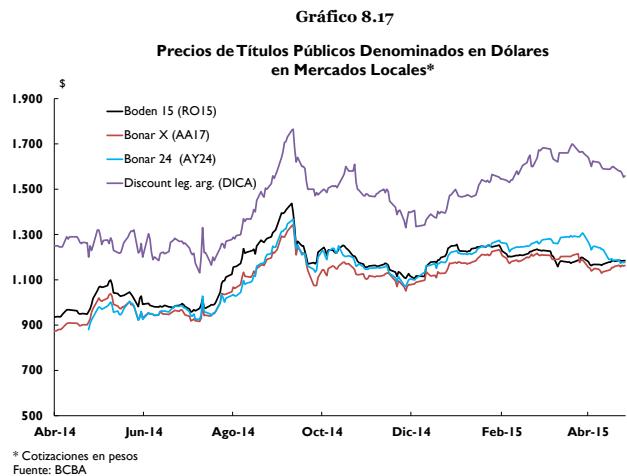
Durante los próximos meses seguirán siendo centrales las expectativas con respecto al inicio y la intensidad del futuro ciclo de las subas en las tasas de interés de política monetaria en los Estados Unidos, volviéndose particularmente relevante la comunicación de la Fed respecto de sus perspectivas. Otro factor de relevancia será la evolución de las valuaciones de los activos de mayor riesgo relativo en los Estados Unidos. Asimismo, en Europa se seguirán de cerca los avances respecto al programa ampliado de compras de activos y sus efectos sobre los mercados financieros. La evolución de las negociaciones en torno al caso griego podría generar incertidumbre, con eventual impacto sobre el apetito por riesgo a nivel global. También se mantendrá el monitoreo de factores que resultaron clave para entender la coyuntura de los mercados en la segunda mitad de 2014 y a comienzos de 2015, como la evolución del dólar con respecto al resto de las monedas y los precios de las materias primas. Otro foco estará puesto en las perspectivas de crecimiento para las principales economías emergentes y las políticas que se implementen, la evolución del apalancamiento (particularmente el del sector corporativo) y las tensiones geopolíticas.

## 8.2 Mercado Local

Las cotizaciones de los activos financieros argentinos registraron en general una tendencia alcista en los primeros meses de 2015, recogiendo la influencia de factores internacionales y domésticos. Por su parte, el acceso a financiamiento a través de los mercados de capitales mantuvo un buen ritmo, aunque siguió estando liderado por operaciones puntuales.

Con respecto a las novedades en torno al litigio con los fondos buitre en los tribunales de Nueva York, se destaca que el juez Griesa, si bien permitió como excepción al Citibank cursar los pagos correspondientes al vencimiento del 31 de marzo y los que operan el próximo 30 de junio de 2015, rechazó el pedido general del banco de realizar el pago de los servicios de los bonos en dólares estadounidenses emitidos bajo legislación argentina en lo sucesivo. La República Argentina apeló a dicha medida y la misma fue rechazada por el tribunal. Por otra parte, en los úl-

<sup>90</sup> No obstante, el Banco Central mencionó que renovaría el saldo remanente de *swaps* conforme a lo que vaya venciendo en cada mes, al tiempo que también dejó abierta la posibilidad de realizar *repos* de moneda si lo considera necesario o incluso de utilizar algún otro instrumento.



timos meses se conoció que otros fondos buitres sumaron sus reclamos al litigio en curso.

En el mercado primario de deuda, el Gobierno Nacional realizó en el año varias subastas —con información al viernes 22 de mayo— de bonos en pesos y en dólares, colocando instrumentos por más de \$27.000 millones en Valor Nominal Original (VNO; ver sección 6). En relación a los instrumentos en moneda local, el Tesoro Nacional (TN) comenzó a licitar los Bonos del TN (BONAC)<sup>91</sup>. Hasta la fecha se realizaron tres licitaciones, en las cuales se colocaron instrumentos con vencimiento en marzo, mayo y septiembre de 2016. En las tres subastas efectuadas, el ratio de ofertas recibidas sobre el llamado a licitación estuvo en un rango de 2,5 a 2,8 veces. Con respecto a los rendimientos, en la primera subasta (a fines de marzo) se ubicaron por encima de 26% mientras que en las dos más recientes (en abril y mayo), estuvieron por encima de 27%. Por otra parte, a fines de abril se llevó a cabo una reapertura del Bono de la Nación Argentina en dólares con vencimiento en 2024 (BONAR US\$ 2024). En este caso el ratio de ofertas sobre el llamado a licitación fue de 3,8 veces y el rendimiento se ubicó en 8,96%.

En los mercados del exterior los precios de los títulos públicos denominados en dólares acumularon mayormente un resultado positivo en lo transcurrido de 2015, tanto para los instrumentos con legislación local como para aquellos con legislación extranjera. De esta manera, el *spread* del EMBI+ argentino<sup>92</sup> registró una caída de 100 p.b. desde inicios de año, hasta un nivel de 625 p.b., en un contexto de ligera merma en los rendimientos de los bonos del Tesoro norteamericano a largo plazo (ver gráfico 8.16).

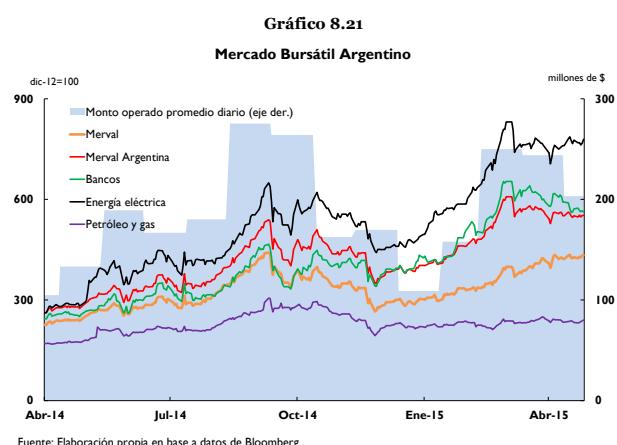
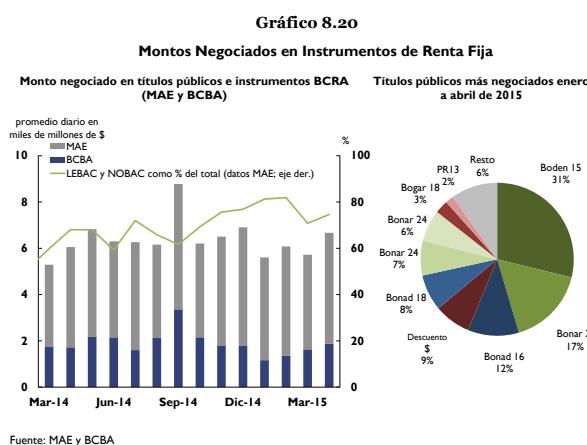
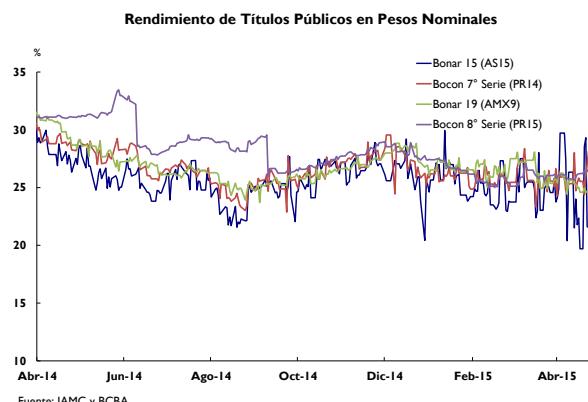
Los precios de los títulos públicos denominados en dólares también evidenciaron alzas en el mercado doméstico, ámbito en el cual las cotizaciones más líquidas están expresadas en pesos. Los precios de los bonos más cortos con legislación local (los más traspasados), como el Boden 15 y Bonar X, tuvieron un avance de más de 2% en promedio<sup>93</sup> (ver gráfico 8.17). Las mejoras fueron más marcadas para los títulos con mayor plazo y legislación extranjera: de 18% en promedio.

<sup>91</sup> Los títulos tendrán amortización única al vencimiento y devengarán cupón en forma trimestral de acuerdo a LEBAC a 90 días en los casos de los BONAC con vencimiento en marzo y septiembre de 2016 y a LEBAC a 252 días para el instrumento con vencimiento en mayo de 2016.

<sup>92</sup> Compuesto por bonos con legislación extranjera.

<sup>93</sup> Para títulos más largos en este segmento, como el Bonar 24 y el bono Descuento en dólares, el avance fue de 1,5% y 14,2%, respectivamente.

Gráfico 8.19



Los títulos públicos denominados en dólares y pagaderos en pesos (conocidos como *dollar-linked*) siguieron registrando una tendencia alcista hasta mediados de abril, acompañada por un incremento en su liquidez. La suba en los precios se vio reflejada en una merma de más de 200 p.b. en sus rendimientos en lo que va del año (gráfico 8.18). Las especies denominadas en pesos acompañaron en general el desempeño positivo de los títulos públicos en los primeros meses de 2015, al igual que los precios de las unidades vinculadas al PIB (ver gráfico 8.19).

Con respecto a la negociación con instrumentos de renta fija en los mercados locales<sup>94</sup>, el monto estuvo por encima de \$6.000 millones diarios en promedio en lo que va de 2015, frente a casi \$5.350 millones por día en el mismo período de 2014 (ver gráfico 8.20). Entre los títulos públicos, las cinco especies más negociadas fueron, en base a información del MAE, los bonos denominados en dólares Boden 15 y Bonar X, los bonos denominados en dólares y pagaderos en pesos Bonad 16 y Bonad 18 y el Bono Descuento en pesos con ajuste CER.

Con respecto al mercado de acciones, el Merval medido en pesos acumuló una ganancia de 44% desde inicios de 2015 (38% en dólares). Así el principal índice accionario doméstico se acercó a su máximo histórico en términos nominales, acompañando las subas registradas para la mayoría de las cotizaciones de la renta variable argentina en los mercados externos<sup>95</sup> (ver gráfico 8.21).

Entre las acciones argentinas más líquidas con oferta pública local, en 2015 se destacaron los retornos de los papeles ligados a energía eléctrica, construcción y finanzas (58% en promedio). El volumen de operaciones fue de \$185 millones diarios en promedio en lo que va del año, con un incremento interanual en términos nominales, aunque inferior al que se registró en el último cuatrimestre del año pasado (\$223 millones)<sup>96</sup>.

Con respecto al financiamiento a través de instrumentos de los mercados de capitales<sup>97</sup>, en el primer cuatrimestre del año el flujo bruto —excluyendo operaciones de fideicomisos relacionadas a infraestructura y vivienda<sup>98</sup>— superó los \$33.000 millo-

<sup>94</sup> En base a datos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y el Mercado Abierto Electrónico (MAE). Incluye títulos públicos del gobierno nacional, LEBAC y NOBAC, títulos provinciales, ON y otros.

<sup>95</sup> Las principales acciones que cotizan en mercados accionarios estadounidenses a través de ADR (Recibo de Depósito Americano; por su sigla en inglés) avanzaron 24% en promedio en el mismo período.

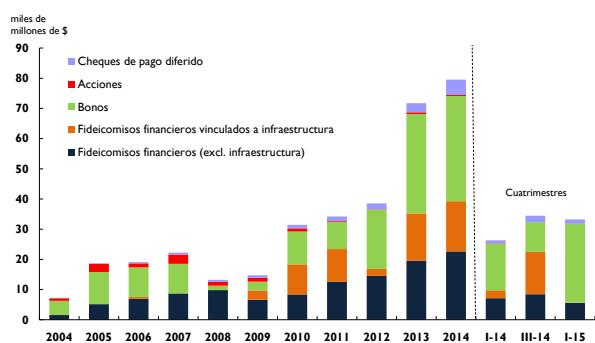
<sup>96</sup> En parte vinculado a cuestiones estacionales.

<sup>97</sup> Considerando operaciones en el mercado doméstico y en los mercados internacionales.

<sup>98</sup> En el cuatrimestre hubo una sola operación de fideicomisos vinculados a infraestructura, por un monto menor (\$83 millones).

Gráfico 8.22

Financiamiento a través de Instrumentos del Mercado de Capitales



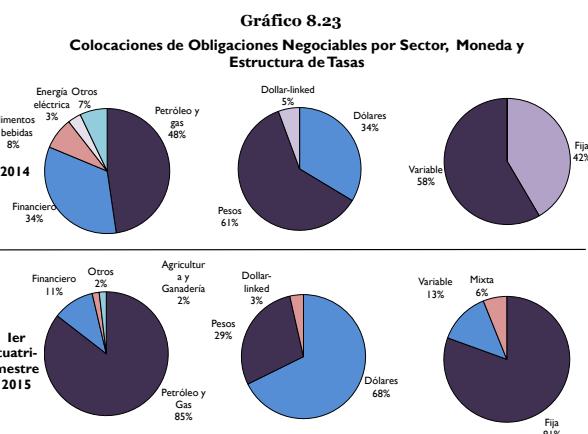
Fuente: BCBA, IAMC y CNV

nes, por encima de los \$23.700 millones del primer cuatrimestre de 2014 y los casi \$20.500 millones del tercer cuatrimestre de ese año (ver gráfico 8.22). No obstante, el alto volumen en el primer cuatrimestre de 2015 estuvo explicado por operaciones puntuales de gran porte por parte de YPF.

Las Obligaciones Negociables (ON) acumularon operaciones entre enero y abril de 2015 por más de \$26.000 millones, con subas considerables tanto en términos cuatrimestrales como interanuales (i.a.; ver gráfico 8.2). YPF realizó una serie de colocaciones en febrero y abril que sumaron el equivalente a casi \$19.800 millones. Sin considerar las operaciones de esta firma petrolera ni operaciones que no representan financiamiento genuino (cambios, emisiones para pagos de intereses), las colocaciones entre enero y abril evidenciaron una suba interanual de 56% (cuatrimestralmente caen 22%).

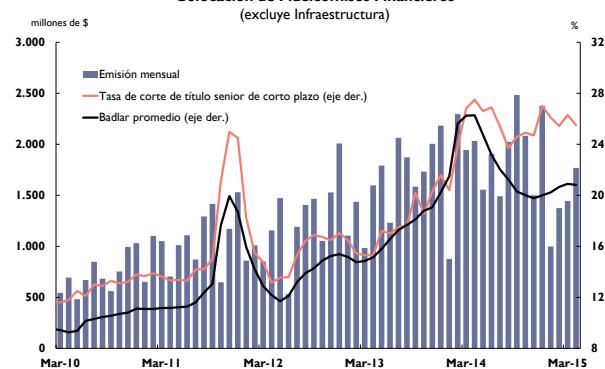
En términos sectoriales, el sector de petróleo y gas concentró 85% del volumen cuatrimestral, debido a las mencionadas transacciones de YPF y a operaciones de cierta envergadura por parte de otras compañías del sector durante marzo (ver gráfico 8.23). Por su parte, las operaciones de deuda del sector financiero explicaron cerca del 11% del volumen cuatrimestral, evidenciando así una merma en su ponderación con respecto a lo observado en 2014. En relación a la moneda de colocación, en 2015 prevalecen las operaciones en moneda local (43 de las 53 que hubo), aunque en términos de montos explican 29% del volumen, debido a la magnitud de las tres operaciones en dólares en mercados de deuda del exterior por parte de YPF. El resto fue explicado por seis bonos *dollar-linked* colocados en enero, marzo y abril. Con respecto a las condiciones de emisión de las operaciones en pesos, hubo un aumento en la cantidad de bonos a tasa fija y a corto plazo, junto con la aparición de estructuras con tasa mixta<sup>99</sup>.

El financiamiento a través de fideicomisos financieros (excluyendo los instrumentos vinculados a financiaciones de infraestructura y vivienda) fue de aproximadamente \$5.600 millones en el primer cuatrimestre de 2015, cediendo desde los \$7.150 millones de igual período de 2014 y desde los casi \$8.450 millones del tercer cuatrimestre de ese año<sup>100</sup> (ver Gráfico



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

Gráfico 8.24  
Colocación de Fideicomisos Financieros (excluye Infraestructura)



Fuente: BCRA

<sup>99</sup> Hubo siete operaciones de este último tipo en el cuatrimestre, con tasa fija los primeros 9 a 12 meses y luego variable hasta 24 meses. Dichas operaciones explicaron 21% del volumen de ON colocadas en moneda local.

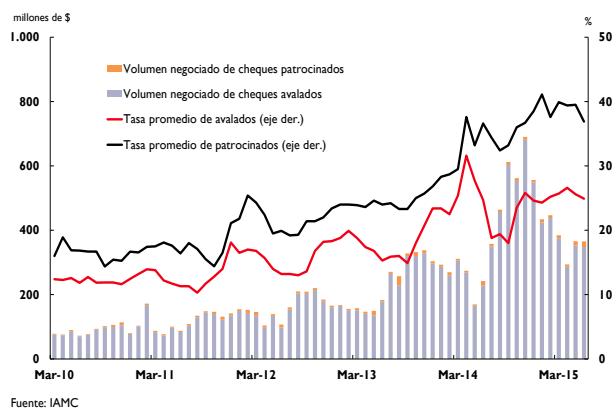
<sup>100</sup> Incluyendo las operaciones de infraestructura y vivienda, en el primer cuatrimestre de este año se acumularon colocaciones por \$5.700 millones, contra más de \$9.800 millones de enero-abril de 2014 y los casi \$22.500 millones del tercer cuatrimestre de 2014 (cuando se destacó una nueva transacción relacionada al Programa de Crédito Argentino, PRO.CRE.AR., por un total de \$14.000 millones).

8.24). Las tasas de corte convalidadas para los valores *senior* de titulaciones de créditos y fiduciantes de primera línea se movieron en dirección opuesta a lo observado con la BADLAR, y así el *spread* entre ambas se redujo hacia marzo desde niveles históricamente altos en diciembre del año pasado.

Las negociaciones de cheques de pago diferido fueron por casi \$1.410 millones, frente a cerca de \$1.000 millones del primer cuatrimestre de 2014 (ver gráfico 8.25). El plazo de colocación de los instrumentos avalados (casi la totalidad del mercado) continuó cediendo, extendiendo la tendencia del segundo semestre de 2014. Las tasas de descuento tendieron a subir durante el primer trimestre de 2015 para las operaciones avaladas, aunque luego cayeron en abril, promediando un nivel de 25,7%, 70 p.b. más que a fines de 2014.

En perspectiva, en los próximos meses el desempeño de los activos financieros argentinos podría verse condicionado tanto por factores relacionados con los mercados del exterior, como por cuestiones locales. Entre estos factores pueden mencionarse, por ejemplo, eventuales episodios de volatilidad en alza en los mercados externos (con menor apetito por activos de economías emergentes) y la evolución del litigio con los fondos buitre.

**Gráfico 8.25**  
Negociación de Cheques de Pago Diferido



Fuente: IAMC

## Apartado 4 / Política Monetaria en el “Centro”, Ciclo Financiero Global y Derrames en la “Periferia”

En los debates académicos y entre los hacedores de política, la liquidez internacional asociada a los ciclos de crédito, al apalancamiento del sector financiero y a la propensión al riesgo por parte de los inversores ha cobrado un lugar central en la explicación de la dinámica de un amplio número de variables macroeconómicas y financieras. Esto es válido tanto para las economías “centrales” como para las “periféricas”. Una parte sustancial detrás de las explicaciones de las condiciones financieras y de liquidez globales está asociada a las políticas monetarias de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y de los restantes bancos centrales de las economías avanzadas.

En efecto, algunos trabajos<sup>101</sup> documentan la existencia de un ciclo financiero global, caracterizado por la existencia de significativos comovimientos a nivel mundial en los precios de los activos financieros, en los flujos internacionales de capital y en el grado de apalancamiento del sistema financiero. Adicionalmente, otros estudios<sup>102</sup> encuentran que el ciclo financiero internacional exhibe una correlación significativa y robusta con la política monetaria de la Fed.

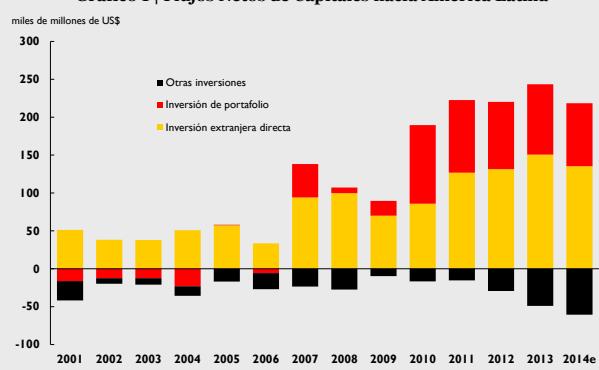
De acuerdo a los modelos desarrollados por Bruno y Shin (2014)<sup>103</sup> y Miranda Agrippino y Rey (2014)<sup>104</sup>, el nexo entre estas variables sería el grado de apalancamiento de las instituciones financieras globales: una política monetaria laxa de los Estados Unidos incrementa el apalancamiento de estas instituciones y con él, el flujo de fondos hacia otras partes de mundo. Además, la depreciación del dólar asociada a dicha política también contribuye al relajamiento de las condiciones monetarias glo-

bales, al mejorar la hoja de balance de las instituciones financieras receptoras de los flujos de capital<sup>105</sup>.

Desde la óptica de una economía emergente, los efectos más elocuentes del ciclo de liquidez no son sólo los “derrames” que se producen vía el canal financiero, sino también aquellos que se materializan a través del canal comercial. Así, entre las ramificaciones de la política monetaria de los países centrales y el ciclo de crédito hay dos efectos que se destacan nítidamente.

En primer lugar, cuando se generan situaciones de abundancia de liquidez en el “centro” ésta tiende a “reciclarse” o fluir hacia los países emergentes, en forma de una mayor disponibilidad de financiamiento para el sector público y privado. Este fenómeno también suele traducirse en un mayor apetito por el riesgo que favorece el precio de bonos, acciones y demás activos financieros emergentes y que llega como inversión de portafolio. Asimismo, en la medida en que la abundancia de liquidez se mantiene en el tiempo, alienta adicionalmente la búsqueda de nuevos proyectos en el sector real, lo que se traduce en una mayor inversión extranjera directa. Al contrastar la evolución de los flujos financieros netos para América Latina en los últimos quince años, más allá de la contracción experimentada durante 2008 y 2009 en consonancia con la crisis global, esta etapa de vasta liquidez internacional fue acompañada con importantes entradas netas de fondos hacia la región (ver gráfico 1)<sup>106</sup>.

Gráfico 1 | Flujos Netos de Capitales hacia América Latina



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI

e: Estimado

<sup>101</sup> Entre los principales análisis se encuentra el de Rey, H. (2013) “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”, Jackson Hole Paper, Agosto. También resulta relevante el estudio de Miranda Agrippino S. y H. Rey (2014) “World Asset Markets and the Global Financial Cycle”, working paper.

<sup>102</sup> El trabajo referente corresponde a Bekaert, G., M. Hoerova y M. Lo Duca (2012) “Risk, Uncertainty and Monetary Policy”, European Central Bank, Working Paper N° 1565. Asimismo, resulta de interés el de Bruno, V. y H. S. Shin (2013) “Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy”, NBER Working Paper 18942.

<sup>103</sup> Bruno, V. and H. S. Shin (2014) “Cross-border Banking and Global Liquidity”, BIS Working Papers No 458, Agosto.

<sup>104</sup> Miranda Agrippino S. y H. Rey (2014) “World Asset Markets and the Global Financial Cycle”, working paper.

<sup>105</sup> Bruno, V. and H. S. Shin (2014) “Cross-border Banking and Global Liquidity”, BIS Working Papers No 458, Agosto.

<sup>106</sup> Se observa, además, el resultado consolidado en la literatura de que la inversión extranjera directa resulta ser el componente menos volátil de los flujos de capitales externos.

El ingreso de recursos externos tiende a apreciar el tipo de cambio de los países emergentes receptores, lo que incrementa los retornos en moneda extranjera de las inversiones en moneda local. De esta forma, el proceso se vuelve parcialmente endógeno por una doble vía: i) las ganancias presentes acrecientan las expectativas de ganancias futuras, retroalimentando el apetito por el riesgo; y ii) la mejora en el precio de los activos de riesgo también tiende a reforzarse a través del multiplicador financiero. En tanto y en cuanto la hoja de balance de los inversores altamente apalancados valúa los activos a precios de mercado, esos activos “inflados” son a la vez la garantía contra nuevos préstamos que se emplean para realizar inversiones de riesgo adicionales.

En segundo lugar, el exceso de liquidez en la fase de auge del ciclo del crédito global también implica una mayor demanda por otros activos de riesgo (de hecho, la abundancia de liquidez en la primera mitad de los 2000 se “recicló” al interior de los centros financieros, en lo que fue el boom de los activos securitizados). Entre estos activos, se encuentran los productos básicos o *commodities* que son la principal fuente de divisas comerciales de una parte importante de las economías emergentes, sobre todo las de menor tamaño y las menos diversificadas.

materias primas (ver gráfico 2)<sup>107</sup>. Algunas de las consecuencias más visibles de la financiarización son los ciclos de precios cada vez más amplios y volátiles como así también la fuerte y creciente correlación entre las distintas cotizaciones de los *commodities*<sup>108</sup>.

En suma, desde la perspectiva de una economía emergente abierta a los flujos de capital y que a la vez es exportadora de *commodities*, los efectos de las políticas monetarias en las economías avanzadas y el ciclo de liquidez global operan de forma simultánea sobre la dinámica de la balanza comercial y de la cuenta capital y financiera. En Bastourre, Carrera, Ibarlucia y Sardi (2012)<sup>109</sup> se explora formalmente la hipótesis de que el ciclo financiero global es un determinante simultáneo de los precios de los *commodities* y de las primas de riesgo soberano, lo que implica una fuerte correlación positiva de los shocks financieros y reales y, en consecuencia, una mayor vulnerabilidad externa (ver gráfico 3)<sup>110</sup>. Además, de la evidencia econométrica que aportan los autores, surge la significatividad de variables financieras internacionales para explicar esta dinámica, como la tasa de interés implícita de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, los agregados monetarios de las economías avanzadas, el índice VIX (como proxy de aversión global al riesgo) y el tipo de cambio real del dólar.



Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y FMI

En efecto, los *commodities* han experimentado un progresivo proceso de financiarización que implica tanto una creciente participación de actores financieros que no siguen estrategias clásicas de cobertura frente a las fluctuaciones de los precios, como una mayor incidencia de variables financieras internacionales en la determinación de sus cotizaciones. Por ejemplo, se verifica una estrecha relación entre el tipo de cambio del dólar y el precio de las

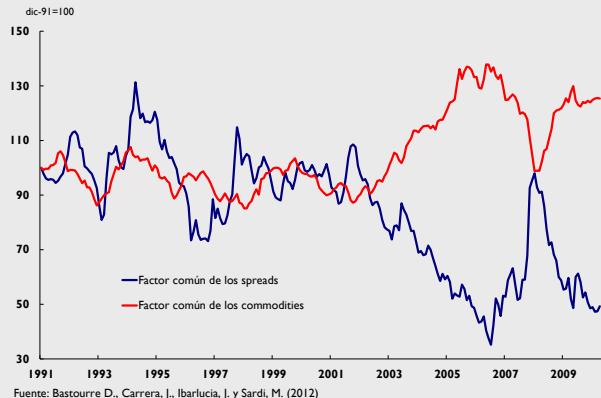
<sup>107</sup> Esta relación va más allá del simple efecto denominación derivado del hecho de que la cotización de los *commodities* en los mercados internacionales está expresada en dólares. Ver, por ejemplo, Dornbusch, R. (1985) “Policy and Performance Links Between LDC Debtors and Industrial Nations”, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1985, 303-368.

<sup>108</sup> Para un examen exhaustivo sobre la cuestión de la financiarización de los *commodities* puede consultarse Bastourre, D., J. Carrera y J. Ibarlucia (2010) “Precios de los Commodities: Factores Estructurales, Mercados Financieros y Dinámica No Lineal”, Estudios BCRA No. 6.

<sup>109</sup> Bastourre D., Carrera, J., Ibarlucia, J. y Sardi, M. (2012) “Dos Síntomas y una Causa: Flujos de Capitales, Precios de los Commodities y Determinantes Globales”, Documento de Trabajo N° 57, Octubre, BCRA.

<sup>110</sup> El gráfico 3 muestra la significativa correlación existente entre el factor común de los spreads soberanos y el de los precios de los *commodities*. El análisis factorial tiene por objetivo explicar un conjunto de variables observadas (en este caso, los spreads soberanos de un grupo de países exportadores de materias primas, por un lado y las cotizaciones de un conjunto de *commodities* seleccionados, por el otro) a través de un número reducido de variables latentes o no observadas (los factores comunes). Esta técnica permite generar un indicador que sintetiza la variabilidad común de un grupo de series correlacionadas.

**Gráfico 3 | Asociación entre el Factor Común de los *Spreads Soberanos* y el Factor Común de los Precios de los *Commodities***



Fuente: Bastourre D., Carrera, J., Ibarluza, J. y Sardi, M. (2012)

Hasta el año 2014, las economías avanzadas llevaron adelante políticas monetarias que tuvieron el mismo sesgo expansivo. Esta situación generó, a la luz de lo discutido previamente, fuertes entradas de capitales en los países emergentes y contribuyó de forma determinante a que las cotizaciones de las materias primas registraran valores históricamente altos.

Sin embargo, durante el año pasado, la desincronización en el ciclo de las mayores economías avanzadas provocó una brusca divergencia en las perspectivas de sus políticas monetarias. Por un lado, las mejoras registradas en el nivel de actividad y en el mercado de empleo de los Estados Unidos llevaron a la Fed a endurecer en el margen su política monetaria y a que el mercado pasase a prever una suba de las tasas de interés en el futuro cercano. Por otro lado, el magro desempeño económico de la zona del euro y de Japón, llevó a que las autoridades monetarias de ambos bloques profundizasen el sesgo expansivo de sus políticas.

Este desacople entre las condiciones monetarias propiciadas por las principales economías avanzadas plantea para los países emergentes un escenario de alta incertidumbre y riesgo de mediano plazo, enfrentando una eventual reversión del contexto internacional aún favorable. De acuerdo al marco conceptual planteado en el presente Apartado, las economías emergentes exportadoras de materias primas podrán verse afectadas negativamente a partir de la reducción en el acceso al crédito externo, el fortalecimiento del dólar y la caída en los precios de los *commodities*.

## 9 Política Monetaria

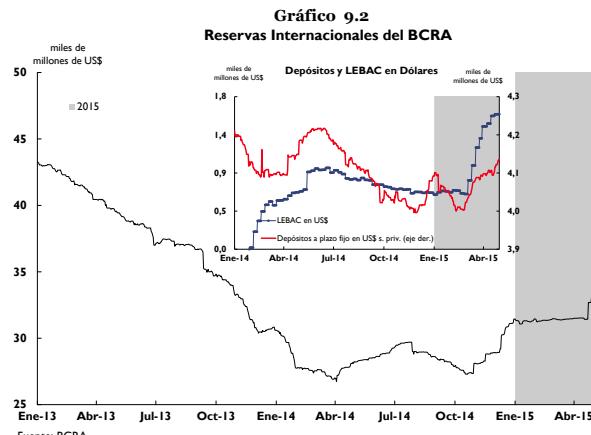
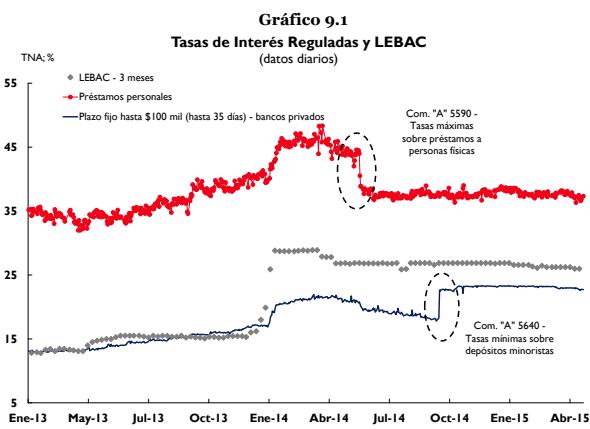
Los agregados monetarios continuaron mostrando una aceleración en su tasa de crecimiento, propiciada por el comportamiento de los depósitos a plazo fijo del sector privado, que en el primer cuatrimestre de 2015 registraron un aumento de 21,2% (y acumularon en el último año un avance cercano al 33%). El incremento fue extendido tanto al segmento mayorista como al minorista, que evidenciaron aumentos del 23,9% y 18,2%, respectivamente. Los depósitos de menos de \$1 millón mantuvieron un elevado dinamismo —con tasas de crecimiento mensual cercanas al 4%— favorecidos por el esquema de tasas de interés mínimas para las personas físicas establecido por el BCRA, y por la mayor estabilidad que presenta el mercado cambiario.

Los depósitos en moneda extranjera presentaron un aumento de 7,5% desde inicios de año hasta abril, con subas tanto en las imposiciones del sector privado como en las del sector público. Entre las colocaciones del sector privado, se destacó la evolución de los depósitos a plazo, que comenzaron a aumentar a partir de la última semana de febrero. Este comportamiento estuvo propiciado por el accionar del BCRA, que en febrero realizó ajustes tanto a la retribución de las LEBAC en dólares que suscriben las entidades como al margen entre ésta y la tasa de interés que ellas pagan por los depósitos, de forma de generar incentivos tanto para las entidades como para los depositantes.

En el primer cuatrimestre del 2015, en un contexto de estabilidad cambiaria y niveles de liquidez del sistema financiero holgados, el BCRA redujo levemente las tasas de interés de las LEBAC en pesos que coloca semanalmente en el mercado primario. La disminución se centró fundamentalmente en el tramo corto de la curva de rendimientos, entre 0,8 puntos porcentuales (p.p.) y 1,2 p.p. en las especies de menor plazo que se colocan a una tasa de corte predeterminada. De esta manera, al finalizar abril las tasas de interés de las LEBAC a tasas predeterminadas —a plazos de 95 días y 120 días— se ubicaron en 26% y 26,6%, respectivamente.

A fines de 2014 el Banco Central decidió extender la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP) durante el primer semestre de 2015. Este tramo debe ser asignado en su totalidad al financiamiento de las Micro, Medianas y Pequeñas Empresas (MiPyMEs), a una tasa máxima de 19% y a un plazo mínimo de 36 meses. Para el primer tramo del Cupo 2015, en marzo las entidades financieras debieron cumplir una meta intermedia que consistía en haber acordado financiaciones por al menos un 30% del importe total del cupo. Asimismo, recientemente se extendió al cómputo de la LCIP el financiamiento al descuento de certificados de obra pública y de facturas conformadas por parte de las MiPyMEs, a prefinanciaciones locales de exportaciones a empresas que no sean grandes exportadoras y a finannciaciones de algunas importaciones, estas dos últimas en la medida en que estén fondeadas con instrumentos emitidos en el exterior.

Las reservas internacionales aumentaron US\$2.500 millones en los primeros cuatro meses del año, finalizando abril en US\$33.909 millones. Este incremento obedeció a que el BCRA se posicionó como comprador neto de divisas en el mercado de cambios, a una colocación de deuda en moneda extranjera del Tesoro Nacional, al aumento de los depósitos en dólares y al uso de parte del acuerdo de *swap* de monedas con el Banco Central de la República Popular de China.



## 9.1 Agregados Monetarios <sup>111</sup>

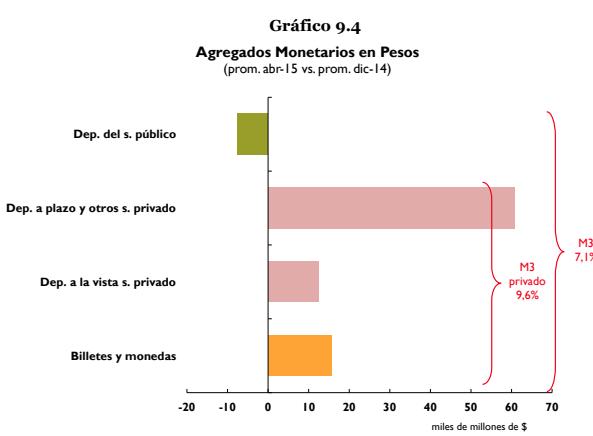
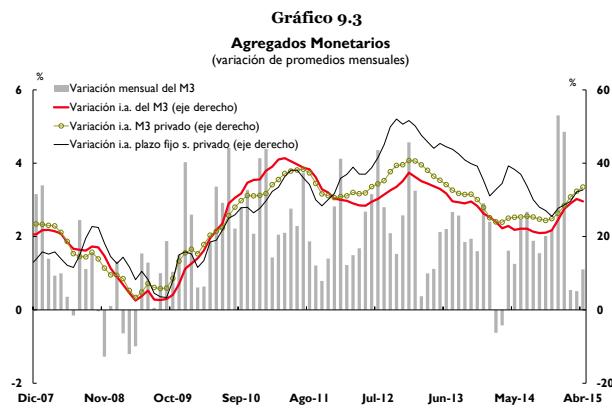
Los agregados monetarios continuaron mostrando una aceleración, propiciada por la evolución de los medios de pago y los depósitos a plazo fijo del sector privado, en línea con el comportamiento registrado a fines de 2014. El agregado en pesos más amplio ( $M3^{112}$ ) presentó en abril una variación interanual (i.a.) de 29,6%, mientras que el  $M3$  privado registró un crecimiento de 33,5% i.a. (ver gráfico 9.3).

Como viene sucediendo desde marzo de 2014, durante el primer cuatrimestre de 2015 el crecimiento del  $M3$  privado superó al del  $M3$  total, registrando un aumento de 9,6% y 7,1% respectivamente. Todos los tipos de depósitos del sector privado crecieron en el período, destacándose el incremento de los depósitos a plazo fijo, que en el cuatrimestre registraron un aumento de 21,2% (ver gráfico 9.4). El alza fue extendida tanto al segmento mayorista como minorista, que aumentaron 23,9% y 18,2%, respectivamente. Los depósitos de menos de \$1 millón mantuvieron un elevado dinamismo con tasas de crecimiento mensual cercanas a 4%, favorecidos por el esquema de tasas de interés mínimas para las personas físicas establecido por el BCRA, y por la mayor estabilidad del mercado cambiario (ver gráfico 9.5 y subsecciones 9.3 y 9.5). De esta forma, los depósitos a plazo fijo del sector privado continuaron acelerando su ritmo de expansión y acumularon en el último año un incremento cercano a 33% i.a.

A su vez, dado que las colocaciones a la vista crecieron 3,9%, el total de depósitos en pesos del sector privado alcanzó un alza cuatrimestral de 11,7%, acumulando en el último año un aumento superior al 34% i.a.

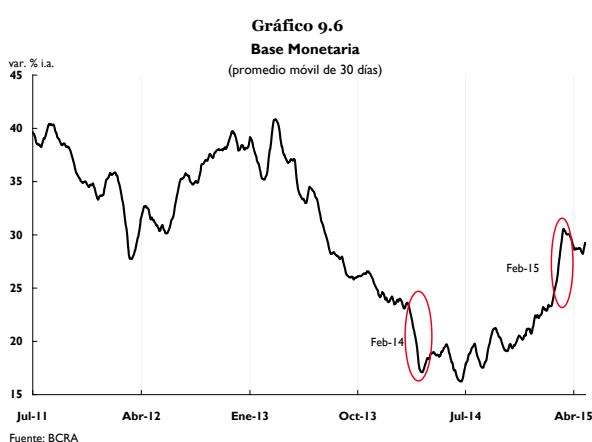
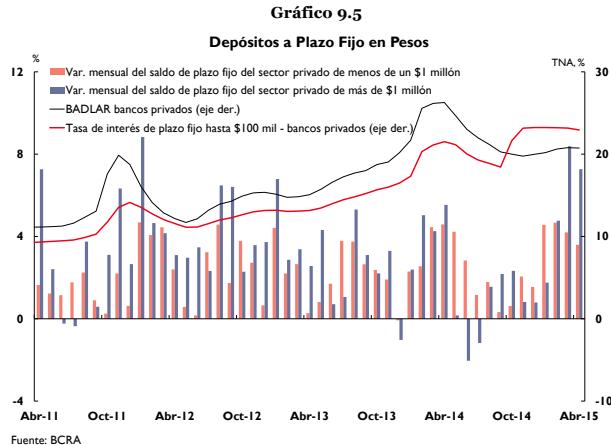
Por su parte, los depósitos del sector público disminuyeron 3,5% entre enero y abril, con incrementos en los depósitos a plazo y una disminución en las colocaciones a la vista.

En lo que respecta a los depósitos en moneda extranjera, éstos se elevaron 7,5% en el cuatrimestre, con incrementos tanto en las imposiciones del sector privado como en las correspondientes al sector público. Entre las colocaciones del sector privado, se destacó la evolución de los depósitos a plazo, que comenzaron a aumentar a partir de la última semana de febrero. Este comportamiento estuvo propi-



<sup>111</sup> Excepto que se indique lo contrario, las cifras a las que se hace referencia a lo largo de la subsección son promedios mensuales de datos diarios.

<sup>112</sup> Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos en pesos.



ciado por el accionar del BCRA, que en febrero realizó ajustes tanto a la retribución de las LEBAC en dólares que suscriben las entidades como al margen entre ésta y la tasa de interés que ellas pagan por sus depósitos, de forma de generar incentivos tanto para las entidades como para los depositantes por sus colocaciones a plazo en moneda extranjera<sup>113</sup> (ver apartado 5).

Por último, el agregado más amplio, M3\*<sup>114</sup>, mostró un aumento cuatrimestral de 7,5% (29,5% i.a.).

La base monetaria alcanzó un saldo promedio mensual de \$458.015 millones en abril, elevándose 3,4% durante los cuatro primeros meses de 2015. Entre sus componentes, se registró un crecimiento en el circulante en poder del público y una ligera disminución en las reservas bancarias (a partir del menor efectivo en entidades financieras, ya que los saldos de las cuentas corrientes de éstas en el BCRA se incrementaron).

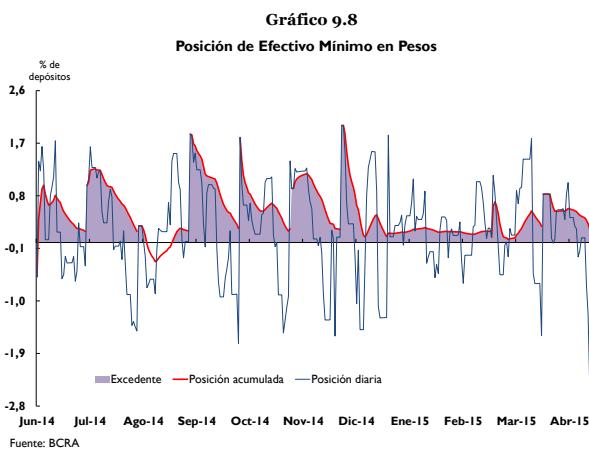
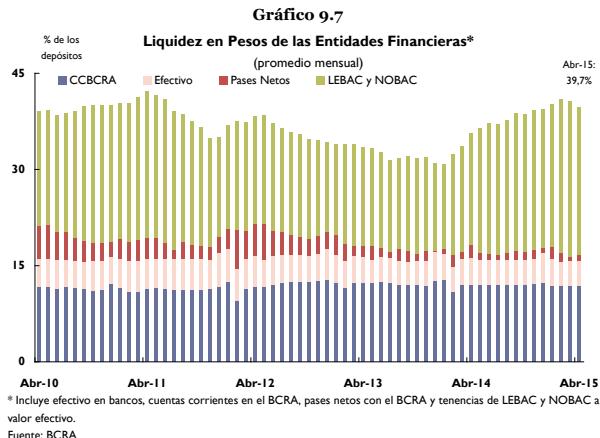
En términos interanuales, la base monetaria presentó una variación de 29,3%, 6,8 puntos porcentuales (p.p.) por encima de diciembre (ver gráfico 9.6), relacionada fundamentalmente con la base de comparación: en los primeros meses de 2014 el comportamiento del circulante en poder del público había iniciado una tendencia decreciente. Además, en febrero de 2015 se puede observar una marcada aceleración de la variación interanual de la base monetaria, explicada porque en 2014 las cuentas corrientes de las entidades en el BCRA habían registrado un nivel extraordinariamente bajo, compensando el mayor saldo de diciembre, dada la flexibilidad que brinda la posición trimestral Diciembre-Febrero de Efectivo Mínimo.

## 9.2 Liquidez Bancaria

El ratio de liquidez amplia en moneda nacional (definido como la suma del efectivo en bancos, cuenta corriente en el BCRA, pasos con el BCRA y tenencia de LEBAC, en términos de los depósitos) se incrementó levemente (0,2 p.p.) en el primer cuatrimestre de 2015. Más allá de los cambios en su composición, influenciados por cuestiones estacionales y por la flexibilidad que brinda la normativa de efectivo mínimo para esta parte del año, el incremento se verificó en la liquidez excedente, particularmente la mantenida en LEBAC. De esta forma, en abril,

<sup>113</sup> Ver Comunicaciones A 5527 y A 5711.

<sup>114</sup> Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos en pesos y moneda extranjera.



el ratio de liquidez se ubicó en 39,7% (ver gráfico 9.7).

La posición de efectivo mínimo (diferencia entre la integración y la exigencia neta de deducciones) continuó siendo excedentaria, y representó en promedio el 0,2% de los depósitos totales en pesos (ver gráfico 9.8).

Por último, en el segmento en moneda extranjera la liquidez se redujo ligeramente ubicándose en 104,8% del total de depósitos en dólares para el promedio de abril. El incremento del saldo de LEBAC en dólares fue compensado por la disminución de la proporción de los demás activos líquidos, en especial de las cuentas corrientes en dólares de las entidades en el Banco Central y de los pasos en moneda extranjera con el BCRA.

En línea con los nuevos estándares internacionales, a comienzos de 2015 se dispuso que las entidades deben contar con un adecuado fondo de activos líquidos de alta calidad, a fin de cubrir sus necesidades de liquidez durante un período de 30 días bajo un escenario de estrés<sup>115</sup>. Se definió así el ratio de cobertura de liquidez (LCR, por su sigla en inglés) como el cociente entre el valor de estos activos líquidos y del egreso de fondos esperados en un escenario de estrés para un período de 30 días. El LCR, en ausencia de escenarios de tensión financiera, no debería ser menor a uno<sup>116</sup>. Esta normativa se implementará gradualmente, con plena vigencia a partir de 2019.

### 9.3 Tasas de Interés<sup>117</sup>

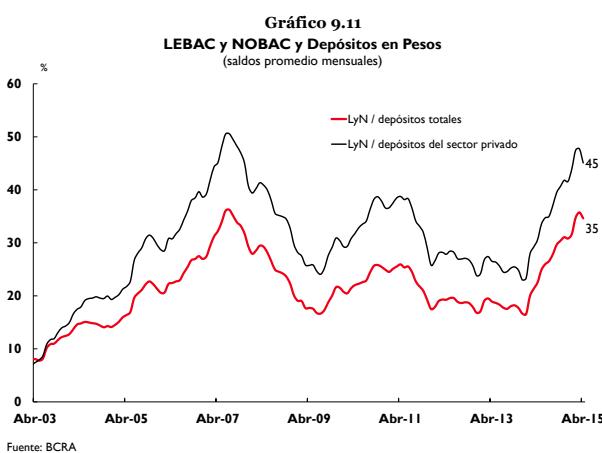
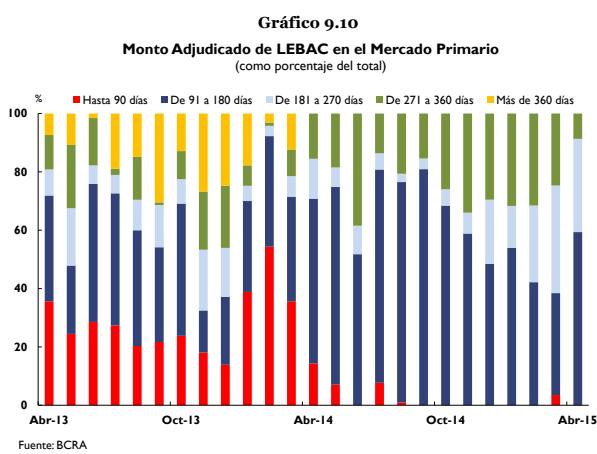
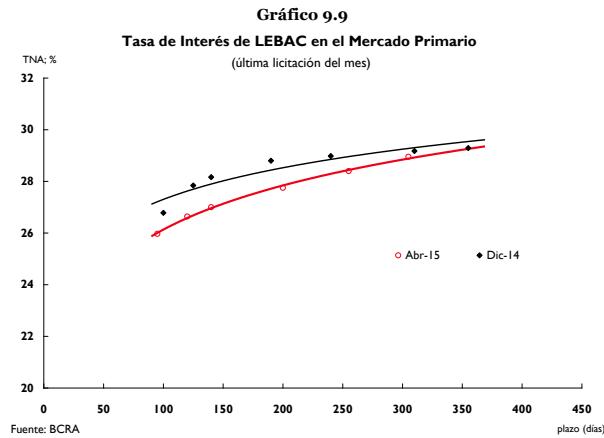
Desde la modificación de la Carta Orgánica del BCRA en 2012 se dotó a la autoridad monetaria de una mayor capacidad para regular el crédito y las tasas de interés. Desde entonces, para mejorar las condiciones del crédito o apuntalar la demanda de dinero, el Banco Central fue adoptando límites a ciertas tasas de interés, estableciendo máximos a las de determinadas líneas de préstamos, y mínimos a las de algunos tipos de depósito.

En el primer cuatrimestre del 2015, en un contexto de estabilidad cambiaria y de niveles de liquidez del sistema financiero holgados, el BCRA redujo ligeramente las tasas de interés de las LEBAC que coloca

<sup>115</sup> Comunicación “A” 5693. Dicha norma abarca a las entidades del grupo definido como Grupo A, que comprende a aquellas cuyo importe de los depósitos es mayor o igual al 1% del total de los depósitos del sistema financiero.

<sup>116</sup> Para mayor detalle ver el **Boletín de Estabilidad Financiera** del primer semestre de 2015.

<sup>117</sup> Las tasas de interés que se mencionan en esta subsección se refieren a tasas nominales anuales (TNAs).



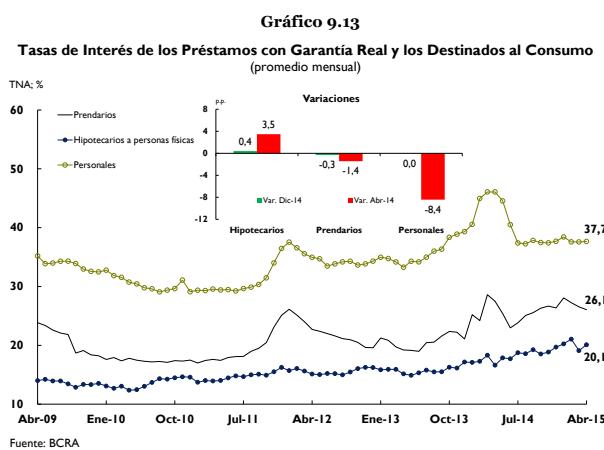
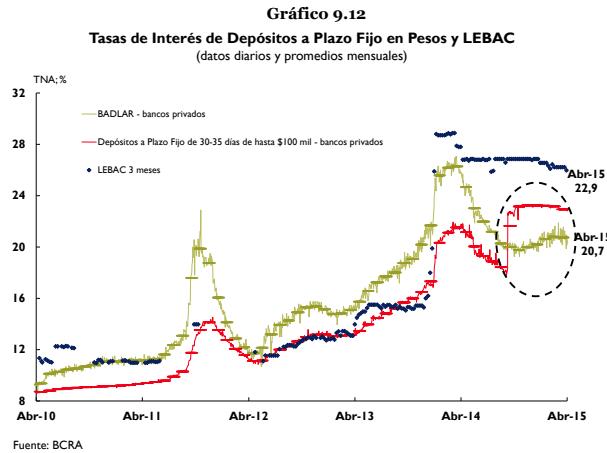
semanalmente en el mercado primario. La disminución se produjo a partir de febrero y se centró fundamentalmente en el tramo corto de la curva de rendimientos, de entre 0,8 p.p. y 1,2 p.p. en las especies de menor plazo que se colocan a una tasa de corte predeterminada. De esta manera, al finalizar abril las tasas de interés de las LEBAC a tasas predeterminadas —a plazos de 95 días y 120 días— se ubicaron en 26% y 26,6%, respectivamente; mientras que la tasa de interés de la especie adjudicada con mayor madurez, a 305 días de plazo, se ubicó en 28,9% (ver gráfico 9.9).

Los cambios en la curva de LEBAC tuvieron impactos en la madurez promedio de las adjudicaciones en el mercado primario, observándose un incremento en los plazos entre 180 y 360 días en los primeros tres meses del año, alcanzando en marzo alrededor del 62% del total (ver gráfico 9.10). Posteriormente, hacia fines de marzo se dejaron de licitar LEBAC a plazos de 360 días para evitar una superposición en ese plazo, en coordinación con las emisiones de BONAC de 12 y 18 meses que comenzó a realizar el Tesoro Nacional (ver sección 6). De esta manera, en abril se observó un incremento del monto adjudicado a plazos entre 91 y 180 días.

Al finalizar el primer cuatrimestre, el saldo nominal de LEBAC en pesos en circulación se ubicó en torno a \$323.404 millones, lo que representa aproximadamente el 35% del total de los depósitos (ver gráfico 9.11). El aumento en el saldo fue impulsado por mayores tenencias de entidades financieras, fundamentalmente privadas, seguido de inversores institucionales; entre estos últimos se destacaron las compañías de seguros, administradoras de riesgos de trabajo y fondos comunes de inversión. Cabe destacar que desde 2014 una parte significativa del incremento del saldo de títulos que emite el BCRA se explica por tenedores que no son entidades financieras: los mismos pasaron de representar 17% en el primer cuatrimestre de 2014 a 26% de las LEBAC en circulación en abril de este año.

Con el objetivo de estimular el mantenimiento de los ahorros dolarizados dentro del sistema financiero el BCRA resolvió aumentar las tasas de corte de las LEBAC en dólares, ajustando tanto el margen que perciben las entidades financieras que las suscriban como las tasas de interés mínimas que reciben los depositantes por sus colocaciones a plazo en moneda extranjera<sup>118</sup>. Gracias a esta reade-

<sup>118</sup> Ver Comunicación 5711



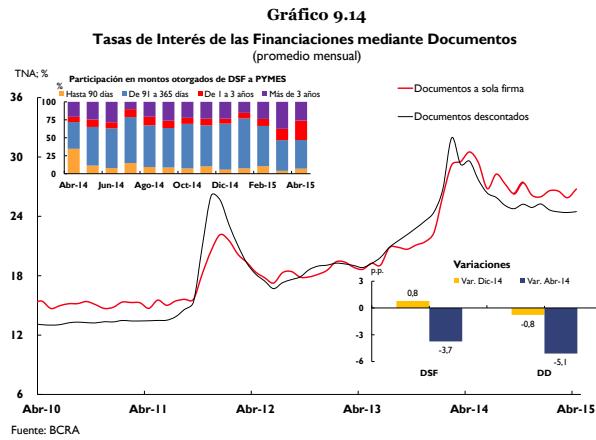
cuación, el saldo de LEBAC en dólares se duplicó respecto del de diciembre de 2014 al finalizar el primer cuatrimestre de 2015, hasta ubicarse en US\$1.641 millones (ver apartado 5).

Asimismo, con el objetivo de favorecer los instrumentos de ahorro en pesos de las familias, desde octubre de 2014 rigen tasas de interés mínimas para los depósitos a plazo fijo de las personas físicas de hasta \$350 mil. El límite está asociado al promedio mensual de la tasa de interés de las LEBAC al plazo más cercano a los 90 días del segundo mes inmediatamente anterior a la realización del depósito. Y dado que entre noviembre y enero estas tasas se mantuvieron relativamente estables, la tasa de interés promedio sobre los depósitos a plazo fijo hasta \$100 mil y hasta 35 días de plazo se mantuvo virtualmente sin cambios y muy cercana a los límites mínimos establecidos para el trimestre<sup>119</sup>. En tanto, en abril recibió el impacto de la disminución de las tasas de LEBAC de febrero, por lo que descendió 0,2 p.p. en el mes, promediando 22,9% (ver gráfico 9.12). De esta forma, gracias a esta política, los ahorristas minoristas percibieron por sus colocaciones una tasa de interés 4,5 p.p. por encima de la que recibían en septiembre de 2014, y este tipo de colocaciones mantuvo un elevado dinamismo, con tasas de crecimiento mensual superiores al 4%.

Por otra parte, y en este caso buscando instaurar condiciones más favorables para el crédito a las familias, desde junio de 2014 rigen tasas de interés máximas para los préstamos a las personas físicas, esencialmente personales y prendarios automotores<sup>120</sup>. En efecto, la tasa de interés promedio de los préstamos personales se ubicó en abril en 37,7%, 8,4 p.p. por debajo de la de un año atrás. Para esta línea, las tasas de interés máximas vigentes en abril fueron 38,4% para las entidades del grupo I y 47,7% para las del grupo II, y en el caso de los préstamos con garantía prendaria, las tasas máximas se ubicaron en 33,1% y 37,1%, respectivamente, manteniéndose virtualmente sin cambios a lo largo del primer trimestre y disminuyendo levemente en abril. De este modo, la tasa de interés observada de los préstamos prendarios presentó variaciones acotadas en el cuatrimestre, promediando 26,1% en abril, observándose

<sup>119</sup> Las tasas de interés mínimas se establecieron como una proporción de la tasa de interés de referencia, dependiendo el plazo de la captación: 87%, para los depósitos de hasta 44 días, 89% para aquellos pactados entre 45 y 59 días y 93% para los de 60 días o más de plazo. A su vez, con el objetivo de ampliar la protección de los ahorristas, en noviembre se elevó el importe de la cobertura de garantía de los depósitos, por titular, desde \$120.000 a \$350.000.

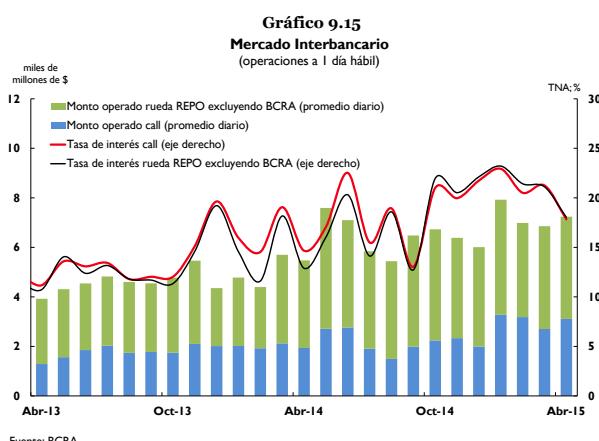
<sup>120</sup> De acuerdo a la normativa, se definieron dos grupos de entidades, cada uno de los cuales tiene distintas tasas de interés máximas, calculadas en base al producto de la tasa de interés de referencia por un coeficiente que depende del tipo de financiación y entidad de que se trate. El grupo I está compuesto por las entidades financieras que operan como agentes financieros de los gobiernos en todos sus niveles y por aquellas que concentraron el 1% o más del total de depósitos del sector privado, mientras que el grupo II incluye a todas las entidades financieras no definidas en el I.



se una reducción de casi 1,4 p.p. respecto al nivel de 12 meses atrás (ver gráfico 9.13).

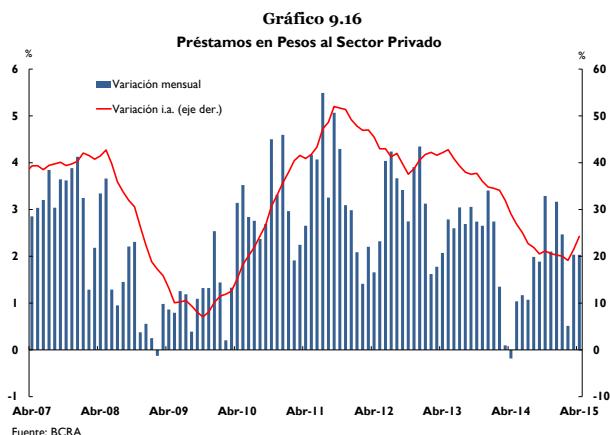
Por otro lado, entre las financiaciones instrumentadas mediante documentos hay operaciones cuyas tasas de interés se pactan libremente y otras otorgadas en el marco de la LCIP, que se acuerdan con tasas de interés relativamente más bajas (19%) y se negocian a mayores plazos (no menor a 36 meses). Respecto a esta última línea, para el primer tramo del Cupo 2015, en marzo las entidades financieras debieron cumplir una meta intermedia (que no estuvo vigente en 2014) que consistía en haber acordado financiaciones por al menos un 30% del importe total del cupo, por lo que estos créditos presentaron una mayor participación dentro de las distintas líneas y generaron una importante disminución interanual de las tasas de interés en el mes de marzo. En abril, una vez pasada la meta intermedia, las tasas de interés de las financiaciones mediante documentos presentaron leves subas, en línea con la menor participación de la línea.

En el caso de la tasa de interés de los documentos a sola firma, si bien aumentó 0,8 p.p. respecto a diciembre, al promediar 26,8% en abril exhibe una caída de 3,7 p.p. respecto al mismo mes del año pasado. En tanto, el promedio mensual de la tasa de interés aplicada sobre el descuento de documentos fue de 24,5% en abril, casi 1 p.p. y 5 p.p. por debajo de lo observado en diciembre y abril de 2014, respectivamente (ver gráfico 9.14). En este caso, el Banco Central permitió que en el primer trimestre del año las entidades financieras pudieran aplicar hasta un 25% del cupo del primer semestre de 2015 al descuento de cheques de pago diferido de Micro, Medianas y Pequeñas Empresas (MiPyMEs), a una tasa de hasta el 19%.



Entre las tasas de interés determinadas por el mercado, el promedio mensual de la BADLAR de bancos privados –tasa de interés por depósitos a plazo fijo de \$1 millón y más, de 30-35 días de plazo– se ubicó en 20,7% en abril, 0,8 p.p. por encima del nivel de diciembre. De esta manera, se observa que tras la implementación de las tasas de interés mínimas en el segmento minorista, las familias reciben por sus colocaciones a plazo fijo alrededor de 3 p.p. más que los grandes depositantes (ver gráfico 9.12).

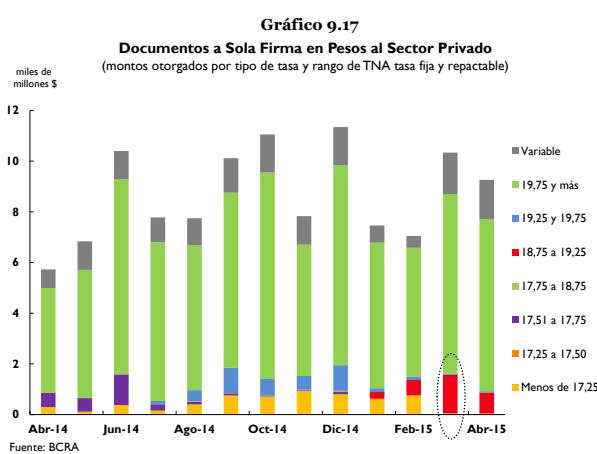
Entre las tasas de interés activas, la de los adelantos en cuenta corriente promedió 29,1% en abril, casi 2 p.p. por debajo del nivel de diciembre y cerca de 4 p.p. inferior del de abril de 2014. Dentro de esta lí-



nea, los adelantos destinados a empresas, por más de \$10 millones y hasta 7 días de plazo, que representan cerca de un 25% del total de los adelantos en cuenta corriente, presentaron una tasa de interés de 21% en abril, mostrando un descenso de más de 3 p.p. tanto en el cuatrimestre como en su comparación interanual.

Por su parte, la tasa de interés de los préstamos hipotecarios a personas físicas promedió 20,1% en abril, 0,4 p.p. por encima del cierre de 2014.

Procurando reducir la volatilidad del resto de las tasas de interés de corto plazo, a principios de octubre de 2014 el BCRA había modificado las tasas de interés de sus operaciones de pase: aumentó entre 4 p.p. y 4,5 p.p. las tasas de interés de los pasos pasivos, hasta ubicarlas en 13% y 14% para los plazos de 1 y 7 días, respectivamente, y entre 5 p.p. y 6 p.p. las de los pasos activos, llevándolas a 16%, 17% y 20%, según los plazos sean de 1, 7 o 60 días, respectivamente. Como consecuencia, a lo largo del primer cuatrimestre de 2015, las tasas de interés de los mercados interfinancieros redujeron la volatilidad que venían presentando en los cuatrimestres previos. Al finalizar abril, la tasa de interés de las operaciones a 1 día hábil se ubicó en alrededor del 18% tanto en el mercado no garantizado (*call*) como en el mercado garantizado (rueda REPO; ver gráfico 9.15). El monto promedio diario negociado se incrementó respecto de los últimos meses del 2014, hasta alcanzar alrededor de \$7.300 millones.

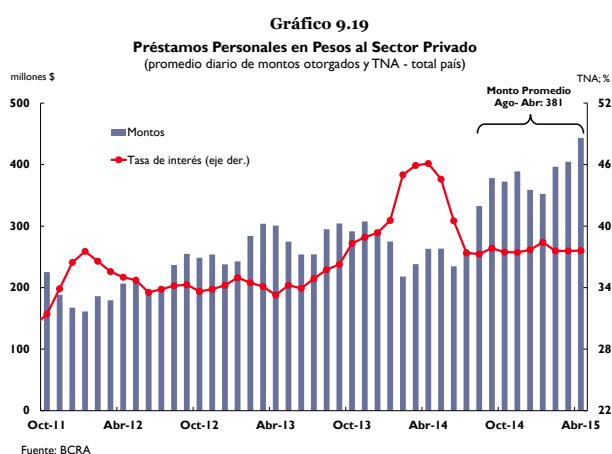
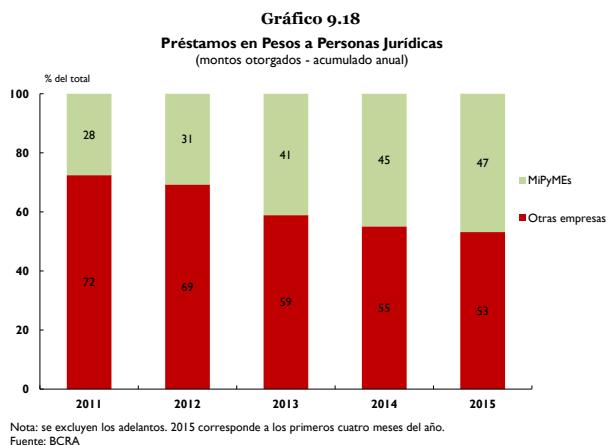


#### 9.4 Políticas de Financiamiento Productivo y Crédito al Sector Privado<sup>121</sup>

Las políticas dirigidas a fomentar el crédito al sector productivo, junto con aquellas destinadas a promover el crédito en condiciones más favorables para las familias, continuaron favoreciendo el dinamismo de los préstamos. En los primeros cuatro meses del año los préstamos al sector privado en pesos crecieron 7,1%, aumento superior al exhibido en el mismo período de 2014. En consecuencia, los préstamos aumentaron su variación interanual, que pasó del orden del 20% a fin de 2014 a 24,3% en abril de 2015 (ver gráfico 9.16).

En marzo, las entidades financieras debieron cumplir una meta intermedia para el primer tramo del Cupo 2015 de la LCIP. La misma establece que, a dicha fecha, debía haberse acordado financiaciones

<sup>121</sup> Todas las cifras de préstamos mencionadas en esta subsección se encuentran ajustadas por traspasos entre la cartera de préstamos de los bancos y fideicomisos financieros que, si bien alteran los saldos contables, no afectan al financiamiento otorgado.



por al menos un 30% del importe total del cupo. Esto se vio reflejado en los documentos a sola firma, línea mediante la que se instrumentan muchas de estas operaciones: se observó una mayor participación de los nuevos préstamos otorgados a tasas de interés cercanas a las establecidas para el primer tramo del Cupo 2015 (rango de tasas de interés de 18,75%-19,25%; ver gráfico 9.17).

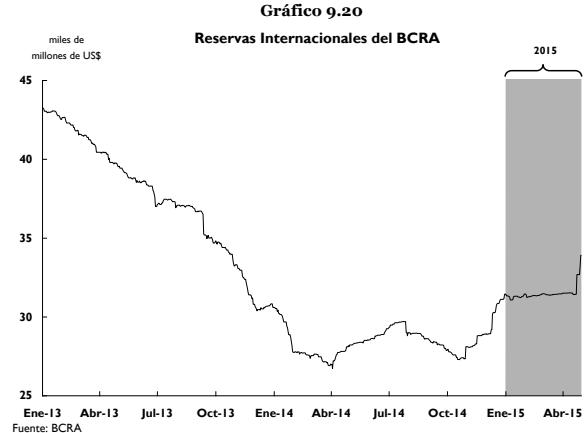
Además, la LCIP continuó favoreciendo el acceso al financiamiento de las empresas de menor tamaño. En efecto, se incrementó la participación de las financiaciones otorgadas a MiPyMEs dentro de los préstamos a empresas. Al considerar el flujo de nuevos préstamos en pesos otorgados a las personas jurídicas, se comprueba que las empresas de menor tamaño recibieron el 47% de los fondos en lo que va de 2015, frente al 28% en 2011 (ver gráfico 9.18).

Cabe mencionar que el BCRA amplió la instrumentación de la LCIP para generar mayores prestaciones y profundizar la promoción del crédito a las MiPyMEs. En adelante, las entidades podrán aplicar parte del financiamiento al descuento de certificados de obra pública y de facturas conformadas por parte de las MiPyMEs. Adicionalmente, podrán incorporar las financiaciones desembolsadas en concepto de prefinanciaciones locales de exportaciones a empresas que no sean grandes exportadoras, en la medida en que estén fondeadas con líneas de crédito del exterior, nuevos préstamos externos u obligaciones negociables colocadas en el exterior. También podrán considerar las nuevas financiaciones locales de importaciones de insumos o bienes de capital fondeadas con líneas de crédito de bancos del exterior (ver sección 3)<sup>122</sup>.

De manera complementaria, continuando con las políticas de estímulo al crédito al sector productivo, en 2015 siguieron efectuándose desembolsos de los fondos adjudicados en el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB). En los primeros cuatro meses del año se desembolsaron alrededor de \$257 millones, con lo que desde el comienzo del PFPB los fondos desembolsados totalizaron \$6.876 millones, lo que representa más del 80% del total adjudicado en las licitaciones.

Por su parte, las medidas dirigidas a limitar el costo del crédito para las familias llevaron a que los préstamos personales mostraran un mayor dinamismo a partir del segundo semestre de 2014. En efecto, la fuerte reducción en las tasas de interés propició un

<sup>122</sup> Ver Comunicación A 5747.



marcado incremento en los volúmenes operados, los cuales pasaron de un promedio diario de \$250 millones durante el primer semestre de 2014, a \$381 millones entre agosto y abril pasados (ver gráfico 9.19).

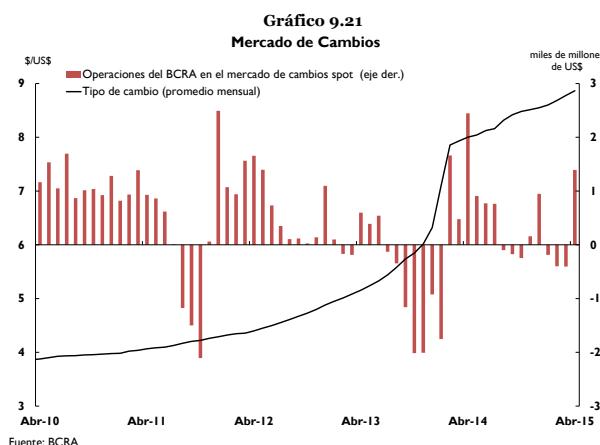
Finalmente, los préstamos al sector privado en moneda extranjera acumularon un aumento cercano a US\$580 millones en los primeros cuatro meses del año, revirtiendo parcialmente la tendencia descendente que venían mostrando desde el tercer trimestre del año pasado. El incremento del período estuvo explicado tanto por el mayor uso estacional de las tarjetas de crédito en el exterior durante las vacaciones de verano, como por el comportamiento de los documentos a sola firma, asociados a operaciones de comercio exterior.

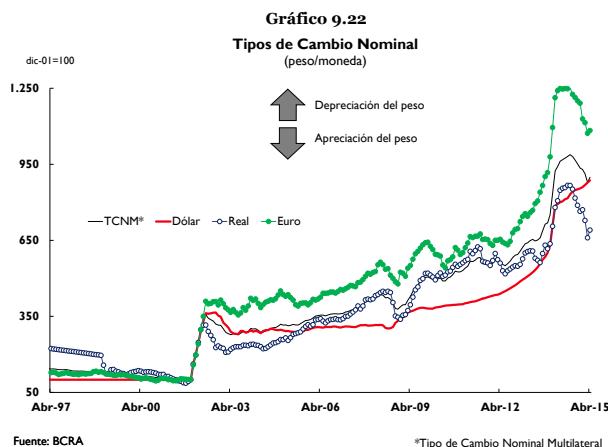
## 9.5 Reservas Internacionales y Mercado Cambiario

Las reservas internacionales totalizaron a fin de abril US\$ 33.909 millones, acumulando un aumento de US\$ 2.500 millones en lo que va del año (ver gráfico 9.20). Al incremento contribuyeron las compras netas de divisas por parte del Banco Central en el mercado de cambios (ver gráfico 9.21), una licitación de deuda pública (de Bonos de la Nación Argentina en dólares estadounidenses —BONAR 2024— por US\$ 1.416 millones realizada a fines de abril), el aumento de los depósitos en dólares y el uso de parte del acuerdo de *swap* de monedas acordado con el Banco Central de la República Popular de China.

Durante el primer cuatrimestre del 2015, el peso continuó depreciándose nominalmente respecto al dólar estadounidense (ver gráfico 9.22). De esta manera la cotización promedio de abril de 2015 fue \$8,9/US\$, 3,7% mayor a la de diciembre de 2014. En cambio, en un contexto de depreciación de las monedas de los principales socios comerciales, el peso se apreció respecto a éstas en el cuatrimestre bajo análisis. De esta manera, se observó que el Índice de Tipo de Cambio Nominal Multilateral se redujo en abril 3,9% respecto a diciembre. En particular, las cotizaciones para marzo del real y del euro fueron \$2,9/real y \$9,6/€, 9,7% y 9,1% menores que las de diciembre, respectivamente.

En el mercado de futuros del tipo de cambio peso / dólar estadounidense de Rosario (ROFEX), en lo que va del año el monto promedio negociado diariamente fue de \$2.500 millones. A su vez, la depreciación esperada para los próximos meses, implícita





en los valores de los contratos, se redujo desde comienzos de 2015.

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

## Apartado 5 / Relanzamiento de las LEBAC Denominadas en Dólares

Con el objetivo de generar estímulos para que los depositantes mantengan sus ahorros en dólares dentro del sistema financiero, en febrero de 2015 el Banco Central relanzó las LEBAC denominadas en dólares estadounidenses buscando incrementar el rendimiento que perciben los depositantes para sus colocaciones a plazo fijo en moneda extranjera<sup>123</sup>. Adicionalmente aumentó los márgenes de los bancos, para incentivar a que las entidades financieras ofrezcan a sus clientes las mejores tasas de interés establecidas por la norma, por sus depósitos a plazo. Esto permitió revertir la tendencia que exhibían previamente las imposiciones a plazo en dólares.

Las LEBAC denominadas en dólares habían comenzado a licitarse en enero de 2014. En esa oportunidad el BCRA había dispuesto que estas letras pudieran ser suscriptas sólo por las entidades financieras que hubieran pagado por sus depósitos a plazo fijo en dólares de residentes del sector privado una tasa de interés mínima fijada por la autoridad monetaria<sup>124</sup>. Las especies de LEBAC licitadas tenían plazos de 1, 3, 6 y 12 meses con tasas de corte predeterminadas que se ubicaban entre el 2,5% nominal anual para el plazo más corto a 4% para la especie de 12 meses. Además, el *spread* entre la tasa de interés que se le pagaba al depositante y la tasa correspondiente a la LEBAC suscrita por la entidad financiera podía ser, como máximo, de 0,25 puntos porcentuales (p.p.) para el plazo más corto y de 0,60 p.p. para la LEBAC a 12 meses (ver tabla 1).

Este esquema inicial de LEBAC tuvo un impacto positivo, aunque acotado, sobre el mercado de depósitos a plazo fijo en moneda extranjera. Se observó un aumento en la tasa que percibían los depositantes, pero con un alcance limitado respecto al total de las operaciones. En efecto, alrededor del 40% de los montos operados a plazo fijo en dólares de abril de 2014, tres meses posteriores al inicio de la medida, registraban la tasa de interés mínima establecida por el BCRA que le permitía a las entidades suscribir LEBAC. Si bien el saldo de LEBAC en dólares se incrementó en los primeros meses de vigencia de la medida, alcanzando casi el 22% de los depósitos a plazo en dólares del sector privado,

luego se redujo hasta representar el 16% de los depósitos a plazo en moneda extranjera.

El relanzamiento buscó superar algunas de las limitaciones que presentó el anterior esquema. Si bien se mantuvieron los estratos de plazo a 1, 3, 6 y 12 meses, se crearon dos segmentos de LEBAC: el segmento "V" que resulta similar al esquema anterior, donde las entidades financieras pueden suscribir LEBAC por los depósitos a plazo en dólares del sector privado que hayan captado, incluyendo renovaciones, y un nuevo segmento, denominado "N", donde las entidades financieras pueden suscribir LEBAC si experimentaron un aumento de las colocaciones a plazo (neto de reducciones del saldo de depósitos a la vista del sector privado).

Tabla 1 | Tasas de interés y *spread* de las LEBAC en dólares

| Plazo (meses)            | Hasta Ene-2015 |                             |                                 | A partir de Feb-2015 |                                       |  |
|--------------------------|----------------|-----------------------------|---------------------------------|----------------------|---------------------------------------|--|
|                          | Tasa de corte  | Spread máximo para el banco | Tasa mínima para el depositante | Tasa de corte        | Spread máximo para el banco (en p.p.) | Tasa mínima para el depositante (en %) |
| Segmento LEBAC "V"       |                |                             |                                 |                      |                                       |  |
| 1                        | 2,50%          | 0,25 p.p.                   | 2,25%                           | 3,25%                | 0,8                                   | 2,45                                   |
| 3                        | 3,00%          | 0,40 p.p.                   | 2,60%                           | 3,90%                | 0,8                                   | 3,10                                   |
| 6                        | 3,50%          | 0,50 p.p.                   | 3,00%                           | 4,00%                | 0,8                                   | 3,20                                   |
| 12                       | 4,00%          | 0,60 p.p.                   | 3,40%                           | 4,20%                | 0,8                                   | 3,40                                   |
| Nuevo Segmento LEBAC "N" |                |                             |                                 |                      |                                       |  |
| 1                        |                |                             |                                 | 3,75%                | 1,3                                   | 2,45                                   |
| 3                        |                |                             |                                 | 4,40%                | 1,3                                   | 3,10                                   |
| 6                        |                |                             |                                 | 4,50%                | 1,3                                   | 3,20                                   |
| 12                       |                |                             |                                 | 4,70%                | 1,3                                   | 3,40                                   |

Fuente: BCRA

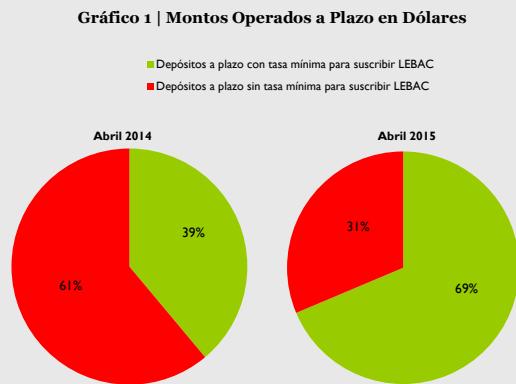
La modificación realizada en 2015 incrementó los márgenes de intermediación que perciben los bancos y aumentó la tasa mínima para los ahorristas. Esto redundó en mayores incentivos para que las entidades financieras ofrezcan a sus depositantes las tasas mínimas establecidas por el BCRA. Para ambos segmentos el BCRA dispuso un aumento en las tasas de interés que reciben los depositantes en los plazos entre 1 y 6 meses, donde se concentra el 95% de las operaciones. En tanto, se dejaron establecidas las tasas a plazos de 12 meses. De esta manera las tasas de interés pasaron de 2,25% nominal anual a 2,45% para el plazo más corto y permanecen en 3,4% en el plazo más largo. También se incrementó el margen que perciben las entidades, entre la tasa de interés de las LEBAC y la que le pagan al depositante. Así, el margen pasó de entre 0,25 p.p. y 0,6 p.p. en el anterior esquema a 0,8 p.p. en el segmento de LEBAC "V" y 1,3 p.p. en el segmento "N".

En este sentido, las modificaciones permitieron ampliar la proporción de operaciones realizadas a las tasas de interés mínimas. En efecto, en abril de

<sup>123</sup> Ver Comunicación "A" 5711 y Comunicado "P" 50517.

<sup>124</sup> Ver Comunicación "A" 5527.

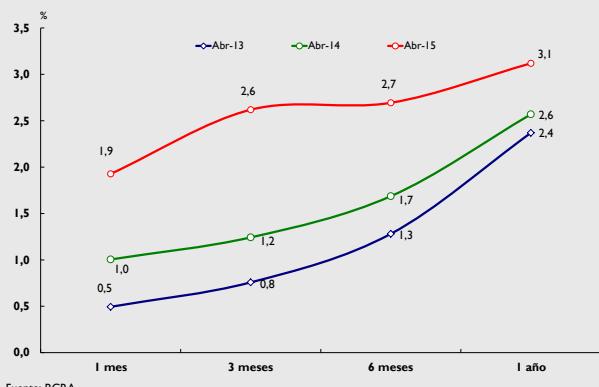
2015 del total de montos depositados a plazo fijo en dólares, casi el 70% percibió la tasa mínima de la norma que le permite a los bancos suscribir LEBAC (ver gráfico 1).



Fuente: BCRA

La normativa introducida en 2014 y su perfeccionamiento realizado en febrero de 2015 contribuyó a mejorar el atractivo de las imposiciones a plazo en dólares. En efecto, en abril de 2015 las tasas de interés de las imposiciones a plazo, dependiendo del plazo, resultaron entre 1,4 p.p. y 0,7 p.p. mayores que las que percibían los ahorristas dos años atrás (ver gráfico 2).

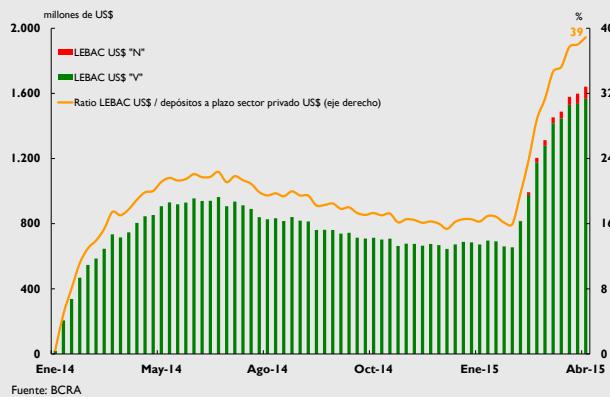
**Gráfico 2 | Tasas de Interés de Depósitos a Plazo Fijo en Dólares**  
(operaciones del sector privado por montos hasta US\$100.000)



Fuente: BCRA

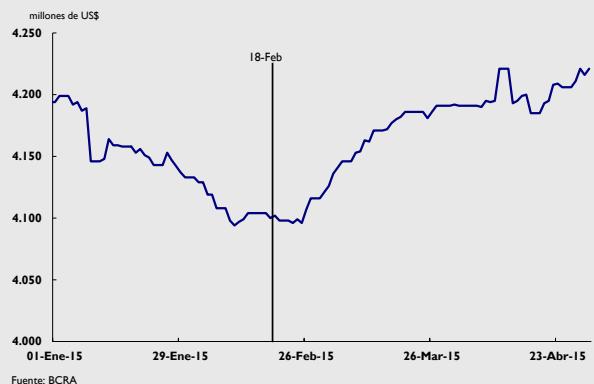
Desde su relanzamiento en febrero de 2015 el saldo de LEBAC en dólares en circulación se incrementó casi 150% (+US\$ 980 millones). Así, alcanzaron a fines de abril una participación en relación a los depósitos a plazo en dólares del sector privado en torno al 39%, lo que significó un incremento de 22 p.p. respecto a mediados de febrero (ver gráfico 3).

**Gráfico 3 | Evolución de las LEBAC Denominadas en Dólares**  
(apertura por segmento)



Asimismo, la medida contribuyó a estimular los depósitos a plazo fijo en moneda extranjera. Desde la implementación de la norma, las imposiciones a plazo en dólares se incrementaron alrededor de US\$120 millones, revirtiendo la tendencia desde comienzos de año (ver gráfico 4).

**Gráfico 4 | Depósitos a Plazo Fijo del Sector Privado en Dólares**



De esta manera, el Banco Central continúa adoptando medidas para beneficiar a los ahorristas y profundizar la bancarización de los recursos. Así, el relanzamiento de las LEBAC en dólares contribuyó a la estabilidad cambiaria y al incremento de los depósitos a plazo en dólares. Los recursos en moneda extranjera que se mantuvieron en el sistema permitieron robustecer las reservas y, en consecuencia, favorecer la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

## Glosario de Abreviaturas y Siglas

|  |  |
|--|--|
| <b>€:</b> Euro   | <b>Call:</b> Tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil del mercado interfinanciero no garantizado              |
| <b>ABS:</b> Asset-backed security (bonos respaldados por activos)  | <b>CAMMESA:</b> Cámara del Mercado Mayorista de Energía  |
| <b>ACE:</b> Acuerdo de complementación económica   | <b>CBPP3:</b> <i>Covered Bonds Purchase Programme</i> (títulos de deuda del ECB que tienen el respaldo de activos financieros) |
| <b>Acum.:</b> Acumulado  | <b>CBR:</b> Banco Central de Rusia (por sus siglas en inglés)  |
| <b>ADEFA:</b> Asociación de Fábricas de Automotores de Argentina   | <b>CCBCRA:</b> Cuenta Corriente del Banco Central de la República Argentina  |
| <b>ADR:</b> Recibo de Depósito Americano, según sus siglas en inglés)  | <b>CEDIN:</b> Certificados de Depósitos para la Inversión  |
| <b>AFCP:</b> Asociación de Fabricantes de Cemento Portland   | <b>CEMBI+:</b> <i>Corporate Emerging Market Bond Index plus</i>  |
| <b>AFIP:</b> Administración Federal de Ingresos Públicos   | <b>CEPAL:</b> Comisión Económica para América Latina y el Caribe   |
| <b>AIP:</b> Aglomerados del Interior del País  | <b>CER:</b> Coeficiente de Estabilización de Referencia  |
| <b>ANSeS:</b> Administración Nacional de la Seguridad Social   | <b>CFI:</b> Coparticipación Federal de Impuestos   |
| <b>ARSAT:</b> Empresa Argentina de Soluciones Satelitales  | <b>CGI:</b> Cuenta de Generación del Ingreso   |
| <b>ART:</b> aseguradora de riesgos de trabajo  | <b>CIADI:</b> Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones   |
| <b>AT:</b> Adelantos Transitorios  | <b>CNARG2004:</b> Revisión Metodológica de las Cuentas Nacionales  |
| <b>ATN:</b> Aportes del Tesoro Nacional  | <b>CNPHV:</b> Censo Nacional de Población, Hogares y Vivienda  |
| <b>AUH:</b> Asignación Universal por Hijo para Protección Social   | <b>CNV:</b> Comisión Nacional de Valores   |
| <b>AySA:</b> Sociedad Agua y Saneamientos Argentinos Sociedad Anónima  | <b>Contrib.:</b> Contribución  |
| <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>COU:</b> Cuadro de Oferta y Utilización   |
| <b>BCB:</b> Banco Central de Brasil  | <b>CSRC:</b> Comisión de Regulación de los Mercados de China (por sus siglas en inglés)  |
| <b>BCBA:</b> Bolsa de Comercio de Buenos Aires   | <b>DEG:</b> Derecho Especial de Giro   |
| <b>BCE:</b> Banco Central Europeo  | <b>DGA:</b> Dirección General de Aduanas   |
| <b>BCRA:</b> Banco Central de la República Argentina   | <b>DPN:</b> Deuda Pública Nacional   |
| <b>BEF:</b> Boletín de Estabilidad Financiera  | <b>e:</b> Estimado   |
| <b>b.e.p.:</b> barriles equivalentes de petróleo   | <b>EE.UU.:</b> Estados Unidos  |
| <b>BIS:</b> <i>Bank for International Settlements</i> (Banco de Pagos Internacionales)   | <b>EIA:</b> Oficina de Información de Energía de los Estados Unidos  |
| <b>BM:</b> Banco Mundial   | <b>EMBI+:</b> <i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>  |
| <b>BoC:</b> Banco de Canadá, por sus siglas en inglés  | <b>EMEA:</b> Europa emergente, medio oriente y África  |
| <b>BoE:</b> <i>Bank of England</i> (Banco de Inglaterra)   | <b>EMI:</b> Estimador Mensual Industrial   |
| <b>BoJ:</b> Banco de Japón (por sus siglas en inglés)  | <b>ENARSA:</b> Empresa Energía Argentina S.A.  |
| <b>Bonac:</b> Bono del Tesoro Nacional   | <b>EPH:</b> Encuesta Permanente de Hogares   |
| <b>Bonad:</b> Bono atado en dólares  | <b>ERM:</b> <i>Exchange Rate Mechanism</i>   |
| <b>Bonar:</b> Bono de la Nación Argentina  | <b>ETFs:</b> <i>Exchanged Traded Funds</i> (fondos negociables)  |
| <b>BRIC:</b> Brasil, Rusia, India y China  | <b>excl.:</b> Excluyendo   |
| <b>CABA:</b> Ciudad Autónoma de Buenos Aires   |  |

|  |  |
|--|--|
| <b>FBC:</b> Formación bruta de capital   | <b>ISAC:</b> Índice Sintético de Actividad de la Construcción  |
| <b>Fed:</b> Reserva Federal de los Estados Unidos                                      | <b>ISSP:</b> Indicador Sintético de Servicios Públicos   |
| <b>FFS:</b> Fondo Federal Solidario  | <b>IVA DGA:</b> Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Aduanas  |
| <b>FGS:</b> Fondo de Garantía de Sustentabilidad                                       | <b>IVA DGI:</b> Impuesto al Valor Agregado Dirección General de Impuestos                                      |
| <b>FMI:</b> Fondo Monetario Internacional  | <b>IVA:</b> Impuesto al Valor Agregado   |
| <b>FOB:</b> <i>Free on Board</i> (operaciones de compraventa que se realiza por barco) | <b>kg:</b> Kilogramo   |
| <b>FOMC:</b> Comité Federal de Mercado Abierto   | <b>LCIP:</b> Línea de Créditos para la Inversión Productiva  |
| <b>FONDEA:</b> Fondo de Desendeudamiento Argentino                                     | <b>LCR:</b> Ratio de cobertura de liquidez (por sus siglas en inglés)  |
| <b>FONDEAR:</b> Fondo de desarrollo económico argentino                                | <b>LEBAC:</b> Letras del Banco Central (Argentina)   |
| <b>FONDOI:</b> Fondo de desarrollo con organismos internacionales                      | <b>LTRO:</b> <i>Long Term Refinancing Operation</i>  |
| <b>G-7:</b> Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Canadá      | <b>MAE:</b> Mercado Abierto Electrónico  |
| <b>G20:</b> Grupo de los 20  | <b>M2:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$ |
| <b>GBA:</b> Gran Buenos Aires  | <b>M3*:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$                                 |
| <b>GNC:</b> Gas natural comprimido   | <b>M3:</b> Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + depósitos totales en \$                          |
| <b>i.a.:</b> Interanual  | <b>MAGyP:</b> Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca   |
| <b>Hog.ar:</b> Programa de subsidios para adquirir la garrada social                   | <b>Mb/d:</b> Millones de barriles por día  |
| <b>IAMC:</b> Instituto Argentino de Mercado de Capitales                               | <b>MEM:</b> Mercado Eléctrico Mayorista  |
| <b>ICA:</b> Intercambio Comercial Argentino  | <b>Mercosur:</b> Mercado Común del Sur   |
| <b>ICC:</b> Índice del Costo de la Construcción  | <b>Merval:</b> Mercado de Valores de Buenos Aires  |
| <b>ICDCB:</b> Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias                   | <b>mill.:</b> Millones   |
| <b>IEA:</b> Agencia Internacional de Energía (por sus siglas en inglés)                | <b>Min.:</b> Mínimo  |
| <b>IED:</b> Inversión Extranjera Directa   | <b>MIPyMEs:</b> Micro, Pequeñas y Medianas Empresas  |
| <b>INDEC:</b> Instituto Nacional de Estadística y Censos                               | <b>MOA:</b> Manufacturas de Origen Agropecuario  |
| <b>INML:</b> Índice de Novillos del Mercado de Liniers                                 | <b>MOI:</b> Manufacturas de Origen Industrial  |
| <b>INSJyP:</b> Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados   | <b>MRO:</b> <i>Main Refinancing Operations</i>   |
| <b>IPMP:</b> Índice de Precios de las Materias Primas                                  | <b>MSCI:</b> <i>Morgan Stanley Capital International Index</i>   |
| <b>IPC Nacional:</b> Índice de Precios al Consumidor Nacional                          | <b>MULC:</b> Mercado único libre de cambios  |
| <b>IPCA:</b> Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)                           | <b>Mwh:</b> megavatio-hora   |
| <b>IPC GBA:</b> Índice de Precios al Consumidor del Gran Buenos Aires                  | <b>NAHB:</b> <i>National Association of Home Builders</i> (Asociación Nacional de Constructores de Viviendas)  |
| <b>IPCNu:</b> Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano                          | <b>NASA:</b> Nucleoeléctrica Argentina S.A.  |
| <b>IPI:</b> Índice de Precios Implícitos   | <b>NOBAC:</b> Notas del Banco Central (Argentina)  |
| <b>IPIB:</b> Índice de Precios Internos Básicos  | <b>OEDE:</b> Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial   |
| <b>IPIM:</b> Índice de Precios Internos al Por Mayor                                   | <b>OJF:</b> Orlando J. Ferreres & Asociados S.A.   |
| <b>IPMP:</b> Índice de Precios de las Materias Primas                                  | <b>ON:</b> Obligaciones Negociables  |
| <b>IPP:</b> Índice de Precios al Productor   | <b>OPEP:</b> Países Exportadores de Petróleo   |
| <b>IRI:</b> índice de riqueza inclusiva  | <b>ORT:</b> <i>Overnight Rate Target</i>   |
|  | <b>p.b.:</b> Puntos básicos  |

|  |   |
|--|---|
| <b>p.p.:</b> Puntos porcentuales   | <b>tn.:</b> Tonelada  |
| <b>p:</b> Proyectado   | <b>TN:</b> Tesoro Nacional  |
| <b>PAMI:</b> Obra Social para Jubilados y Pensionados  | <b>TNA:</b> Tasa Nominal Anual  |
| <b>PBoC:</b> Banco Popular de China  | <b>TLTROs:</b> <i>Targeted long-term refinancing operations</i> (operaciones de refinanciación a largo plazo) |
| <b>PEA:</b> Población Económicamente Activa  | <b>Treasuries:</b> Bonos del tesoro de Estados Unidos   |
| <b>PF:</b> Plazo Fijo  | <b>Trim.:</b> Trimestral / Trimestre  |
| <b>PFPB:</b> Programa de Financiamiento del Bicentenario   | <b>UCI:</b> Utilización de la capacidad instalada   |
| <b>PGN:</b> Posición Global Neta   | <b>UE:</b> Unión Europea  |
| <b>PIB:</b> Producto Interno Bruto   | <b>UOCRA:</b> Unión Obrera de la Construcción de la República Argentina                                       |
| <b>PMI:</b> <i>Purchasing Managers' Index</i>  | <b>UOM:</b> Unión obrero metalúrgica  |
| <b>PP:</b> Productos primarios   | <b>US\$:</b> Dólares Americanos   |
| <b>PRO.CRE.AR:</b> Programa de Crédito Argentino   | <b>USDA:</b> <i>United States Department of Agriculture</i> (Secretaría de Agricultura de EE.UU.)             |
| <b>PRO.GRE.SAR:</b> Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina  | <b>UTEDyC:</b> Unión de Trabajadores de Entidades Deportivas y Civiles  |
| <b>PRO.CRE.AUTO:</b> Plan oficial para financiar la compra de vehículos  | <b>Var.:</b> Variación  |
| <b>Prom. móv.:</b> Promedio móvil  | <b>VN:</b> Valor nominal  |
| <b>Prom.:</b> Promedio   | <b>VNO:</b> Valor Nominal original  |
| <b>Prov.:</b> Provincia  | <b>Vol.:</b> Volumen  |
| <b>PUREE:</b> Programa de uso Racional de Energía Eléctrica  | <b>WTI:</b> <i>West Texas Intermediate</i>  |
| <b>PyMEs:</b> Pequeñas y Medianas Empresas   | <b>YPF SA:</b> Yacimientos Petrolíferos Fiscales Sociedad Anónima   |
| <b>QE:</b> <i>Quantitative easing</i> (compra de títulos públicos y privados)  | <b>ZLB:</b> <i>Zero Lower Bound</i>   |
| <b>R\$:</b> <i>Real</i>  |   |
| <b>REPO:</b> <i>Repurchase Agreement</i> (Operación de Recompra)   |   |
| <b>Res:</b> Resolución   |   |
| <b>RMB:</b> Renminbi   |   |
| <b>ROFEX:</b> Mercado a Término de Rosario   |   |
| <b>RPC:</b> Responsabilidad Patrimonial Computable   |   |
| <b>Rueda REPO:</b> Tasa de interés promedio de las operaciones a 1 día hábil entre entidades financieras en el mercado garantizado |   |
| <b>S.A:</b> Sociedad Anónima   |   |
| <b>s.e.:</b> Serie sin estacionalidad  |   |
| <b>Sec.:</b> Secretaría  |   |
| <b>SEDLAC:</b> <i>Socio-Economic Database for Latin America and the Caribbean</i>  |   |
| <b>Seg.:</b> Seguro  |   |
| <b>SELIC:</b> Sistema <i>Especial de Liquidação e Custodia</i> (Tasa de referencia de Brasil)                                      |   |
| <b>SIPA:</b> Sistema Integrado Previsional Argentino   |   |
| <b>SMVM:</b> Salario mínimo vital y móvil  |   |
| <b>SNB:</b> Banco Central de Suiza (por sus siglas en inglés)  |   |
| <b>SPNF:</b> Sector Público Nacional no Financiero   |   |
| <b>SUMAR:</b> Programa nacional de salud para adultos que no tengan cobertura social   |   |
| <b>TCNM:</b> Tipo de Cambio Nominal Multilateral   |   |